



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Enqueterect voorzichtig onder het mes

Bartman, S.M.; Holtzer, M.

Citation

Bartman, S. M., & Holtzer, M. (2010). Enqueterect voorzichtig onder het mes. *Ondernemingsrecht*, (2), 76-86. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/14867>

Version: Not Applicable (or Unknown)
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/14867>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Column Rawls en de bonus

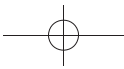
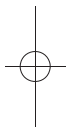
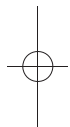
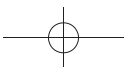
Artikelen *Prof. mr. S.M. Bartman en mr. M. Holtzer*
Enquêterecht voorzichtig onder het mes

Mr. V.P.G. de Serièrè
Mogelijkheden tot ingrijpen door de Nederlandsche Bank N.V. bij kredietinstellingen in de pre-insolventiefase

Mr. M.C. Schouten
Toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders

Actualiteiten Fourth Symposium of the European Company and Financial Law Review
Richtlijn 2009/109/EG tot wijziging van de Tweede, Derde, Zesde en Tiende Richtlijn en het Wetsvoorstel 32 038
Gewijzigd acting in concertbeleid AFM (art. 5:45 lid 5 Wft)
Wijziging Circulaire 1834 van Euroclear Nederland – De consignatiekasprocedure

Rechtspraak – *Effectenrecht*
HR 27 november 2009, LJN BH2162 (*Vereniging van Effectenbezitters en Stichting VEB-Actie WOL t. World Online International N.V., ABN AMRO Bank N.V. en Goldman Sachs International*)
Uitgevende instelling en begeleidende banken hebben onrechtmatig gehandeld door onder meer na te laten de onjuiste indruk die door de bestuursvoorzitter was gewekt te corrigeren



Afl. 2 ?? februari 2010

Inhoud

Column

- 13** **Rawls en de bonus** / 72

Artikelen

Prof. mr. S.M. Bartman en mr. M. Holtzer

- 14** **Enquêterecht voorzichtig onder het mes** / 74

In deze bijdrage wordt het Voorontwerp van wet tot wijziging van het enquêterecht grondig behandeld. Onderwerpen als de toegangsdrempel voor aandeelhouders, het ontbreken van enquêtebevoegdheid van de ondernemingsraad, de enquêtebevoegdheid van de rechtspersoon zelf en de (rechts) positie van de door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen komen aan de orde. Schrijvers wijzen ten slotte op enkele onderwerpen waar het Voorontwerp, naar hun mening ten onrechte, geen aandacht aan besteedt, zoals de merites van de concernenquête, de zogeheten 'opwaartse enquête' en de invoering van een definitieve uitstootmogelijkheid als uitbreiding van het voorzieningenarsenaal van de Ondernemingskamer.

Mr. V.P.G. de Serière

- 15** **Mogelijkheden tot ingrijpen door de Nederlandsche Bank N.V. bij kredietinstellingen in de pre-insolventiefase** / xx

In deze bijdrage inventariseert de auteur, naar aanleiding van de recente ontwikkelingen rond de déconfiture van DSB Bank N.V. (maar zonder op die ontwikkelingen specifiek in te gaan), de bevoegdheden die de Nederlandsche Bank als prudentieel toezichthouder bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht ten dienste staan om bij kredietinstellingen te interveniëren. Er wordt een aantal suggesties gedaan tot uitbreiding en nadere precisering van die bevoegdheden. De auteur komt tot de slotsom dat het instrumentarium dat de toezichthouder ter beschikking staat ruim en flexibel is.

Mr. M.C. Schouten

- 16** **Toenemende transparantieplichtingen voor aandeelhouders** / xx

In dit artikel gaat de auteur in op het voorstel van de Minister van Financiën om de reikwijdte van de meldingsregels uit te breiden tot cash-settled derivaten, zoals contracts for differences. Na een korte uiteenzetting van de problematiek worden eerst de voorgestelde meldingsregels voor aandeelhouders besproken. Vervolgens komen de voorgestelde meldingsregels voor bestuurders en bieders aan de orde. Ten slotte wordt ingegaan op de noodzaak van transparantie inzake short posities.

Actualiteiten

- 17** Fourth Symposium of the European Company and Financial Law Review / xx
- 18** Richtlijn 2009/109/EG tot wijziging van de Tweede, Derde, Zesde en Tiende Richtlijn en het Wetsvoorstel 32 038 / xx
- 19** Gewijzigd acting in concertbeleid AFM (art. 5:45 lid 5 Wft) / xx
- 20** Wijziging Circulaire 1834 van Euroclear Nederland – De consignatiekasprocedure / xx

Rechtspraak

Effectenrecht

- 21** HR 27 november 2009, LJN BH2162 (*Vereniging van Effectenbezitters en Stichting VEB-Actie WOL t. World Online International N.V., ABN AMRO Bank N.V. en Goldman Sachs International*)
- Uitgevende instelling en begeleidende banken hebben onrechtmatig gehandeld door onder meer na te laten de onjuiste indruk die door de bestuursvoorzitter was gewekt te corrigeren (H.M. Vletter-van Dort)

Aanwijzingen voor de auteurs zie: www.ondernemingsrecht.nl

Rawls en de bonus

13

'Samen voor ons eigen', zo was de leus van de Tegenpartij. Een rechtsfilosofische onderbouwing van dit adagium komt wellicht uit onverwachte hoek: van John Rawls. In zijn magnum opus *A Theory of Justice*¹ gaat Rawls op zoek naar een fundering van rechtvaardigheid als meest basale notie in de samenleving. Rawls vindt deze in de idee van rechtvaardigheid begrepen als billijkheid. Het is de taak voor de overheid de billijkheid in de samenleving te bewaken.

Bonussen overschrijden weleens de grens van de billijkheid. Toen Danone in 2007 Numico kocht, hield de toenmalige CEO van Numico – Bennink – daar zelf naar verluidt € 80 miljoen aan over. In het licht van een dergelijke gang van zaken zou het grondbeginsel in het vennootschapsrecht dat het bestuur slechts de belangen van de rechtspersoon en de aan haar verbonden onderneming heeft te dienen wellicht wat utopisch kunnen overkomen.²

Als aanvulling op de reeds bestaande 'tegenstrijdig belang'-bepalingen is op 16 december jl. een amendement aanvaard in de Tweede Kamer met de strekking de eigen financiële belangen van bestuurders en commissarissen in het geval van een overname te neutraliseren.³ Het amendement voorziet in een regeling die de waarde van de aandelen of opties in het kapitaal van de vennootschap voor bestuurders en commissarissen befrist op een niveau van vier weken voor de aankondiging van een openbaar bod of fusie.

Wellicht lijkt een dergelijk voorstel op het eerste gezicht een gezochte constructie. Maar gelet op het uitgangspunt dat het eigenbelang van een bestuurder niet mag meewegen in de besluitvorming, lijkt het mij ook weer geen 'systeemvreemde' gedachte om te trachten te voorkomen dat bestuurders of commissarissen, met (opties op) aandelen in de vennootschap, een eigen financieel hebben dat zou kunnen meewegen bij een besluit gericht op het al dan niet laten doorgaan

van een overname. Ook art. 1 Eerste Protocol laat een dergelijke beperking van het flexibele salaris toe.⁴

Het amendement zoals het thans is aanvaard, is in zoverre problematisch, omdat het ervan uitgaat dat de koerswinst ook daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Indien dat niet gebeurt of mogelijk is, ontstaat voor de bestuurder een verplichting af te rekenen over een 'fictieve' koerswinst, waarbij hij het risico draagt dat de koers weer kan dalen.⁵

Maar dat doet er niet aan af dat het amendement valt te waarderen als een poging om de billijkheid terug te brengen in bonusland.

Men zou zich de vraag kunnen stellen waarom de overheid de billijkheid van beloningen in de private sector moet nastreven. Rawls beantwoordt die vraag als volgt. De samenleving valt te beschouwen als een sociaal contract. Bij het aangaan van een contract hebben we met de wederpartij deels parallelle en deels tegengestelde belangen. Ook de verhouding tussen het individu en de Staat wordt gekenmerkt door een

1. In het Nederlands vertaald als *Een theorie van rechtvaardigheid*, Rotterdam: Lemniscaat 2006.
2. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN-AMRO; m.nt. J.M.M. Maeijer), r.o. 4.5.
3. *Kamerstukken II* 2009/10, 31 058 (flexibilisering van het BV-recht), nr. 7 (amendement van de leden Tang en Irrgang). Eenzelfde amendement dat was ingediend in het wetsvoorstel inzake de aanpassing van de regels over het bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen werd overigens verworpen (*Kamerstukken II* 2009/10, 31 763, nr. 19).
4. Een aandeel is weliswaar een 'possession', maar deze aanspraak op koerswinst valt in de categorie 'future income' welke alleen een 'possession' wordt aangemerkt wanneer het reeds is verdiend of er een 'enforceable claim' bestaat volgens vaste rechtspraak van het EHRM (zie bijv. *Ian Edgar (Liverpool) Ltd. t. het Verenigd Koninkrijk*, nr. 37683/97 en *Wendenburg t. Duitsland*, nr. 71360/01).
5. Om welke reden de minister de aanvaarding van het amendement ontraadde (*Kamerstukken II* 2009/10, 31 058, nr. 28, p. 5 en 6).

Ondernemingsrecht

Dit tijdschrift informeert u diepgaand over onderwerpen op het gebied van het ondernemingsrecht en het effectenrecht. Bovendien is aandacht voor relevante onderwerpen op het gebied van Euro-pees, economisch, mededingings-, sociaal, insolventie- en fiscaal recht. De inhoud bestaat uit een column, artikelen, actualiteiten, commentaren op rechtspraak en boekbesprekingen. Ondernemingsrecht (1999) is ontstaan door een fusie tussen De Naamloze Vennootschap (1922) en TVVS (1958).

Hoofdredactie

Prof.mr. M.J. Kroeze
e-mail: kroeze@frg.eur.nl

Gast-redactie

Mr. G.J. Meijer

Redactie

Prof.mr. H. Beckman
Prof.mr. P.J. Dortmond
Mr. B.J. Drijber
Mr. R.J. van Galen
Prof.mr. F.B.J. Grapperhaus
Prof.mr.drs. C.M. Grundmann-van de Krol
Prof.mr. M.P. Nieuwe Weme
Mr. G.P. Roth
Mr. J.N. Schutte-Veenstra
Prof.mr. Gerard van Solinge
Prof.dr. J.C.M. van Sonderen
Prof.mr. L. Timmerman

Ere-redacteur

Prof.mr. W.J. Slagter

Redactiesecretariaat

Mr. J.H. Varenhorst
tel. 06-12029103
e-mail: jvarenhorst@planet.nl
Mr. M.A. Verbrugh
Erasmus Universiteit Rotterdam, FRG
Privaatrecht, Kamer L7-83
Postbus 1738
3000 DR Rotterdam
Tel.: 010-4081664
E-mail: verbrugh@frg.eur.nl

www.thedefiningtension.com

Ondernemingsrecht verwijst naar www.thedefiningtension.com. Het Nederlandse weblog voor ondernemingsrecht.

dergelijke ambivalentie, aldus Rawls. Enerzijds heeft een ieder van ons belang bij een 'welgeordende' samenleving. Anderzijds zijn wij allen concurrenten van elkaar bij de verdeling van de schaarse goederen. Daardoor zijn wij ook gedwongen te waken over ons eigenbelang.

Ondanks de neiging tot waakzaamheid over het eigenbelang kan een zekere vereniging tussen mensen plaatsvinden door een gezamenlijk vertrouwen in een algemeen gedeelde rechtvaardigheidsconceptie, aldus Rawls. We kunnen leven met verschillen in rijkdom wanneer we inzien dat de achterliggende redenen van inkomstenverschillen wortelen in een structuur van de samenleving die ten gronde rechtvaardig is. Een gedeeld gevoel van rechtvaardigheid overtuigt ons niet alleen van het nut van de overheid, maar ook van de principiële juistheid van de wijze waarop de samenleving is ingericht. Daarvoor is wel vereist dat de rechtvaardigheidsconceptie waarover wij overeenstemming bereiken ook daadwerkelijk effectief is in het bewerkstelligen van rechtvaardigheid, aldus Rawls.⁶

De tegenwerping 'zo'n gedeelde conceptie van rechtvaardigheid bestaat niet', beantwoordt Rawls met zijn beroemde gedachte-experiment. Welke rechtvaardigheidsprincipes zouden wij kiezen indien wij onze maatschappelijke positie in de samenleving niet zouden kennen, noch onze capaciteiten, gender, enz.

Wij zouden kiezen voor (i) een gelijkheid in de toekenning van fundamentele rechten en plichten; en (ii) sociale en economische ongelijkheden alleen als rechtvaardig accepteren indien zij resulteren in voordelen voor iedereen.

Hoe zijn bonussen in te passen in dit ontwerp? In beginsel zijn die uitstekend in te passen. Wanneer bonussen personen

aansporen tot het leveren van prestaties die anders niet zouden worden geleverd, komen de bonussen ook de samenleving als geheel ten goede. Maar de wet van de afnemende meeropbrengst doet zich ook hier gelden. Bonussen zullen niet tot elke hoogte kunnen worden gerechtvaardigd.

Ik wil niet betogen dat de beloningsdiscussie in de (semi) private sector – waarvan het bonusbeleid een onderdeel is – een eenvoudig en op nationaal niveau oplosbaar probleem betreft. Een bank zonder bonus is een bank zonder personeel, zo lijkt thans te gelden. Maar ik geloof wel dat het gevaarlijk is het probleem te reduceren tot een noodzakelijke 'spin-off' van de mondiale economie die we zullen hebben te respecteren. Onredelijke beloningen eroderen het publieke vertrouwen in de redelijkheid van de samenleving.

De globalisering van de wereld doet nieuwe culturen zich in onze samenleving nestelen. Zo ook de bonuscultuur. In een multiculturele samenleving zullen we elkaar wellicht minder vanzelfsprekend dan in het verleden kunnen vinden in gedeelde noties over de rangorde in de waarden die nastrevenswaardig zijn. Des te actueler wordt Rawls' idee dat wij elkaar moeten kunnen blijven vinden in een gedeelde notie van rechtvaardigheid. In essentie brengt dat met zich dat wij de samenleving 'fair' moeten kunnen blijven vinden. Onredelijke bonussen doen afbreuk aan dat gevoel. Te hoge bonussen zijn een symbool van de onmacht van de overheid om een samen-

6. Het belang dat rechtvaardigheid ook daadwerkelijk wordt gerealiseerd wordt benadrukt door Amartya Sen, in zijn onlangs verschenen *The Idea of Justice*, Massachusetts: Harvard University Press 2009, die betoogt dat Rawls' theorie van rechtvaardigheid uiteindelijk tekortschiet op dat punt.

Vaste medewerkers

Prof.mr. Bastiaan F. Assink
Prof.mr. Steef M. Bartman
Mr. R.J. Botter
Prof.dr. I.J.J. Burgers
Mr. F.K. Buijn
Prof.mr. D.R. Doorenbos
Mr.drs. A. Doorman
Mr. P.G.F.A. Geerts
Mr. M.J. van Ginneken
Mr. A.L.H. de Groot
Mr.drs. C.M. Harmsen
Mr. J.B.S. Hijink
Mr. G.M. ter Huurne
Mr. E.A. de Jong
Mr.dr. Q.W.J.C.H. Kok
Dr. E. Koot-van der Putte
Prof.mr. R.H. Maatman
Prof.mr. M.R. Mok
Mr. W.W. de Nijs Bik

Mr. R.G.J. Nowak
Mr. G.H. Potjewijd
Mr. G.J.C. Rensen
Mr. E. Schmieman
Prof.mr. H.M.N. Schonis
Mr. S-J. Spanjaard
Mr.drs. D.A.M.H.W. Strik
Prof.mr.dr. P. Vlas
Prof.mr. J.B. Wezeman
Prof.mr. Jaap Winter
Ondernemingsrecht en ECFR
Ondernemingsrecht heeft een samenwerkingsverband met **European Company and Financial Law Review (ECFR)** <www.degruyter.de/journals/ecfr/> onder redactie van 'Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht' (ZGR).
Ondernemingsrecht
is een uitgave van Kluwer Juridische Uitgevers, Postbus 23, 7400 GA Deventer.

Uitgever

Dhr. Mattie Jongepier,
e-mail: mjongepier@kluwer.nl

Citeerwijze

Ondernemingsrecht 2010, ... (tijdschrift, jaar, nummer)

Colofon (vervolg)

Overige info zie: <www.ondernemingsrecht.nl>

ISSN 1389-1456

Nederlandse
uitgeversverbond
Groep uitgevers voor
vak en wetenschap

 **Kluwer**
a Wolters Kluwer business

leving te realiseren die 'fair' is. Dat kan voeding geven aan onvrede. Willen we 'de boel bij elkaar houden' dan ligt hier een taak voor de overheid om ook hierin de balans tussen idealisme en realisme te vinden.⁷ 'Samen voor ons eigen' is de minimum prestatienorm die daarvoor moet worden behaald. Anders zou het idee kunnen gaan leven dat het aan onze samenleving ten grondslag liggende rechtvaardigheidsprincipe neerkomt op 'ieder voor zich en God voor ons allen'. Het ware beter als we in Hem kunnen blijven geloven en op de Staat kunnen blijven vertrouwen.

Alexander Schild

7. De klassieke opgave voor elke politicus, aldus Reinhold Niebuhr in *The Irony of American History* 1952.

Prof. mr. S.M. Bartman en mr. M. Holtzer¹

Enquêterecht voorzichtig onder het mes

14

In deze bijdrage wordt het Voorontwerp van wet tot wijziging van het enquêterecht beschreven en geanalyseerd. De Minister van Justitie volgt daarin niet het eerdere voorstel van de SER om de enquêteprocedure in twee feitelijke rechtsinstanties te doen plaatsvinden en om de Amerikaanse *business judgment rule* in te voeren als toetsingsnorm voor de Ondernemingskamer. Schrijvers zijn het daarmee eens. Wel oefenen zij kritiek uit op het voorstel om onderscheid te maken tussen grote en kleine kapitaalvennootschappen (meer of minder dan € 22,5 miljoen geplaatst kapitaal) als bepalend voor de enquêtebevoegdheid van aandeelhouders. Ook plaatsen zij vraagtekens bij het Voorontwerp waar dit (nog steeds) geen enquêtebevoegdheid toekent aan de ondernemingsraad. Zij stellen voor om ook stichtingen en verenigingen – zoals de VEB – die zich het collectieve belang van beleggers bijzonderlijk aantrekken enquêtebevoegd te maken, mits aan zekere voorwaarden inzake representativiteit, kennis en onafhankelijkheid wordt voldaan. Te overwegen zou zijn om ook behartigers van andere op de onderneming betrokken collectieve belangen (milieu, maatschappelijk verantwoord ondernemen, grondrechten) toegang tot het enquêterecht te verschaffen. Tenslotte wijzen de schrijvers op enkele in hun ogen gemiste kansen die het Voorontwerp ongeregeld laat, zoals de merites van de concernenquête, de door minderheidsaandeelhouders in de dochter te initiëren 'opwaartse enquête' gericht op de moeder, en de invoering van een definitieve uitstootmogelijkheid als uitbreiding van het voorzieningenarsenaal van de Ondernemingskamer. Een toekomstig excessief gebruik van het enquêtemiddel kan volgens de schrijvers worden voorkomen door enerzijds een strengere normtoepassing door de Ondernemingskamer en door anderzijds het in art. 2:350 BW vervatte toegangscriterium wat aan te scherpen, onder meer door daarin expliciet te verwijzen naar het belang van de vennootschap dat met het onderzoek moet zijn gediend.

1. Inleiding

Eind oktober vorig jaar stuurde de Minister van Justitie een voorontwerp van wet tot aanpassing van het enquêterecht (hierna: 'het Voorontwerp') aan verscheidene instanties ter consultatie. Het Voorontwerp volgt op een aantal onderdelen de aanbevelingen van de SER, zoals neergelegd in zijn advies van 15 februari 2008 over Evenwichtig Ondernemingsbestuur (hierna: 'het SER-advies').² Het meest ingrijpende voorstel van de SER, namelijk de introductie van een enquêteprocedure in twee feitelijke instanties met schorsende werking van het hoger beroep, wordt door de minister echter nadrukkelijk verworpen omwille van (behoud van) de snelheid van het

geding.³ Ook het andere unaniem gedragen SER-voorstel, namelijk de introductie van de Amerikaanse *business judgment rule* in het enquêterecht, wijst de minister af.⁴ Wel meent hij dat in de motivering tot het treffen van voorlopige voorzieningen 'de aandachtspunten die uit de Amerikaanse jurisprudentie naar voren komen, daarbij ook in het Nederlandse kader behulpzaam (kunnen) zijn'.⁵ Dit lijkt ons echter eerder een aardige persoonlijke geste te zijn naar Assink, die de introductie van de *business judgment rule* in het Nederlandse recht met vuur bepleit,⁶ dan een reële en dwingende verschuiving in het toetsingskader van de Ondernemingskamer.⁷ Het siert de Nederlandse rechter immers altijd om oog te hebben voor de ontwikkelingen in het buitenland. Het is de vraag of een dergelijke persoonlijke geste (van drie pagina's!) wel zou passen in de toelichting bij het officiële wetsvoorstel. Onze bezwaren tegen de twee genoemde SER-voorstellen hebben wij eerder uiteengezet.⁸ Wij volstaan daarom met de opmerking dat wij ons goed kunnen vinden in de opvattingen van de minister in dit opzicht. Hetzelfde geldt voor de afwijzing door de minister van het idee van (een gedeelte van) de SER om de vakbond enquêtebevoegd te maken op holdingniveau, op voorwaarde dat ten minste 25% van de werknemers van de groep in Nederland werkzaam is.⁹ De Ondernemingskamer heeft zich in het verleden voldoende bereid getoond om in voorkomend geval een enquêteverzoek van de vakbond bij de holding toe te wijzen indien de omstandigheden dat rechtvaardigen. Opmerkelijk is wel dat de minister een wettelijke regeling dienaangaande slechts afwijst om reden van het aloude 'legitimiteitargument'. Dat

1. S.M. Bartman is hoogleraar ondernemingsrecht aan de Universiteit van Leiden en (cassatie)advocaat te Amsterdam, M. Holtzer is advocaat te Amsterdam.
2. SER-advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur, nr. 08/01. Zie hierover ons artikel 'Evenwichtig ondernemingsbestuur in de polder', *TvOB* 2008-3, p. 57-65, alsmede het themanummer *Ondernemingsrecht* 2008, 64 (afl. 6), met bijdragen van P.A.M. Witteveen, S.J.H.M. Berendsen, W.A. Westenbroek en Bastiaan F. Assink.
3. Toelichting Voorontwerp, p. 23.
4. De raadgevende leden van de voorbereidende SER-commissie, Eumédion en de VEB, verklaarden zich overigens geen voorstander van introductie van de *business judgment rule* in het Nederlandse vennootschapsrecht.
5. Toelichting Voorontwerp, p. 21.
6. Zie laatstelijk zijn preadvies voor de Vereniging 'Handelsrecht' 2009, p. 131. Hierover ook Daniëlla A.M.H.W. Strik in haar preadvies op p. 263. Zie ook L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009, 2 (afl. 1), p. 4 (11, voetnoot 69).
7. Idem G. van Solinge, 'Naar een evenwichtig enquêterecht', *WPvNR* 2010/6825.
8. *TvOB* 2008-3, p. 63.
9. Toelichting Voorontwerp, p. 8 e.v. Zie ook S.M. Bartman, 'SER-advies fopt werknemers', *TvOB* 2007-6, p. 198.

wil zeggen, de vrees dat Nederlandse werknemers invloed krijgen op 'besluiten op internationaal holdingniveau terwijl zij geen gevolgen hebben voor de Nederlandse rechtspersoon' en bovendien de vakbond niet representatief is voor 'het internationale concern(deel) waarop het enquêteverzoek betrekking heeft.' De minister vreest in dit verband ook voor het 'Nederlandse vestigingsklimaat'.¹⁰ Onze bezwaren tegen het SER-voorstel zijn juist omgekeerd van aard. Ons inziens zou de invoering van de 25%-eis ertoe kunnen leiden dat de ruimhartige praktijk van de Ondernemingskamer in dit kader wordt beknot, met als gevolg dat vakorganisaties bij (onder meer) vele internationale beursvennootschappen op holding-niveau sowieso geen enquête meer kunnen uitlokken.¹¹ Dat die huidige praktijk het Nederlandse vestigingsbeleid bedreigt, is ons nog niet gebleken.

Hierna gaan wij nader in op de voorstellen van de minister waardoor het enquêterecht weliswaar niet revolutionair, maar toch op enkele punten niet onbelangrijk zal kunnen worden gewijzigd. Daarbij beperken wij ons tot onderdelen waarover wij (menen) echt iets op te merken te hebben, zoals de voorstellen om de toegangsdrempels voor aandeelhouders bij grote ondernemingen aan te passen (par. 2) en om ook de rechtspersoon zelf enquêtebevoegd te maken (par. 3), de enquêtebevoegdheid van de ondernemingsraad (par. 4), de waarborgen tijdens de onderzoeksfase (par. 5) en de aansprakelijkheid van de door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen (par. 6). Vervolgens leggen wij de vinger op de plekken waar het Voorontwerp ons inziens de kans mist om de rechtspraktijk wat meer helderheid te verschaffen, dan wel om het enquêtemiddel nog efficiënter te maken (par. 7). Wij ronden af met enkele conclusies (par. 8).

2. De toegangsdrempel

Het wetsvoorstel brengt, dit keer wel conform het SER-advies, een onderscheid aan tussen vennootschappen met een geplaatst kapitaal tot € 22,5 miljoen en die met een hoger geplaatst kapitaal. Voor vennootschappen onder die kapitaalgrens ('kleine vennootschappen') verandert er niets voor wat betreft de enquêtebevoegdheid van aandeelhouders (zie thans art. 2:346 BW). Aandelenbezit van 10% van het geplaatste kapitaal, dan wel ter waarde van € 225 000 nominaal, volstaat voor hun ontvankelijkheid in een enquêteverzoek. Voor aandeelhouders van vennootschappen boven genoemde grens ('grote vennootschappen') wordt het percentage aandelenbezit echter verlaagd naar 1%. Dat lijkt mooi, maar tegelijkertijd wordt de alternatieve nominalewaardegrens voor hen vervangen door een beurswaardegrens van € 20 miljoen. Dat pakt vooral voor aandeelhouders in beursvennootschappen en hun belangenverenigingen ongunstig uit. De 1%-drempel is voor hen in elk geval bij hoofdfondsen praktisch even onoverkomelijk als de 10%-drempel. Aandeelhouders in een grote niet-beursvennootschap gaan er door de verlaging van de percentagedrempel wel op vooruit, zij het dat ook voor hen de oude nominalewaardegrens verval, maar deze wordt niet vervangen door een alternatieve drempel.

De argumenten die de minister aanvoert ter rechtvaardiging van bovenbedoelde 'knip' overtuigen ons niet. In de toelich-

ting bij het Voorontwerp wordt geconstateerd, met verwijzing naar een recent empirisch onderzoek over het gebruik van het enquêterecht¹² (hierna: 'het Onderzoek'), dat in nagenoeg alle gevallen waarin een enquête plaatsvond bij beursvennootschappen het daaraan ten grondslag liggende verzoek gebaseerd is op het nominalewaardecriterium. Enquêtes bij niet-beursvennootschappen zijn vrijwel altijd gestoeld op een 10%-verzoek.¹³ De minister concludeert: 'In de praktijk geldt dus voor grote vennootschappen dat een relatief klein aandelenbelang toegang geeft tot het enquêterecht. Ik meen dat de bestaande regeling aldus onvoldoende evenwichtig is.' Het moge juist zijn dat voor een enquêteverzoek bij een beursvennootschap een relatief klein aandelenbelang volstaat, uit het Onderzoek blijkt niet dat dit heeft geleid tot onredelijk gegronde verzoeken in de zin van art. 2:350 lid 2 BW. Van de 486 enquêteverzoeken van aandeelhouders in de periode 1971-2007 zijn er 391 toegewezen, dat wil zeggen ruim 80%. 22 van die verzoeken waren gestoeld op de nominalewaardedrempel van € 225 000, in 14 gevallen op initiatief van de VEB.¹⁴ Kapitaalverschaffers, al dan niet vertegenwoordigd door de VEB, gaan kennelijk zeer verantwoord met hun enquêtebevoegdheid om. Dus wat is nu eigenlijk het probleem dat de minister met zijn knip wil oplossen? De toelichting bij het Voorontwerp stelt over de huidige nominalewaardedrempel: 'Die grens houdt echter geen rekening met de economische groei en inflatie in het verleden en is evenmin recent aangepast.' Welnu, als dát het probleem is, waarom die grens dan niet eenvoudig verhoogd, al dan niet met behulp van een loon- en prijsindex, en het daarbij gelaten? Gevolg van het schrappen van de huidige nominalewaardedrempel is volgens het Onderzoek dat enquêteprocedures bij beursvennootschappen 'nog slechts in uitzonderlijke gevallen (zullen) voorkomen', waarbij tevens 'grote beursvennootschappen minder te duchten (zullen) hebben van enquêteprocedures dan kleine beursvennootschappen'.¹⁵ Is dat de bedoeling van de minister? Zo ja, waarom staat dat dan niet in de toelichting bij het Voorontwerp? Uit een parlementaire voorschermutseling hierover, naar aanleiding van de behandeling van het evaluatierapport van de Commissie Frijs, leiden wij af dat de voorstellen van de minister in de Tweede Kamer terecht op de nodige weerstand kunnen rekenen.¹⁶ Overigens zijn wij zeker niet tegen het onderscheid tussen beursvennootschappen en niet-beursvennootschappen bij de toelating van kapitaalverschaffers tot het enquêterecht, maar niet op de manier waarop de minister dat nu voorstelt. Een beurswaarde van verzoekers aandelenpakket van mini-

10. Toelichting Voorontwerp, p. 9.

11. Enzo Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 742.

12. K. Cools e.a., *Het recht van enquête. Een empirisch onderzoek*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 65, Deventer: Kluwer 2009.

13. Toelichting Voorontwerp, p. 6.

14. Onderzoek p. 79.

15. Onderzoek p. 60.

16. De fractiewoordvoerder van de VVD stelde in elk geval: 'Naar verluidt gaat de drempel voor het enquêterecht omhoog. Als dat waar is, zou mijn fractie dat zeer betreuren.' Zie *Kamerstukken II* 2009/10, 31 083, nr. 35, p. 10.

Ondernemingsrecht

maal € 20 miljoen als – alternatieve – voorwaarde voor ontvankelijkheid is vragen om moeilijkheden. Het criterium is immers tot op zekere hoogte manipuleerbaar en werkt niet in geval van faillissement.¹⁷ De zogeheten ‘inquisitoire enquête’ zou daarmee voor beursvennootschappen een lastiger worden, de mobilisatie van ten minste 1% van de aandeelhouders is in voorkomend geval nodig.¹⁸ Het lijkt ons ook rechtssystematisch onjuist om een procesbevoegdheid te koppelen aan een fluctuerende marktmaatstaf. Ook voor de uitoefening van het agenderingsrecht van aandeelhouders bij beursvennootschappen (art. 2:114a lid 2 BW) zal, op advies van de Commissie Frijns, de alternatieve bevoegdheidsgrens van het bezit van een aandelenpakket met een beurswaarde van ten minste € 50 miljoen hoogstwaarschijnlijk komen te vervallen.¹⁹ Zeker, de minister refereert er terecht aan dat de gedachte van de € 20 miljoen-drempel afkomstig is van een van de meest actieve belangenorganisaties voor beleggers, namelijk de VEB, destijds als raadgevend lid van de SER betrokken bij de totstandkoming van het SER-advies. In zoverre volgt de minister met zijn voorstel slechts het eerder door belangenorganisaties uitgezette spoor in onze overlegpolder.²⁰ Wat ook de verklaring is voor deze opstelling van de VEB, wij kunnen ons niet voorstellen dat zij hier achteraf gelukkig mee is.

Hoe dan ook, het zou onze voorkeur hebben om de toegang tot het enquêterecht voor kapitaalverschaffers in beginsel te laten zoals die thans is, waarbij de alternatieve nominalewaardegrens zonodig kan worden verhoogd, bijvoorbeeld tot € 500 000. Maar voor beursvennootschappen zou de enquêtebevoegdheid ons inziens tevens gereserveerd moeten worden voor stichtingen en verenigingen als bedoeld in art. 3:305a BW, waarbij dan wel extra representativiteitseisen moeten worden gesteld en eisen ter zake kennis, betrouwbaarheid en onafhankelijkheid.²¹ Wie zou immers willen ontdekken dat de collectieve acties van de VEB met gebruikmaking van het enquêterecht in de afgelopen jaren voor beleggers een heilzame werking hebben gehad en de *accountability* van leidinggevendenden bij beursvennootschappen bepaald hebben bevorderd? Het private collectieve actierecht vervangt hier goeddeels het feitelijk ontbrekende publieke toezicht waarmee de Advocaat-Generaal bij het Amsterdamse Gerechtshof is belast (art. 2:345 lid 2 BW). Een toezicht dat om allerlei redenen niet van de grond komt,²² soms tot frustratie van betrokkenen.²³ Bij vennootschappen die een beroep doen op de open kapitaalmarkt zijn nu eenmaal andere – meer collectieve en ook publieke – belangen betrokken dan bij niet-beursvennootschappen. Het door de minister geconstateerde en met zijn voorstel bestreden feit dat de toegang tot het enquêterecht bij beursvennootschappen een relatief gering kapitaalbelang vergt, wordt in onze ogen dan ook gerechtvaardigd door dit andere belangenspectrum. Het enquêterecht is niet slechts organisatorisch vennootschapsrecht, maar ook transparantiebevorderend effectenrecht of, zo men wil, financieel recht, dat het macropolitiek belang van de effectenhandel beoogt te beschermen, onder meer door het afdwingen van openheid van zaken in de beursvennootschap.²⁴ Bij navolging van onze ‘305a-suggestie’, die overigens al eerder werd gedaan door Lemstra,²⁵ kan de bevoegd-

heid van de Amsterdamse Advocaat-Generaal wat ons betreft worden geschrapt.

Te overwegen is voorts om ook organisaties die andere collectieve belangen behartigen dan dat van beleggers toe te laten tot het enquêterecht. Denk aan representatieve stichtingen of verenigingen die zich bijzonderlijk het belang van het milieu of dat van maatschappelijk verantwoord ondernemen aantrekken. Openstelling van het enquêterecht met het oog op de behartiging van dat type collectieve belangen zou pas werkelijk tot een vernieuwing en ‘verduurzaming’ van het Nederlandse ondernemingsrecht kunnen leiden en ook overigens goed passen in ons in de huidige crisis weer wat opgepoetste Rijnlandse model.²⁶

Naar verwachting zal het statuut van de beursvennootschap steeds meer gaan divergeren met dat van de niet-beursvennootschap. Het lijkt de onontkoombare en deels al gerealiseerde ‘knip’ in ons toekomstige vennootschapsrecht.²⁷ De toekenning van enquêtebevoegdheid aan representatieve collectieve belangenorganisaties bij beursvennootschappen zou in zoverre prima aansluiten bij deze tendens. De rechtspraktijk en het belang van beleggers zouden daarmee bovendien meer gediend zijn dan met het huidige ‘knipvoorstel’ van de minister.

Het Voorontwerp stelt voor om de enquêtebevoegdheid van kapitaalverschaffers te beperken tot aandeelhouders en houders ‘van certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.’ Kortom, de zogeheten ‘bewilligde certificaten’.²⁸ Immers, aldus de summere toe-

17. Vgl. *TvOB* 2008-3, p. 62-63.

18. Vgl. G. van Solinge, ‘Naar een evenwichtig enquêterecht’, *WPNR* 2010/6825.

19. Wetsvoorstel 32 014, artikel III. Zie hierover wel de nog onbeantwoorde vraag vanuit de PvdA-fractie in de Tweede Kamer, verslag d.d. 19 oktober 2009, *Kamerstukken II* 2009/10, 32 014, nr. 6, p. 9.

20. SER-advies, p. 59.

21. Zie in gelijke zin de reactie van de VEB op het Voorontwerp, p. 3. Wij hechten eraan te vermelden dat de tekst van ons artikel was afgerond voordat de VEB-reactie ons bereikte.

22. Vgl. E. Schmieman, ‘De bevoegdheden van de advocaat-generaal bij het Hof Amsterdam in het enquêterecht’ (art. 2:345 lid 2 en 2:2355 lid 1 BW), in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Deventer: Kluwer 2004, p. 359.

23. Vgl. Peter Paul de Vries in het *Financieel Dagblad* van 19 november 2009 en W.J. Slagter, *JutD* 2009, nr. 21, p. 3, in verband met de DSB-affaire.

24. Vgl. M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Corporate governance en het enquêterecht’, *NJB* 2003, afl. 27, p. 1373. Zie ook zijn recente, fraaie afscheidsrede *Naar een Wetboek Ondernemingsrecht?*, Nijmegen: BHM Laverbe 2009, waarin hij onder meer pleit voor de introductie van het begrip ‘beursonderneming’ (p. 46 en 53 e.v.).

25. J.H. Lemstra, ‘De (on)begrensde mogelijkheden van collectieve acties in het ondernemingsrecht’, in: *Geschriften vanwege de vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 82, Deventer: Kluwer 2005, p. 309.

26. Zie over dit thema in Europees perspectief Beate Sjøfjell, *Towards a Sustainable European Company Law*, European Company Law serie, deel 3, Deventer: Kluwer Law International 2009.

27. Vgl. laatstelijk P. van Schilfgaarde, ‘De opbouw van het vennootschapsrecht’, in: *Met Recht, liber amicorum voor Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 409 en M.J.G.C. Raaijmakers, *Naar een Wetboek Ondernemingsrecht*, Nijmegen: BHM Laverbe 2009.

28. Over de soms lastig te beantwoorden vraag of tijdens de vennootschap sprake is (geweest) van ‘bewilliging’, zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 670.

lichting, 'slechts zij staan in een vennootschappelijke relatie tot de vennootschap'.²⁹ Nog los van de vraag of deze laatste opmerking wel juist is – de door art. 2:8 BW verlangde vennootschappelijke omgangsvormen hebben een ruimer bereik dan slechts aandeelhouders en houders van bewilligde certificaten³⁰ – roept dit de vraag op hoe de rechtspraak van Ondernemingskamer en Hoge Raad zich verhouden tot dit voorstel. In zijn *Scheipar*-beschikking verklaarde de Hoge Raad immers, in navolging van de Ondernemingskamer, ook de economisch gerechtigde tot certificaten van aandelen enquêtebevoegd.³¹ Ofschoon het in dat geval ging om bewilligde certificaten, waarbij de daaraan verbonden zeggenschapsrechten toekwamen aan derden (commissarissen van de Stichting Administratiekantoor), menen wij met anderen dat de economische gerechtigdheid de beslissende factor vormde, althans zou moeten vormen, in de beslissing van de Hoge Raad.³² Het voorstel om de enquêtebevoegdheid van kapitaalverschaffers te beperken tot aandeelhouders en houders van bewilligde certificaten getuigt ook van een zekere mate van categorisch rechtsdenken, dat niet helemaal meer van deze tijd is. Nogmaals, het enquêterecht ligt op het grensgebied van vennootschapsrecht en effectenrecht. Vanuit het oogpunt van beleggersbescherming mag het niet uitmaken of degene die een aan de beurs verhandelbaar economisch belang in de vennootschap heeft dit ontleent aan haar instemming of niet.

Het verlagen van de toegangsdrempel tot het enquêterecht van 10% naar 1% bij grote vennootschappen levert de kapitaalverschaffers per saldo maar weinig op. Wat het Voorontwerp met de ene hand geeft (lagere percentuele drempel) wordt met de andere hand goeddeels weggenomen (£ 20 miljoen beurswaarde in plaats van £ 225 000 nominale waarde). Tegen die achtergrond komt de decimering van het toegangspercentage zelfs wat arbitrair over. De minister geeft dit zelf ook toe.³³ De 1%-drempel komt uit de hoed van de SER, die hiermee aankoppelde bij de huidige grens voor het agenderingsrecht bij beursvennootschappen (art. 2:114a lid 2 BW).³⁴ Nu als gevolg van de 'Wet Frijns' deze grens voor de NV naar 3% wordt opgeschroefd, ligt het dan ook voor de hand om ook de enquêtedrempel op dit percentage te stellen.³⁵ In navolging van de VEB c.s. voelt de minister echter niet voor zo'n automatische koppeling, met als belangrijkste argument dat het agenderingsrecht, anders dan het enquêterecht, geen 'rechterlijke toets' kent.³⁶ De logica ontgaat ons hier. Als de rechterlijke toets een lager toegangspercentage rechtvaardigt voor het enquêterecht dan voor het agenderingsrecht, hoe verhoudt zich dat dan tot de 10%-drempel voor een enquêteverzoek bij kleine vennootschappen? Het agenderingsrecht zou eerder laagdrempeliger moeten zijn dan het enquêterecht. Kan de uitoefening van het agenderingsrecht er immers niet toe leiden dat het bestuur van de vennootschap in een vroegtijdig stadium met andere visies van kapitaalverschaffers wordt geconfronteerd, mogelijk gevolgd door een zekere beleidsbijsturing, waardoor het inzetten van het enquêtemiddel juist wordt voorkomen? Is het tegen die achtergrond dan niet wat vreemd dat voor het mindere (agendering) een hogere drempel geldt dan voor het meerdere (enquêteverzoek)? Zou dat ook niet het impliciet gebleven motief van de SER zijn voor de bepleite koppeling

van beide percentages? Uiteindelijk zou de invoering van de 1%-drempel voor het enquêterecht bij beursvennootschappen veeleer pleiten voor het handhaven van diezelfde drempel voor het agenderingsrecht, maar dat lijkt inmiddels een gepasseerd station te zijn.³⁷

3. Enquêtebevoegdheid rechtspersoon zelf

In navolging van de SER verleent het Voorontwerp ook enquêtebevoegdheid aan de rechtspersoon zelf die subject van een enquêteprocedure kan zijn (vgl. art. 2:344 BW). De realisering van dit voorstel zal de populariteit van het enquêtemiddel, in elk geval bij faillissementscuratoren, nog aanzienlijk vergroten. Maar ook bij een wisseling van de wacht op bestuursniveau – en daaraan voorafgaand doorgaans ook op aandeelhoudersniveau – kan aan een dergelijke vorm van 'zelfinquisitie' behoefte bestaan.³⁸ Dat maakt bovendien dat de vennootschap in voorkomende gevallen niet afhankelijk is van derden om een enquête te entameren in situaties waarin naar haar mening wanbeleid zichtbaar is.³⁹ De toelichting bij het Voorontwerp voorziet vooral toepassing van deze nieuwe mogelijkheid bij geschillen tussen organen binnen de vennootschap.⁴⁰ De minister legt er de nadruk op dat op deze wijze meer evenwicht ontstaat tussen (de machtsmiddelen van) vooral de AVA en het bestuur. Het Voorontwerp noemt in dit verband de situatie van een patstelling binnen de AVA of het scenario waarin het bestuur geen gevolg wil geven aan een verzoek, respectievelijk instructie van de AVA aangaande de koers van de vennootschap. Vooral deze laatste mogelijkheid kan ons inziens een aanzienlijke versterking betekenen van de positie van een (Nederlandse) dochtermaatschappij ten opzichte van haar (buitenlandse) moeder. In Corus-achtige scenario's kan het dochterbestuur nu zelf het initiatief nemen voor een gang naar de Ondernemingskamer en is het niet meer afhankelijk van een dergelijke actie door de moeder en/of een statutair of wettelijk goedkeuringsrecht

29. Toelichting Voorontwerp, p. 5.

30. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 671.

31. HR 6 juni 2003, NJ 2003, 486, JOR 2003/161 (*Scheipar*).

32. Vgl. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 738, die er ook op wijzen dat bij gelegenheid van de Invoeringswet Boek 2 BW eveneens – maar tevergeefs – werd getracht de enquêtebevoegdheid te koppelen aan bewilligde certificaten.

33. Toelichting Voorontwerp, p. 28.

34. SER-advies p. 58.

35. Vgl. SER-advies p. 58/58 en wetsvoorstel *Kamerstukken II* 2009/10, 32 014, artikel III.

36. Toelichting Voorontwerp, p. 29.

37. Zie over de voorstellen tot wijziging van het agenderingsrecht ook M. Brink, 'Van wie is de winst?', in: *Met Recht, liber amicorum voor Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 53 en F.G.K. Overkleef, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning', *Ondernemingsrecht* 2009, 167 (afl. 17), p. 714.

38. Term ontleend aan de voordracht van A.F.J.A. Leijten bij gelegenheid van het afscheid van Huub Willems als voorzitter van de Ondernemingskamer op 19 november 2009, in hotel Krasnapolsky te Amsterdam. Zie ook zijn reactie op het Voorontwerp, <www.internetconsultatie.nl>.

39. Vgl. OK 10 december 2008, JOR 2009/38 (*AHAM*) en OK 31 december 2009, rekestnr. 200.050.575 OK (*Inter Access Group*).

40. Toelichting Voorontwerp, p. 13-16 en p. 31.

Ondernemingsrecht

van de RvC.⁴¹ De SER had op dit punt – in een voetnoot! – nog wel voorgesteld om in concernverband de enquêtebevoegdheid slechts te verlenen aan de moedermaatschappij en niet aan een dochter, maar de minister ziet ‘geen aanleiding om de mogelijkheid van een enquête te onthouden aan een dochtervennootschap in een concern, die het gedrag van haar aandeelhoudersvergadering aan de orde wenst te stellen.’⁴² Dit lijkt ons terecht bij het ontbreken van een systematische regeling van concernverhoudingen in ons vennootschapsrecht. Het groepsbegrip is ook een te vaag criterium voor het toedelen van procesbevoegdheid.

Interessant in dit verband is nog wel de vraag hoe de enquêtebevoegdheid van een dochtervennootschap zich verhoudt tot een conform ontwerpartikel 2:239 lid 4 wetsvoorstel Flexibilisering BV-recht in haar statuten aan de AVA toegekende concrete instructiebevoegdheid. Deze bepaling maakt het immers mogelijk dat het (dochter)bestuur rechtsprocedures start, respectievelijk intrekt, op instructie van de moedermaatschappij. In beginsel dient het dochterbestuur een tegen haar moeder geïnitieerd enquêteverzoek dan in te trekken wanneer deze zulks instrueert, tenzij dit ‘in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.’ Of het enquêteverzoek deze laatste test doorstaat – te stellen en te bewijzen door de dochter – lijkt ons geen kwestie die door de Ondernemingskamer in de aanhangige enquêteprocedure moet worden beantwoord, maar door de gewone rechter, mogelijk in kort geding. De – prealabele – vraag of het concernbelang in redelijkheid van het dochterbestuur vergt dat het enquêteverzoek wordt ingetrokken, is immers een andere dan die naar aanwezigheid van gegronde redenen om aan een juist beleid bij de dochtervennootschap te twijfelen. De Ondernemingskamer zal het enquêteverzoek bijgevolg moeten aanhouden en zal ook geen voorlopige voorzieningen kunnen treffen, totdat de gewone rechter over deze prealabele vraag – eventueel in hoger beroep – heeft beslist. Het in het wetsvoorstel Flexibilisering BV-recht voorziene instructierecht kan, met andere woorden, mogelijk de angel uit de enquêtebevoegdheid van een dochtervennootschap – gewoonlijk een BV – halen. De situatie komt dan toch dicht in de buurt van het door de SER bepleite systeem waarin slechts aan de moedermaatschappij enquêtebevoegdheid binnen concernverband toekomt. De rechtsrealiteit van het concern krijgt hiermee een nieuwe impuls.⁴³

Een door het bestuur van de vennootschap voorgenomen ‘interne enquête’ dient volgens het Voorontwerp te worden aangemeld (‘zo spoedig mogelijk op de hoogte gesteld’) bij RvC en ondernemingsraad. Dit, bij wijze van alternatief voor de ontvankelijkheidseisen die krachtens art. 2:349 BW gelden voor een van buiten komende, wat men zou kunnen noemen ‘externe enquête.’ Let wel, het betreft hier noch een ontvankelijkheidseis, noch een constitutieve eis voor een geldig enquêtebesluit. Zonder bedoelde aanmelding is het enquêtebesluit hooguit vernietigbaar op de voet van art. 2:15 BW, zij het dat dit de enquêteprocedure niet zonder meer tegenhoudt of stopt. In dit verband lijkt het ons ook nuttig als het uiteindelijke wetsvoorstel zou bepalen dat, behoudens belet of ontstentenis (art. 2:134/244 lid 4 BW), het enquêteverzoek namens de vennootschap slechts kan uitgaan van haar

bestuur. Dit teneinde alle denkbare tegenstrijdigbelangen en -complicaties op voorhand uit te sluiten.

De mogelijkheden en grenzen van de interne enquête zijn op voorhand niet geheel te overzien. Het – niet geheel toevallig – voorbeeld dat de minister in zijn toelichting bij ontwerpartikel 2:346 BW geeft, illustreert dit.⁴⁴ Het heeft betrekking op het pas vijf jaar geleden ingevoerde, maar onder meer naar aanleiding van ABN Amro en Fortis reeds heftig bediscussieerde art. 2:107a BW. Het kan geen kwaad de betreffende passage uit de toelichting hier te citeren:

‘Stel dat het bestuur van een NV meent dat een zeer ingrijpende wijziging van de strategie noodzakelijk is voor het voortbestaan van de vennootschap en het bestuur voorts meent dat het beoogde besluit moet worden voorgesteld aan de aandeelhouders op de voet van artikel 2:107a BW. Van het bestuur mag worden verwacht dat het in de algemene vergadering gebruik maakt van zijn raadgevende stem (artikel 2:116 lid 4 BW). De raadgevende stem kan worden gebruikt om de onwenselijkheid van het aandeelhoudersbesluit – althans naar de mening van het bestuur – onder de aandacht van de algemene vergadering te brengen. Stel dat de aandeelhouders het voorstel afwijzen. Ik kan mij voorstellen dat het bestuur in het gegeven voorbeeld een oordeel wenst van de Ondernemingskamer over het besluit van de algemene vergadering.’

Let wel, deze passage volgt bijna direct nadat in de toelichting het volgende wordt overwogen:

‘Overigens geldt dat de aandeelhouders hun stemrecht binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid mogen gebruiken ter behartiging van hun eigen belang in de vennootschap (artikel 2:8 BW). Indien uitsluitend wordt getwijfeld over de rechtsgeldigheid van een besluit van de algemene vergadering, zou het bestuur ook beroep kunnen doen op een procedure op de voet van artikel 2:14-16 BW.’

Naar ons gevoelen staat het in de toelichting geschetste gebruik van de enquêtebevoegdheid van het bestuur om een rechtsgeldig AVA-besluit aan de Ondernemingskamer voor te leggen minst genomen op gespannen voet met de pal daarvoor geuite adhesiebetuiging aan de stemaautonomie

41. OK 13 maart 2003, *JOR* 2003/85, m.nt. Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2003, 16 (afl. 6), m.nt. Bartman (*Corus*).

42. SER-advies p. 58, voetnoot 18, Toelichting Voorontwerp, p. 16.

43. Zie over instructiebevoegdheid en bestuursautonomie recentelijk Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme, II* 2009, nr. 413 en 831, alsmede de mooie beschouwing van G.J.H. van der Sangen, ‘Concernleiding en aansprakelijkheid: het delicate evenwicht tussen unitaire leiding en juridische zelfstandigheid’, *TvOB* 2009-6, p. 146.

44. Toelichting Voorontwerp, p. 31.

van aandeelhouders, als een van de basisregels van ons vennootschapsrecht.⁴⁵ Bovendien is de wetgever aan de behoefte aan rechtszekerheid in de (handels)praktijk al aanzienlijk tegemoetgekomen door aan art. 2:107a BW externe werking te onthouden. De ABN Amro-beschikking leert ons dat de Hoge Raad hier ook sterk aan hecht.⁴⁶ Het instemmingsrecht van aandeelhouders is in zoverre al tamelijk tandoel. Om dan te suggereren dat het onthouden van een 107a-instemming door de AVA in voorkomend geval ook nog eens kan worden voorgelegd aan de Ondernemingskamer – met daarbij uiteraard het verzoek om bij wijze van voorlopige voorziening de AVA te gebieden om alsnog in te stemmen met het bestuursvoornemen – gaat ons echt te ver.⁴⁷ Het voorbeeld illustreert dat de creatie van het zelfonderzoek nog de nodige rechtsvragen en jurisprudentie zal opleveren.

4. Positie ondernemingsraad

In het Voorontwerp wordt aangegeven dat geen aanleiding bestaat om ook aan de ondernemingsraad het enquêterecht toe te kennen. De argumentatie die daarvoor wordt aangebracht achten wij niet overtuigend en overigens achterhaald. De toelichting somt weer de bekende reeks argumenten op, namelijk dat de ondernemingsraad niet over rechtspersoonlijkheid en niet over een algemene procesbevoegdheid beschikt, geen eigen vermogen heeft dat vatbaar is voor uitwinning en dat er geen waarborgen bestaan tegen onredelijke enquêteverzoeken. Dit is in grote lijnen de argumentatie zoals die al sinds het rapport van de commissie-Verdam uit 1967 wordt gehanteerd.⁴⁸ Sindsdien heeft de positie van de ondernemingsraad in Nederlandse ondernemingen echter belangrijke wijzigingen ondergaan. De belangrijkste daarvan betreft wel zijn ontwikkeling tot een volwassen medezeggenschapsorgaan, dat een vaste plaats in de onderneming heeft verworven en een breed maatschappelijk draagvlak geniet. Dit laatste is recentelijk bevestigd in een notitie van de SER-commissie Arbeid, Onderneming en Medezeggenschap, waarin zij aangeeft dat de ondernemingsraad een bekend en gewaardeerd fenomeen is en dat deze medezeggenschapsvorm als zodanig niet ter discussie staat.⁴⁹ Wel constateert de commissie dat ten aanzien van de ondernemingsraad gezocht zou moeten worden naar een betere aansluiting bij enerzijds strategische en anderzijds operationele besluitvorming; op dat punt zou een accentverschuiving in de medezeggenschap naar het strategisch niveau moeten plaatsvinden.⁵⁰ Ook in het Kabinetsstandpunt Medezeggenschap 2009 wordt het beeld bevestigd van een over het algemeen goed functionerende medezeggenschap, zij het dat verbeteringen mogelijk zijn.⁵¹

Een van die verbeteringen is in onze ogen de toekenning van enquêtebevoegdheid aan de ondernemingsraad. Nu immers allerwegen wordt geconstateerd dat de WOR in de praktijk deugdelijk werkt, bestaat er onvoldoende aanleiding voor vrees voor misbruik van het enquêterecht door de ondernemingsraad. Bovendien sluit enquêtebevoegdheid van de ondernemingsraad aan bij de wens van de genoemde SER-commissie om hem een sterkere betrokkenheid bij de strategische besluitvorming van de onderneming te geven. De limitatieve lijst van adviesplichtige besluiten uit art. 25 WOR,

gecombineerd met het beroepsrecht ex art. 26 WOR, biedt daarvoor onvoldoende houvast, nu daarin niet het beleid van de onderneming, maar slechts specifieke deelaspecten daarvan aan de orde kunnen komen. Wanneer het kabinet werkelijk meent dat de ondernemingsraad een volwassen plaats inneemt binnen het ondernemingsrecht, is het consequent ook deze laatste stap te zetten. Wel valt daarbij te overwegen om de enquêtebevoegdheid van de ondernemingsraad te onderwerpen aan een voorwaarde die het spiegelbeeld vormt van art. 2:349 lid 2 BW. Dat wil zeggen, dat de ondernemingsraad eerst ontvankelijk is in een enquêteverzoek indien hij de relevante vakorganisaties vooraf in de gelegenheid heeft gesteld schriftelijk van hun gevoelens te doen blijken.⁵² Op die manier vindt gecoördineerde werknemersactie plaats. Uiteraard staat het de vakbond vrij om zich vervolgens als belanghebbende partij te voegen in de door de ondernemingsraad aangespannen procedure.

Voor toekenning van enquêtebevoegdheid aan de ondernemingsraad pleit tevens het feit dat het aantal enquêtebevoegde partijen recentelijk sterk is uitgebreid en dat het regeeringsvoornemen bestaat om hieraan nog nieuwe toe te voegen. Ten aanzien van stichtingen of verenigingen in de zorg geldt dat op basis van art. 6.2 Uitvoeringsbesluit WTZi (Wet Toelating Zorginstellingen) via de statuten aan een orgaan dat de cliënten van de instellingen vertegenwoordigt de bevoegdheid tot het verzoeken van een enquête moet worden toegekend. In de praktijk is aan deze verplichting verschillende invulling gegeven, waarbij in sommige gevallen ook de cliëntenraad via de statuten bevoegd is verklaard. Dat leidt tot een combinatie en concentratie van zowel (strategische) enquêtebevoegdheid als (ad hoc) adviesbevoegdheden ex art. 3 Wet Medezeggenschap Cliënten Zorginstellingen bij hetzelfde medezeggenschapsorgaan. Die figuur vindt men ook terug in het wetsvoorstel inzake de maatschappelijke onderneming.⁵³ Daarin wordt een nieuw medezeggenschapsorgaan geïntroduceerd, de belanghebbendenvertegenwoordiging. Dit orgaan zal volgens het voorgestelde art. 307i lid 3 onder

45. Vgl. Steef M. Bartman, Shareholder Democracy à la Dworkin, *Euro. CL* 2010, nr. 1, p. 5. Zie ook C. AE. Uniken Venema, 'Stemverboden voor AVA's van beurs-NV's, bij wijze van onmiddellijke voorziening door de OK', in: *Met Recht, liber amicorum voor Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 489.

46. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (VEB-Bank of America).

47. Zie ook de reactie van Eumedion op het Voorontwerp, waarin op p. 4 wordt gesproken van een 'ongepast voorbeeld'.

48. P.J. Verdam e.a., *Herziening van het Ondernemingsrecht*, (Rapport van de Commissie ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960), 's-Gravenhage: Staatsuitgeverij 1967, p. 66.

49. Commissie Arbeid, Onderneming en Medezeggenschap van de Sociaal-Economische Raad, Notitie consultatief overleg medezeggenschap 21 september 2009, <www.ser.nl>, p. 4.

50. Notitie Consultatief Overleg, p. 10, a.w. noot 41.

51. Kabinetsstandpunt Medezeggenschap 2009, aangeboden aan de Tweede Kamer bij brief van 7 december 2009 vanwege de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 29818-13, p. 3.

52. Zie over de eerdere bezwaren van een van ons tegen toekenning van enquêtebevoegdheid aan de ondernemingsraad S.M. Bartman, 'Verslag Congres Van der Heijden Instituut d.d. 7 en 8 november 2003: De werknemer in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2004, 24 (afl. 3), p. 79.

53. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 003, nr. 1-3.

Ondernemingsrecht

b eenmaal per jaar dienen te adviseren over het strategische beleid van de maatschappelijke onderneming. Daarnaast wordt de belanghebbendenvertegenwoordiging, door middel van een aanvulling op art. 2:346 BW, enquêtebevoegdheid toegekend. Ook hier ziet men dus dat enquêterecht en adviesbevoegdheden bij één medezeggenschapsorgaan worden ondergebracht, klaarblijkelijk zonder dat enige vrees voor misbruik van recht bestaat. Overigens wordt in het wetsvoorstel inzake de maatschappelijke onderneming ook enquête-recht toegekend aan de algemene vergadering van winstbewijshouders (bedoeld in artikel 307k lid 6), alsmede aan 'Onze Minister die het aangaat'.⁵⁴ Het aantal partijen met enquêtebevoegdheid breidt zich aldus zodanig uit, dat de ondernemingsraad daarvan in onze ogen niet langer kan worden uitgesloten. In de literatuur klinken daartoe ook steeds meer stemmen op.⁵⁵ Wij concluderen derhalve dat er (1) kennelijk onvoldoende zwaarwegende bezwaren bestaan tegen het bijeenbrengen van de bevoegdheid tot het geven van advies en het enquêterecht in één hand en (2) een uitbreiding heeft plaatsgevonden van enquêtebevoegdheid aan partijen die bij lange na niet (kunnen) beschikken over de (proces) ervaring waarop de ondernemingsraad inmiddels wel kan bogen.

Eventuele formele bezwaren tegen toekenning van dit recht aan de ondernemingsraad zijn overigens gemakkelijk te ondervangen. Het is al geruime tijd vaste jurisprudentie dat de ondernemingsraad procesbevoegdheid toekomt wanneer hij procedeert ter vervulling van een hem wettelijk opgedragen taak of toegekende bevoegdheid. Deze leer is ingezet in de jaarrekeningprocedure inzake Batco,⁵⁶ waarin de ondernemingskamer onder meer overwoog dat de bevoegdheden van een ondernemingsraad niet uitsluitend zijn geregeld in de WOR, maar ook in andere wetten. Ook staat daaraan niet in de weg dat een ondernemingsraad geen volledige rechtspersoonlijkheid heeft. Het gaat bij de jaarrekeningprocedure immers om een procedure van een ondernemingsraad tegen de ondernemer die deze raad ingevolge de WOR heeft ingesteld en die met de samenstelling van de ondernemingsraad bekend is. Bovendien zijn de bevoegdheden die de ondernemingsraad krachtens de wet toekomen, toegekend aan de ondernemingsraad als zodanig. De ondernemingsraad is dan ook als een intern orgaan van de onderneming aan te merken. De argumenten die de Ondernemingskamer in deze zaak gebruikte, gelden evenzeer voor het enquêterecht. Indien de regering ervoor zou kiezen om aan de ondernemingsraad enquêtebevoegdheid toe te kennen, ontstaat daarmee een wettelijke basis waardoor formele bezwaren tegen enquêtebevoegdheid van de ondernemingsraad, verband houdende met rechtspersoonlijkheid en procesbevoegdheid, als vanzelf zouden zijn weggenomen. Het argument van het ontbreken van eigen vermogen is evenmin een wezenlijk struikelblok. Het systeem van de wet (art. 22 WOR) gaat er immers nu al van uit dat de ondernemingsraad niet in de proceskosten kan worden veroordeeld (zonder dat dit aanleiding is geweest tot lichtvaardig gebruik van de ondernemingsraad ten dienste staande rechtsmiddelen). Die systematiek zou ook ten opzichte van het enquêterecht kunnen worden ingevoerd. Overigens komt het maar zeer weinig voor dat de Ondernemingskamer oordeelt dat ten onrechte om een enquête is

verzocht. Dat zal, naar onze inschatting, ook na toekenning van dit recht aan de ondernemingsraad niet anders zijn.⁵⁷ Daarmee verschuift de discussie over toekenning van het enquêterecht aan de ondernemingsraad naar een vraag van zuiver politieke wil of durf. Laat dat dan ook het niveau zijn waarop deze gedachtewisseling plaatsvindt.⁵⁸

5. Waarborgen tijdens de onderzoeksfase

Het is een goede zaak dat in het Voorontwerp aandacht wordt besteed aan de waarborgen tijdens de onderzoeksfase. Deze aandacht volgt op de discussie die daarover is gevoerd in de literatuur waarnaar in de toelichting op het Voorontwerp wordt verwezen.⁵⁹ Uitgangspunt bij die discussie is dat de onderzoeker zijn werkzaamheden in grote vrijheid kan en mag verrichten; art. 6 EVRM is op deze fase niet van toepassing.⁶⁰ Bezwaren tegen de wijze waarop het onderzoek is verricht dienen in de tweede fase van de enquête, de procedure ex art. 2:355 BW, naar voren te worden gebracht. De ruimte die de Ondernemingskamer dan rest om op klachten over het onderzoek in te gaan is beperkt. In wezen komt het neer op een keuze tussen het verwerpen van die klachten⁶¹ of het bevelen van een aanvullend onderzoek, al dan niet met benoeming van een nieuwe onderzoeker.⁶²

54. Zie M. Holtzer, 'Onderbenutting van rechten door werknemers?', *Ondernemingsrecht* 2009, 147 (afl. 15), E.R. Helder, 'Wetsvoorstel maatschappelijke onderneming', *WPNR* 28 november 2009/6821, S.A. Stevens, 'Maatschappelijke ondernemingen en de uitkering van winst', *WPNR* 7 november 2009/6818, T.J. van der Ploeg, 'De juridische inkadering van de maatschappelijke onderneming', in: J.G. Sijmons e.a., *Maatschappelijke ondernemingen, in het bijzonder in de zorg*, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' 2008, Deventer: Kluwer 2008, p. 133 en M. Holtzer, 'De medezeggenschap van de belanghebbendenvertegenwoordiging in de maatschappelijke onderneming', *Ondernemingsrecht* 2007, 179 (afl. 16).
55. Zie o.a. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 727, 744 en 745 en P.G.F.A. Geerts, *Enkele formele aspecten van het enquêterecht* (diss. Deventer) Deventer: Kluwer 2004, p. 80 e.v., met daarin een overzicht van de in dit kader gewisselde argumenten over en weer, die wij in deze bijdrage niet uitputtend hebben willen behandelen.
56. OK 13 november 1980, *NJ* 1981, 258.
57. De enige ons bekende zaak waarin de Ondernemingskamer heeft geoordeeld dat een enquêteverzoek niet op redelijke grond is gedaan betreft de recente uitspraak OK 4 mei 2009, *JOR* 2009/190 m.nt. G. van Solinge.
58. In veel van de op <www.internetconsultatie.nl> gepubliceerde reacties is gepleit voor toekenning van het enquêterecht aan de ondernemingsraad, althans een heroverweging op dit punt: zie de reacties van het Hugo Sinzheimer Instituut (*R.H. van het Kaar en I. Zaal*), NautaDutilh (*P. Olden, E. Hammerstein, G. Raaijmakers e.a.*), DLA Piper (*F.D. Stibbe e.a.*), Advokatenkollektief (*L. Sprengers*) en MNO (*J.A. Tang*).
59. Toelichting Voorontwerp, p. 26.
60. EHRM 19 maart 2002, *ARO* 2002, 49 (*Text Lite*).
61. De Ondernemingskamer heeft met zoveel woorden beslist dat het fundamentele beginsel van hoor en wederhoor niet van toepassing is op het onderzoek (OK 18 oktober 2004, *ARO* 2004, 130 (*Nibo*) m.nt. P.G.F.A. Geerts in *Ondernemingsrecht* 2005, 195 (afl. 16)) en het verslag (OK 22 maart 2005, *JOR* 2005/176, Van Doorn).
62. OK 19 september 2001, *JOR* 2001/224 m.nt. J.P. van den Brink (HBG); OK 18 december 2002, *ARO* 2003, 17 (*Polyplus*) m.nt. P.G.F.A. Geerts in *Ondernemingsrecht* 2003, 24 (afl. 7); OK 16 oktober 2003, *ARO* 2003, 169 (*Laurus*); OK 22 maart 2005, *JOR* 2005/175 (*ESI*) en OK 19 juni 2006, *ARO* 2006, 120 (*Meepo*). Zie verder P.M. Storm, 'Kroniek enquêterecht', *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2007-2008, Deventer: Kluwer 2008, p. 20 e.v.

Omdat het onderzoek een cruciale rol vervult in de enquête-procedure, is er in de literatuur voor gepleit om juist ook in die fase sterkere waarborgen te creëren. In dat kader is door Hermans en De Kluiver gerefereerd aan de algemene beginselen van behoorlijk onderzoek.⁶³ Hermans onderscheidt de volgende beginselen: (1) het onderzoek moet in onafhankelijkheid plaatsvinden, (2) onderzoekers behoren deskundig te zijn, (3) onderzoekers behoren zich bij hun onderzoek te beperken tot de opdracht die zij van de Ondernemingskamer hebben gekregen, (4) door onderzoekers moet het beginsel van hoor en wederhoor in acht worden genomen, (5) door onderzoekers moeten het beginsel van gelijkheid der wapenen in acht worden genomen, (6) de onderzoekers zullen bevindingen in het verslag behoorlijk moeten motiveren en (7) het onderzoek moet binnen een redelijke termijn worden afgerond. Door Blanco Fernández, Holtzer en Van Solinge is in 2004 gepoogd om in de lacune op dit terrein te voorzien door het opstellen van Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures.⁶⁴ De opstellers hebben daarmee beoogd om de positie van de onderzoeker, de inrichting van het onderzoek en de inhoud van het verslag nader te omschrijven en van waarborgen te voorzien. Deze richtlijnen worden in de praktijk door onderzoekers soms als leidraad gebruikt, maar hebben geen officiële status.⁶⁵

De opmerkingen in het Voorontwerp beperken zich tot het beginsel van hoor en wederhoor. Voor dit beginsel moet volgens de toelichting 'aandacht worden gevraagd', waarbij wordt erkend dat het verslag van de onderzoekers van wezenlijk belang is voor het oordeel van de Ondernemingskamer of sprake is van wanbeleid. Voorgesteld wordt dat degenen die in het onderzoeksverslag worden genoemd in de gelegenheid worden gesteld om kennis te nemen van de gegevens of conclusies die op henzelf betrekking hebben en daarop desgewenst commentaar te leveren (art. 2:351 lid 4 BW Voorontwerp).⁶⁶ Dit achten wij een te mager voorstel. In de eerste plaats geldt dat de discussie rond de onderzoeksfase veel breder van aard is dan alleen de toepassing van het beginsel van hoor en wederhoor. In de tweede plaats menen wij dat de invulling die aan het beginsel van hoor en wederhoor is gegeven te beperkt is. In feite komt het er alleen op neer dat de onderzoeker verplicht wordt een concept van zijn verslag aan partijen toe te zenden, die dan vervolgens ten aanzien van 'wezenlijke bevindingen' opmerkingen kunnen maken.

Wij menen dat het Voorontwerp op dit punt grondige heroverweging verdient. Daarbij zou moeten worden nagedacht over een breed kader van fundamentele waarborgen, die al dan niet bindend zouden kunnen worden ingevoerd. Daarbij moet een balans worden gevonden tussen enerzijds het gerechtvaardigde belang van een vrije uitvoering van het onderzoek en anderzijds het gerechtvaardigde belang van partijen bij een deugdelijke voortgang van het onderzoek. Ook aan andere beginselen dan dat van hoor en wederhoor zou aandacht moeten worden besteed. Hoor en wederhoor is immers méér dan alleen de gelegenheid tot het maken van opmerkingen: onderdeel van dit recht is tevens het recht op tegenspraak. De kern daarvan is dat de onderzoekers ervoor zullen moeten zorgen dat de betrokkenen zich adequaat kunnen verdedigen tegen beschuldigingen die tegen hen worden

ingebracht.⁶⁷ Bij het ontwerpen van richtlijnen of aanwijzingen voor de onderzoeker zou mogelijk inspiratie kunnen worden geput uit de zojuist genoemde Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures.⁶⁸

6. Aansprakelijkheid van door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen

Het Voorontwerp gaat terecht in op de aansprakelijkheid van door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen. Dit is een onderwerp waarover in de literatuur relatief weinig is geschreven, maar waar in de praktijk veel om te doen is. De reden voor dat laatste is dat partijen in de enquêteprocedure met regelmaat de door de Ondernemingskamer benoemde bestuurders, commissarissen of onderzoekers aansprakelijk stellen, zulks met het doel om hun optreden, althans de resultaten daarvan, te beïnvloeden. Deze functionarissen genieten wettelijk geen bescherming, terwijl zij essentiële taken in het kader van de enquêteprocedure vervullen. Jurisprudentie op dit gebied is er nauwelijks. De belangrijkste uitspraak is de zaak Zwagerman, waarin de Hoge Raad oordeelde dat met de opsomming van de voorzieningen als bedoeld in art. 2:356 BW niet in strijd is dat een benoemde commissaris zich op kosten van de vennootschap verzekert tegen aansprakelijkheid en dat de kosten in geval van aansprakelijkstelling ten laste van de vennootschap komen, nu dit ziet op de gevolgen van de getroffen voorziening bedoeld in art. 2:357 lid 2 BW.⁶⁹ Een dergelijke door de Ondernemingskamer opgelegde voorziening is overigens in de recente rechtspraak van de Ondernemingskamer weinig terug te vinden, waarschijnlijk vanwege de problemen die hieromtrent zijn ontstaan in de praktijk (zie hierna). In sommige gevallen bedingen door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen zelf een vrijwaring voor (kosten verbonden aan) aansprakelijkheid ten laste van de vennootschap. Dit vereist wel de medewerking van partijen, die er in veel gevallen niet zal zijn.

In de literatuur zijn verschillende alternatieven geopperd om tot bescherming van door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen te komen. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen de onderzoeker enerzijds en de overige door

63. R.M. Hermans, 'Het onderzoek in de enquêteprocedure', *Geschriften van de Vereniging Corporate Litigation. 2002-2003*, p. 113-173, H.J. de Kluiver, annotatie bij EHRM 19 maart 2002, *JOR* 2002/127.

64. J.M. Blanco Fernández, M. Holtzer en G. van Solinge, *Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 78, Deventer: Kluwer 2004.

65. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nummer 774 en OK 10 juni 2008, *JOR* 2008/229 m.nt. M.W. Josephus Jitta (ATR).

66. Toelichting Voorontwerp, p. 26.

67. R.M. Hermans, "'Discovery' door middel van een deskundigenbericht", *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 87, p. 301.

68. In haar reactie op het Consultatiedocument suggereert ook Nauta Dutilh dat het wenselijk is om (niet-verbindende) richtlijnen vast te stellen, waarbij zij verwijst naar genoemde publicatie (zie P. Olden, E. Hammerstein, G. Raaijmakers e.a., reactie op consultatiewetsvoorstel; zie ook A.F.J.A. Leijten, reactie Stibbe op consultatiedocument, <www.internetconsultatie.nl>).

69. HR 4 oktober 2002, ARO 2002, 160.

Ondernemingsrecht

de Ondernemingskamer benoemde functionarissen anderszids (welk onderscheid eveneens in het Voorontwerp is terug te vinden). Ten aanzien van de onderzoeker is onder meer door Hermans een wettelijke regeling bepleit waarin de Staat aansprakelijk is voor schade die procespartijen of derden lijden door fouten gemaakt door een gerechtelijk deskundige (waaronder hij mede begrijpt de onderzoeker in de enquête-procedure) bij de uitvoering van zijn opdracht.⁷⁰ De Staat zou de eventuele schade die een gerechtelijk deskundige als gevolg van de uitvoering van zijn opdracht lijdt in beginsel aan hem moeten vergoeden. Volgens Hermans oefent de rechter die een procespartij vraagt afstand te doen van zijn recht de deskundige te zijner tijd aansprakelijk te stellen onaanvaardbare druk uit op de procespartijen. De aansprakelijkheid voor het optreden van de onderzoekers zou volgens Hermans' redenering niet ongenueanceerd bij de Staat worden gelegd: opzet of grove schuld aan de zijde van de onderzoekers zou nog steeds kunnen leiden tot persoonlijke aansprakelijkheid.⁷¹ Een ander alternatief zou daaruit kunnen bestaan dat onderzoekers afgeleide immuniteit genieten, in lijn met de positie van de rechterlijke macht. Deze afgeleide immuniteit geldt bijvoorbeeld ten aanzien van onderzoekers in het kader van de parlementaire enquête, behoudens in die situaties waarin onderzoekers in eigen naam optreden.⁷² Zonder wettelijke regeling lijken er voor een dergelijke afgeleide immuniteit ten aanzien van de onderzoeker in de enquêteprocedure weinig aanknopingspunten te bestaan. Voorts is gesuggereerd dat de Staat de onderzoeker bij een aansprakelijkstelling zou moeten vrijwaren of terzijde zou moeten staan, bijvoorbeeld door hem de landsadvocaat ter beschikking te stellen.⁷³

Ten aanzien van door de Ondernemingskamer benoemde bestuurders, commissarissen of beheerders van aandelen zouden bovengenoemde suggesties mutatis mutandis evenzeer kunnen werken. Voorts is door Josephus Jitta bepleit, behalve de totstandkoming van een aansprakelijkheidsverzekering ten laste van de rechtspersoon, dat degenen die van het vennootschappelijk verband deel uitmaken slechts mogen overgaan tot (het dreigen met) aansprakelijkstelling van een door de Ondernemingskamer benoemde bestuurder of commissaris na toestemming van de Ondernemingskamer. Ten aanzien van een eventuele externe aansprakelijkheid van een door de Ondernemingskamer benoemde functionaris bestaat zijns inziens geen aanleiding voor een dergelijke gelijkstelling en zullen de in de wet vervatte disculpatiemogelijkheden een oplossing moeten bieden.⁷⁴

In het Voorontwerp is geen van deze suggesties overgenomen. In plaats daarvan beperkt de voorgestelde regeling zich tot de *kosten van verweer* van de desbetreffende functionarissen. Ten aanzien van de onderzoeker wordt overwogen dat het niet gepast is dat de onderzoeker de kosten van verweer persoonlijk draagt. Vervolgens wordt aansprakelijkheid van, althans bijstand door, de Staat afgewezen met de volgende motivering: 'Het is evenmin gepast, zoals door sommige auteurs wel is beweerd, dat de overheid deze kosten voor zijn rekening neemt. Een enquêteprocedure wordt in de regel niet gevoerd vanuit een algemeen belang.'⁷⁵

Die motivering bevredigt ons niet. Een goed functioneren van het enquêterecht als zodanig is immers wel degelijk in het

algemeen belang. Bovendien gaat het Voorontwerp eraan voorbij dat het enquêterecht niet slechts gediend is met, maar zelfs niet uitvoerbaar is zonder een goed functioneren van door de rechter benoemde personen en de beschikbaarheid van voldoende gekwalificeerd personeel van waaruit die benoemingen kunnen plaatsvinden.⁷⁶ De door de Ondernemingskamer benoemde functionaris is immers een instrument in handen van de rechter, waarbij van belang is dat het onderzoek als de kern van de enquêteprocedure heeft te gelden.⁷⁷ Dat belang is niet gediend bij de druk die uitgaat van aansprakelijkstelling en eventueel daaruit voortvloeiende beslaglegging op privévermogens van door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen. Deze bezwaren worden niet weggenomen door de enkele bepaling dat de kosten van verweer door de rechtspersoon worden gedragen. Het gaat immers om de (totale) last die voor de onderzoeker uit de aansprakelijkstelling en de daaruit voortvloeiende schadeplicht zelf kan voortvloeien, niet uitsluitend om de kosten van verweer daartegen.⁷⁸

Het Voorontwerp roept op dit punt ook praktische vragen op. Zoals gezegd zien de in art. 2:350 lid 3 BW en in art. 2:357 lid 4 BW voorgestelde regelingen op de 'redelijke en in redelijkheid gemaakte' kosten van verweer, hetgeen onmiddellijk de discussie zal oproepen over de vraag wat daaronder moet worden verstaan. Is de door de Ondernemingskamer benoemde functionaris in voorkomend geval vrij zijn eigen advocaat te kiezen? Bezwaren tegen door die advocaat te maken kosten, althans de hoogte van het uurtarief, zijn gemakkelijk door de vennootschap te maken en leiden dan tot een onzekere toestand. Daar waar aan de zijde van de vennootschap het gevoel bestaat dat de door de Ondernemingskamer benoemde functionaris bij de uitvoering van zijn taak onvoldoende haar belangen in acht neemt, zal een dergelijke discussie eerder en scherper worden gevoerd. Daarnaast blijkt uit de toelichting op genoemde voorstellen dat daarbij is uitgegaan van de veronderstelling dat de rechtspersoon hieraan in de praktijk invulling zal geven doordat hij de kosten van een aansprakelijkheidsverzekering ten behoeve

70. R.M. Hermans, 'Geen aansprakelijkheidsbeperking van door de civiele rechter benoemde deskundigen, maar aansprakelijkheid van de Staat voor door deskundigen gemaakte fouten', *WPNR* 2005/6629, p. 579-586. Zo ook L. Timmerman en D.M. Thierry, 'De onderzoeker in het vennootschappelijke enquêterecht', *Trema* april 2004, p. 220.

71. Zie G. de Groot, reactie, *WPNR* 2006/6650 met naschrift Hermans.

72. HR 28 juni 2002, *RvdW* 2002, 118 (*Van de Bunt/Salomonsen*).

73. M. Holtzer, 'De aansprakelijkheid van de onderzoeker in de enquêteprocedure', in: C.J.M. Klaassen, R.J.N. Schlössels, G. van Solinge en L. Timmerman (red.), *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, deel 25, Deventer: Kluwer 2003.

74. M.W. Josephus Jitta, 'De aansprakelijkheid van door de Ondernemingskamer benoemde bestuurders en commissarissen', in: C.J.M. Klaassen, R.J.N. Schlössels, G. van Solinge en L. Timmerman (red.), *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, deel 25, Deventer: Kluwer 2003.

75. Toelichting Voorontwerp, p. 34.

76. Zo ook W.G. van Hassel, reactie op het consultatievoorstel, <www.internetconsultatie.nl>.

77. Toelichting Voorontwerp, p. 24 en HR 27 september 2000, *JOR* 2000/217 (*Gucci*). Zie hierover A.F.M. Dorresteyn, 'Het onderzoek bij Gucci en de kern van het enquêterecht', *WPNR* 2001/6452, p. 647.

78. Zo ook G. van Solinge, 'Naar een evenwichtig enquêterecht', *WPNR* 9 januari 2010/6825.

van de onderzoeker draagt.⁷⁹ In de eerste plaats zij herhaald dat de aansprakelijkheidsverzekering beperkt is tot de kosten van verweer en niet ook de eventuele schadeplicht van de onderzoeker omvat, hetgeen het probleem van oneigenlijke druk op de door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen niet wegneemt. In de tweede plaats blijkt in de praktijk dat het moeilijk is om aansprakelijkheidsrisico's voor door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen deugdelijk, althans tegen redelijke kosten, te verzekeren. Verzekeraars zijn op zichzelf bereid om het risico van aansprakelijkheid te accepteren, maar in de regel niet dan nadat uitvoerig informatie is ingewonnen omtrent de reikwijdte van het risico. Een probleem daarbij is dat een kort daarvoor benoemde functionaris die reikwijdte nog niet kent en bovendien ook niet te lang kan wachten. Wanneer dan onduidelijkheid blijft bestaan omtrent hoogte en betaling van de premielast leert de ervaring dat 'OK-personeel' dat niet verbonden is aan een beroepsorganisatie (zoals advocaten) meestal onverzekerd blijft.

Om al deze redenen menen wij dat de hiervoor aangehaalde alternatieve suggesties ernstiger overweging verdienen. Wij menen dat overwogen zou moeten worden dat de rechtspersoon de plicht wordt opgelegd om een passende aansprakelijkheidsverzekering te sluiten, die niet alleen dekking biedt voor kosten van verweer, maar ook voor de schadevergoeding waartoe de onderzoeker mogelijk gehouden is, althans dat de rechtspersoon de kosten van een dergelijke verzekering draagt. Daarnaast zou in onze ogen de rol van de Staat moeten worden heroverwogen, in elk geval in die situaties waarin de door de Ondernemingskamer benoemde functionaris feitelijk geen dekking voor zijn aansprakelijkheid en/of kosten kan verkrijgen.

7. Enkele gemiste kansen

Wij beschouwen het als een gemiste kans dat het Voorontwerp geen enkel woord besteedt aan het fenomeen van de concernenquête en aan de vraag of ook een zogenaamde 'opwaartse enquête' tot de mogelijkheden behoort. Waar de concernenquête, sinds de erkenning ten principale daarvan door de Hoge Raad in de *Landis*-beschikking uit 2005,⁸⁰ tot zoveel vooral processuele vragen heeft geleid, kan de wetgever deze niet – wij zouden bijna zeggen 'met goed fatsoen' – blijvend ter beantwoording aan de rechter overlaten nu de kans zich voordoet hier bij wet enige helderheid te verschaffen.⁸¹ Ook over de vraag of minderheidsaandeelhouders in een dochtervennootschap om een enquête bij de moeder kunnen verzoeken, bestaat onenigheid in de literatuur.⁸² Het zou de wetgever sieren indien hij zelf hier wat knopen doorhakke.

Ten slotte lijkt het ons een gemiste kans dat het Voorontwerp geen voorstel doet tot een voor de praktijk belangrijke aanscherping van het instrumentarium van de Ondernemingskamer bij gebleken wanbeleid. Wij doelen op de uitbreiding van de rechterlijke voorzieningen genoemd in art. 2:356 BW met de mogelijkheid om een aandeelhouder definitief uit zijn aandeelhouderschap te ontzetten. In gemiddeld ruim 30% van alle enquêteprocedures bij niet-beursvennootschappen gaat het om aandeelhouders die in een patstelling verkeren, door-

gaans fifty-fifty-verhoudingen.⁸³ Voor het creëren van de mogelijkheid voor de Ondernemingskamer om na gebleken wanbeleid de veroorzaker uit de vennootschap te stoten, is al meerdere malen gepleit en uit eigen ervaring is ons gebleken dat een dergelijke voorziening in een dringende behoefte zou voorzien. Het valt aan de verzoeker om een enquête immers moeilijk uit te leggen dat hij, bij gebleken wanbeleid veroorzaakt door het onaanvaardbaar optreden van zijn medeaandeelhouder, voor een definitieve oplossing van de vennootschappelijke patstelling een nieuwe (uitstoot)procedure moet starten bij de gewone rechter, met vervolgens weer hoger beroep bij dezelfde Ondernemingskamer die hem zojuist gelijk gegeven heeft. Ook voor de Ondernemingskamer zelf moet dit frustrerend zijn.⁸⁴

De argumenten pro en contra introductie van een definitieve uitstootvoorziening in het enquêterecht zijn wel zo'n beetje bekend.⁸⁵ Het heikele punt zit in de waarborgen die de te ontzetten aandeelhouder moeten worden geboden als het gaat om zijn verweer en een billijke prijsstelling. Ons inziens zou dat kunnen door aan te knopen bij de – te wijzigen – geschillenregeling van art. 2:335 e.v. BW.⁸⁶ Een nieuw in te voeren art. 2:356a BW zou de Ondernemingskamer de mogelijkheid moeten geven om, indien de verzoeker uit het onderzoeksverslag meent te kunnen afleiden dat het wanbeleid is terug te voeren tot het gedrag van zijn medeaandeelhouder, de procedure verder voort te zetten als ware het een procedure op grond van de geschillenregeling in één feitelijke instantie, althans voor zover dit ziet op de uitstootvordering van (ontwerp-)art. 2:336 BW. Het uitstootcriterium sluit immers goed aan bij het enquêterecht omdat ook daarin het belang van de vennootschap centraal staat. Dat geldt echter niet voor het criterium dat geldt voor de uitstapvordering van (ontwerp-)art. 2:343 BW, waarin immers slechts het particuliere (vermogens)belang van de benadeelde aandeelhouder een rol speelt. Daarvoor kan verzoeker dus niet bij de Ondernemingskamer terecht. In ons voorstel wordt de medeaandeelhouder, op verzoek van verzoeker en op gezag van de Ondernemingskamer, als het ware procesrechtelijk 'geconverteerd' van belanghebbende in een enquêteprocedure tot gedaagde in een geschillenprocedure. Van een tweedefasebeschikking door de Ondernemingskamer komt het dan niet. Het verzoekschrift en het onderzoeksverslag vervangen de functie van Memorie van Grieven. In dit conversiemodel krijgt de medeaandeelhouder nogmaals de gelegenheid om

79. Toelichting Voorontwerp, p. 35.

80. HR 4 februari 2005, NJ 2005, 127, m.nt. J.M.M. Maeijer, JOR 2005/58, m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Landis*).

81. Voor een recent overzicht van deze vragen zie Bartman/Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009, p. 316 e.v.

82. Vgl. Bartman/Dorresteyn, a.w., p. 312, met verdere literatuurverwijzingen.

83. Onderzoek p. 61. De Algemene Toelichting bij het Voorontwerp verwijst op p. 4 abusievelijk naar p. 73 van het Onderzoek.

84. Zie ook de reactie op het Voorontwerp van W.G. van Hassel, par. 1.

85. Zie laatstelijk het overzicht van J.C. Schouten, *Ondernemingsrecht* 2009, 126 (afl. 13), p. 528.

86. Zie over de nieuwe geschillenregeling onder meer S.J.H.M. Berendsen en L.R.N. Mol, 'De geschillenregeling in de herkansing: van 'procesrechtelijk raar beestje' naar effectief instrument?', *V&O* 2007, afl. 12, p. 214.

Ondernemingsrecht

zich op zijn in de enquête gebleken wangedrag te verweren bij Memorie van Antwoord, mogelijk gevolgd door nadere stukkenuitwisseling en bewijsoverleg via getuigenverhoor, zij het thans in het kader van de uitkoopvordering. Aldus wordt een quasi hoger beroep ingebouwd bij een en hetzelfde rechtscollege. Ons vermoeden is overigens dat na een degelijk voorafgaand enquêteonderzoek het principaal uitstotingsverweer van de medeaandeelhouder in de geschillenfase veelal beperkt zal blijven, zeker indien aan het beginsel van hoor en wederhoor in de onderzoeksfase meer recht wordt gedaan, zoals in het Voorontwerp voorzien. In elk geval wordt op deze manier tijdswinst geboekt en wordt het frustrerende 'terug-bij-a' naar de rechtbank in eerste aanleg vermeden. Wij geven toe dat ons voorstel nog bepaald niet voldragen is. Onder meer de positie van de eventuele andere procespartijen in de aanvankelijke enquêteprocedure roept bijvoorbeeld vragen op. Ons conversievoorstel is bovendien, als wij het goed zien, een procesrechtelijke noviteit. Niettemin zou het wellicht de moeite lonen om in deze lijn ten departemente nog wat door te denken.

8. Samenvatting en conclusies

Het enquêterecht is de afgelopen decennia uitgegroeid tot zo niet het belangrijkste, dan toch in elk geval het meest dynamische onderdeel van het Nederlandse ondernemingsrecht. De enquêtebeschikkingen van de Ondernemingskamer en in cassatie die van de Hoge Raad hebben ons denken over tal van ondernemingsrechtelijke vraagstukken beslissend beïnvloed. Denk aan de omgangsvormen tussen aandeelhouders en bestuur en tussen aandeelhouders onderling, de ruimte van het bestuur om ongewenste overnames af te weren, de merites van belangenverstrengeling bij besluitvorming en vertegenwoordiging, het gewicht van het werknemersbelang en de altijd terugkerende spanningsverhouding tussen vennootschappelijk belang en concernbelang. Het enquêterecht heeft zich, kan men stellen, ontwikkeld tot de normatieve kraamkamer voor *corporate litigation* in ons land. Voorstellen tot aanpassing van het enquêterecht hebben daarom een veel ruimere impact dan alleen Afdeling 2, Titel 8 BW, zij raken ons ondernemingsrecht in het hart.

Het geschetste belang rechtvaardigt een gedetailleerde analyse van het Voorontwerp tot wijziging van het enquêterecht, zoals hiervoor gegeven. Zoveel is zeker, het enquêterecht gaat onder het mes, zij het voorzichtig. De revolutionaire voorstellen van de SER (twee feitelijke instanties, introductie *business judgment rule*) worden gelukkig niet gevolgd. Wel wordt de toegang van kapitaalverschaffers tot het enquêterecht gekoppeld aan de omvang van het geplaatste kapitaal van de vennootschap, dan wel de beurswaarde van hun aandelenbezit. Wij geven de voorkeur aan het onderscheid tussen beursvennootschappen en niet-beursvennootschappen in dit verband. Daarbij zou ook enquêtebevoegdheid kunnen worden toegekend aan rechtspersonen die een collectief belang behartigen; dat van beleggers maar mogelijk ook andere collectieve belangen (milieu, maatschappelijk verantwoord ondernemen). Toekenning van enquêtebevoegdheid aan de vennoot-

schap zelf achten wij een goede zaak, maar de gevolgen ervan zijn nog maar ten dele te overzien. In concernverhoudingen zou dit, in combinatie met een concreet instructierecht van de moeder conform het geflexibiliseerde BV-recht, tot een verdergaande juridische 'consolidering' van de moeder-dochterverhouding kunnen leiden. De keuze van de minister om de ondernemingsraad niet enquêtebevoegd te maken, delen wij niet, gegeven de ontwikkeling van de medezeggenschap in ons land. De in het Voorontwerp vervatte voorstellen om de positie van betrokkenen in de onderzoeksfase beter te waarborgen en om de dreiging van aansprakelijkheid van de onderzoeker weg te nemen, achten wij te beperkt. Dat het Voorontwerp ten slotte niets vermeldt over respectievelijk de concernenquête, de mogelijkheid van een door minderheidsaandeelhouders te initiëren opwaardse enquête en de introductie van een definitieve uitstootvoorziening, beschouwen wij als evenzovele gemiste kansen.

Mogelijk dat onze beschouwingen bij sommigen de vrees doen ontstaan voor een excessief beroep op de Ondernemingskamer in de toekomst, met name vanwege ons voorstel om ook de ondernemingsraad en representatieve collectieve belangenorganisaties bij beursvennootschappen enquêtebevoegd te maken. Wij kunnen ons die beduchtheid wel indenken. Anderzijds onderschrijven wij de mening van Van Solinge en Nieuwe Weme, zoals neergelegd in hun bewerking van het nieuwe Asser-deel, dat een beperkt gebruik van het enquête-instrument vooral afhangt van de toepassing van de bestaande regels en criteria door de Ondernemingskamer zelf.⁸⁷ Meer nadruk op de 'gegrondheid' van de gegronde reden is niet onverdedigbaar. Mogelijk dat ook een expliciete verwijzing naar het belang van de vennootschap in de toelatingsnorm van art. 2:350 BW hier kan helpen. Een gedoseerd gebruik van de door ons bepleite enquêtebevoegdheid van collectieve belangenorganisaties kan worden bevorderd door een speciaal op hen gerichte aanscherping. Het eerste lid van art. 2:350 BW zou dan als volgt komen te luiden:

De ondernemingskamer wijst het verzoek slechts toe, wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twifelen en het belang van de rechtspersoon, of het ingeroepen collectieve belang, een onderzoek bepaaldelijk vordert.

Ten slotte hopen wij dat de overheid, in verband met alle reeds toegekende en – ook buiten het kader van dit Voorontwerp – in de nabije toekomst nog in te voeren enquêtebevoegdheden en competentie-uitbreidingen van de Ondernemingskamer, tevens oog zal hebben voor de noodzaak van versterking van haar ondersteunend apparaat.

87. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nummer 727, alsmede Van Solinge, *WPNR* 2010/6825.

Mr. V.P.G. de Serière¹

Mogelijkheden tot ingrijpen door de Nederlandsche Bank N.V. bij kredietinstellingen in de pre-insolventiefase

15

Naar aanleiding van de déconfiture van DSB Bank N.V. begin oktober 2009 bespreekt de auteur het instrumentarium dat de Nederlandsche Bank als prudentieel toezichthouder ter beschikking staat om in te grijpen bij kredietinstellingen. Eerst wordt een kort overzicht gegeven van de meest relevante EU-richtlijnen. Vervolgens worden de voorwaarden en voorschriften die de Bank krachtens de Wet op het financieel toezicht preventief kan opleggen bij de vergunningverlening en bij het afgeven van verklaringen van geen bezwaar besproken. Daarna komen de bevoegdheden tot interveniëren in het eigenlijke reilen en zeilen van de kredietinstelling aan de orde. De bevoegdheden op grond van art. 1:104 Wft, art. 3:111a Wft en art. 1:75 e.v. Wft worden tegen het licht gehouden; daarbij worden suggesties tot verduidelijking en verbetering gedaan, met name waar het de functie en bevoegdheden van stille curatoren betreft. De auteur beveelt aan dat de stille curator in een vroegtijdiger stadium dan nu het geval is kan worden benoemd, en dat deze zelfstandige uitvoerende bevoegdheden krijgt. De auteur besteedt vervolgens aandacht aan de publiciteitsgevoeligheid van interventies, en de daarmee verband houdende terughoudendheid van de Bank om formeel in te grijpen. De algemene beginselen van behoorlijk bestuur komen summier aan de orde, en hier trekt de auteur de tentatieve conclusie dat deze beginselen geen substantiële belemmering hoeven te zijn bij de uitoefening door de Bank van haar toezichttaak. Ten slotte worden enkele vraagtekens geplaatst bij de duale functie die de Bank heeft als toezichthouder van en als kredietverschaffer aan noodlijdende kredietinstellingen.

1. Inleiding

Deze bijdrage geeft een kritisch overzicht van het instrumentarium dat de Nederlandsche Bank N.V. (de 'Bank') naar huidig recht ten dienste staat wanneer ingegrepen moet worden bij het reilen en zeilen van een Nederlandse kredietinstelling. De recente ontwikkelingen rond de déconfiture van DSB Bank N.V. zijn een directe aanleiding geweest om dit overzicht te geven. Niettemin zal ik niet ingaan op de specifieke maatregelen die in de voorfase van deze déconfiture door de Bank zijn genomen of hadden kunnen worden genomen. Het lopende onderzoek onder leiding van prof. mr. M. Scheltema zal die vraag hopelijk beantwoorden.² Er is sowieso onvoldoende informatie publiekelijk beschikbaar om deze specifieke vraag in deze bijdrage afdoende te kunnen bespreken.

In deze bijdrage komt het gedragstoezicht op kredietinstellingen niet aan de orde. Ook beperk ik mij tot kredietinstellingen die onder een Nederlandse bankvergunning werkzaam zijn. Ik ga eerst in op het Europese kader waarin de Bank haar prudentiële toezicht uitoefent. Ik zal vervolgens het instrumentarium zoals dat bij of krachtens de Wft aan de Bank ter beschikking wordt gesteld kritisch doornemen. Ten slotte zal ik heel kort stilstaan bij de algemene beginselen van behoorlijk bestuur waaraan interventies door de Bank zullen moeten voldoen.

2. Europees kader

Het Europese kader bepaalt in belangrijke mate de reikwijdte van de prudentiële wet- en regelgeving in Nederland. Dat kader wordt met name gevormd door Richtlijn 2006/48/EG van 14 juni 2006,³ die ik hierna zal aanduiden als de Richtlijn banken, en Richtlijn 2006/49/EG van 14 juni 2006,⁴ die ik hierna zal aanduiden als de Kapitaaltoereikendheidsrichtlijn. Door middel van deze twee richtlijnen is een aantal eerdere richtlijnen geconsolideerd. Daarnaast is er ook Richtlijn 2002/87/EG van 16 december 2002,⁵ doorgaans aangeduid als de 'Fico Richtlijn'. Deze richtlijn, die voorziet in aanvullend prudentiële toezicht op financiële conglomeraten, zal in deze bijdrage verder niet besproken worden. Ik laat de eerste twee genoemde richtlijnen summier de revue passeren in een poging de vraag te beantwoorden of de richtlijnen belemmeringen bevatten die de Bank in de weg zouden staan bij het uitoefenen van haar toezicht, of die de wet- en regelgever zouden verhinderen om de toezichtregelgeving indien nodig aan te scherpen.

Hoewel de richtlijnen geen zogenoemde horizontale rechtstreekse werking hebben, stellen zij wel de parameters vast waarbinnen de prudentiële regelgever zal moeten opereren. In het algemeen is een onderscheid te maken tussen richtlijnbepalingen die minimumnormen stellen en richtlijnbepalingen die totale harmonisatie voorschrijven. Daarnaast kent het Europese recht ook optionele harmonisatie, waar de

1. Mr. V.P.G. de Serière is advocaat te Amsterdam.

2. Voor de samenstelling en opdracht van deze commissie, zie de website <www.commissiedsbbank.nl>.

3. *PbEU* 30 juni 2006, L 177/1.

4. *PbEU* 30 juni 2006, L 177/201.

5. *PbEU* 11 februari 2003, L 135/1.

Ondernemingsrecht

keuze wordt gelaten aan het rechtssubject om zich te onderwerpen aan het geharmoniseerde richtlijnregime en het nationale wettelijke regime. Het systeem van wederzijdse erkenning wordt ook wel gezien als een vorm van harmonisatie; die brengt immers mee dat nationale regels ook over de landsgrenzen heen worden erkend. Dit werkt alleen, indien de nationale regels aan bepaalde minimumnormen voldoen, vandaar dat in het systeem van wederzijdse erkenning minimumharmonisatie in de praktijk een *sine qua non* is. In de woorden van de considerans onder (2) van de Richtlijn banken:

‘... is het noodzakelijk de hinderlijkste verschillen tussen de wetgevingen der lidstaten inzake de regeling waaraan deze instellingen zijn onderworpen, op te heffen.’

Wederzijdse erkenning, in de vorm van het Europese ‘paspoortstelsel’ voor kredietinstellingen, is uiteraard een van de hoekstenen van de Richtlijn banken.

De hierboven geciteerde passage uit de considerans geeft aan dat in zijn algemeenheid minimumharmonisatie het doel van de richtlijn is. Dit wordt nog eens bevestigd in de considerans onder (7):

‘Het is aangewezen een wezenlijke, noodzakelijke en voldoende harmonisatie tot stand te brengen om te komen tot een wederzijdse erkenning van de vergunningen en van het bedrijfseconomisch toezicht.’

Enigszins tegenstrijdig bepaalt de considerans onder (9) dat ‘gelijkwaardige financiële eisen [moeten] gelden in het belang van gelijke waarborgen voor spaarders en eerlijke concurrentieverhoudingen tussen vergelijkbare groepen kredietinstellingen’. Misschien dat deze passage veeleer een politiek karakter draagt dan een rechtsnorm omschrijft. Op sommige specifieke onderwerpen bepaalt de Richtlijn banken uitdrukkelijk dat striktere regels mogen worden vastgesteld. Tot deze onderwerpen behoren onder meer de minimumkapitaaleisen, de geschiktheid van kapitaaldeelnemers in kredietinstellingen, de mogelijkheid om maatregelen te treffen indien die kapitaaldeelnemers een prudente en gezonde bedrijfsvoering in de weg staan, minimumsolvabiliteitseisen en eisen die gesteld worden aan kapitaal deelnemingen van kredietinstellingen in andere ondernemingen. Onder (28) bepaalt de considerans voorts dat ook strengere eisen door de nationale regelgever mogen worden gesteld aan de samenstelling van het eigen vermogen van kredietinstellingen. Hetzelfde geldt voor grote postenregelingen (dat wil zeggen regelingen die beperkingen stellen aan het kredietrisico dat kredietinstellingen mogen aanhouden ten opzichte van een klant of groep klanten; zie (47) van de considerans). Het onder (53) en (54) van de considerans bepaalde geeft ten slotte aan dat aan de nationale bevoegde autoriteiten flink wat armslag wordt geboden om in te grijpen in de verhouding tussen het toetsingsvermogen en de risico's (in generieke zin) waaraan kredietinstellingen zijn of kunnen worden blootgesteld.

De eigenlijke bepalingen van de richtlijn laten eenzelfde beeld zien. Het gaat (helaas) te ver om hier in dit artikel diep op in te gaan. Ik geef wel een paar voorbeelden. De richtlijn

bevat enerzijds bepalingen die open normstellingen aangeven, anderzijds specifieke voorschriften waarbij hier en daar wordt aangegeven dat lidstaten strengere regelgeving mogen uitvaardigen. Met betrekking tot open normstellingen in de richtlijn geldt natuurlijk per definitie dat deze ruime vrijheden aan de regelgever en toezichthouder verstrekken. Art. 12 lid 2 en art. 22 lid 1 Richtlijn 2006/48/EG geven een goed voorbeeld van dergelijke open normstellingen. Art. 12 lid 2 Richtlijn 2006/48/EG bepaalt dat geen vergunning zal worden verstrekt indien de toezichthouder niet overtuigd is van de geschiktheid van de aandeelhouders van de instelling. Art. 22 lid 1 Richtlijn 2006/48/EG bepaalt dat de toezichthouder erop zal moeten toezien dat kredietinstellingen onder meer heldere organisatiestructuren en rapportagelijnen en adequate AOIC⁶-structuren aanhouden. Art. 22 lid 2 Richtlijn 2006/48/EG schrijft vervolgens voor dat deze structuren integraal zullen moeten gelden en proportioneel zullen moeten zijn aan de aard, omvang en complexiteit van de activiteiten van de kredietinstelling. Art. 123 en art. 124 Richtlijn 2006/48/EG bevatten de in zeer algemene termen verwoorde uitgangspunten voor het zogenoemde ‘pijl 2-toezicht’; dit toezicht komt hierna in punt 4 onder (ii) aan de orde. Krachtens art. 136 Richtlijn 2006/48/EG kunnen de solvabiliteitseisen nog eens verder worden aangescherpt door de toezichthouder in het geval een kredietinstelling zich niet aan de eisen zoals verwoord in de richtlijn houdt. Hier hebben de nationale toezichthouders aldus een ruime mate van discretie. Weliswaar mag die discretie niet discriminatoir worden uitgeoefend, maar hier wordt geen volledige harmonisatie nagestreefd.

De Kapitaaltoereikendheidsrichtlijn laat een vergelijkbaar beeld zien. Paragraaf (4) van de considerans brengt tot uitdrukking dat alleen minimumharmonisatie wordt beoogd ‘welke noodzakelijk en voldoende is om de wederzijdse erkenning van de vergunningen en van de stelsels van bedrijfseconomisch toezicht tot stand te brengen’. In paragraaf (8) van de considerans en art. 1 lid 2 Richtlijn 2006/48/EG wordt uitdrukkelijk bevestigd dat het de lidstaten is toegestaan stringenter regels dan die van deze richtlijn vast te stellen.

Volledigheidshalve merk ik nog op dat art. 58 lid 1 onder b EG-Verdrag toestaat, onder meer met betrekking tot het bedrijfseconomisch toezicht op financiële instellingen, dat de lidstaten maatregelen nemen die op grond van de openbare orde of de openbare veiligheid gerechtvaardigd zijn. Het gaat hier vooral om een uitzondering op het beginsel van het *level playing field* voor kredietinstellingen uit andere lidstaten die met gebruikmaking van het paspoortstelsel in het gastland opereren. Overigens heeft de EU-Commissie over dit onderwerp een interpretatieve communicatie⁷ uitgevaardigd, die de voorwaarden omschrijft waarbinnen een dergelijk beroep op het algemeen belang mogelijk zou moeten zijn. Van het bovenomschreven palet van richtlijnvoorschriften kan concluderend niet gezegd worden dat zij de nationale

6. Het acroniem AOIC staat voor administratieve organisatie en interne controle. Zie in dit verband art. 3:17 Wft en art. 17 e.v. Besluit prudentiële regels Wft.

7. SEC(97)1193, def. d.d. 20 juni 1997.

toezichthouders in een strak keurslijf dwingen voor wat betreft het prudentiële toezicht op kredietinstellingen. Integendeel, zij geven de toezichthouder van het thuisland ruime armslag om in te grijpen in kredietinstellingen die aldaar gevestigd zijn.⁸ Minstens zo belangrijk is de constatering dat er geen belemmeringen zijn om zo nodig de Nederlandse wet- en regelgeving aan te scherpen.

3. Bevoegdheden tot ingrijpen krachtens de Wft op grond van de voorwaarden tot vergunningverlening

In zekere mate worden de bevoegdheden tot ingrijpen door de Bank bepaald ten tijde van de vergunningverlening aan de kredietinstelling. Art. 1:102 Wft bepaalt dat aan vergunningen voorschriften kunnen worden verbonden en beperkingen gesteld 'met het oog op de belangen die het desbetreffende deel beoogt te beschermen'.⁹ Deze belangen zijn ruim omschreven, zodat de bevoegdheid van de Bank als vergunningverlenende instantie tot het opleggen van voorschriften en beperkingen evenredig ruim is (zij het dan altijd met inachtneming van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur). Deze voorschriften en beperkingen kunnen allerlei terreinen bestrijken. Zo is denkbaar dat de aanvragende instelling beperkt wordt in zijn werkterrein. De Bank zou kunnen voorschrijven dat bepaalde werkzaamheden niet mogen worden uitgeoefend, of slechts tot een bepaald plafond. De Bank zou additionele kapitaaleisen kunnen stellen (bijvoorbeeld van de instelling kunnen eisen dat in bepaalde omstandigheden additioneel toetsingsvermogen wordt aangehouden), en dividendrestricties kunnen opleggen. Daarnaast zou de Bank bijzondere eisen kunnen stellen aan het management, zowel op het niveau van bestuur en raad van commissarissen als in het echelon daaronder. In de motivering van dit soort voorschriften zal wel heel duidelijk door de toezichthouder moeten worden aangegeven wat de bijzondere reden is voor het opleggen van dergelijke voorschriften en beperkingen. Maar met name bij nieuwe 'niet-systeem' banken zonder relevante track record kan het motiveren van strikte vergunningvoorwaarden geen zware opgave zijn. Het zal interessant zijn om te zien of de Bank bij het verlenen van de vergunning aan DSB Bank dergelijke voorschriften en beperkingen heeft opgelegd.¹⁰

De Bank kan op grond van art. 1:104 Wft ook na de vergunningverlening voorschriften en beperkingen opleggen, zij het alleen in de aldaar limitatief opgesomde en vrij beperkte gevallen. De vraag is of die opsomming niet al te beperkt is. Er valt veel voor te zeggen deze bepaling wat verder te verruimen, bijvoorbeeld door een restcategorie gevallen op te nemen die omschreven zou kunnen worden als

'[indien] er zich omstandigheden voordoen die naar het oordeel van de toezichthouder meebrengen dat de bestaande vergunning en daaraan verbonden voorschriften en beperkingen niet of onder andere voorwaarden, voorschriften of beperkingen zou zijn verleend indien met die omstandigheden bij de vergunningverlening of bij de vaststelling van die voorschriften of beperkingen rekening was gehouden.'

Met een dergelijke *cautouchou*-bepaling wordt de vergunning van kredietinstellingen een *work in progress*, met andere woorden deze evolueert of devolueert mee met de ontwikkelingen die de kredietinstelling doormaakt. Wordt hiermee de rechtszekerheid van de vergunninghoudende kredietinstelling aangetast? Zeker; maar indien de Bank haar bevoegdheden ter zake met inachtneming van de relevante algemene beginselen van behoorlijk bestuur uitoefent, zou dit vermoedelijk niet bezwaarlijk hoeven te zijn. Het verruimen van de bevoegdheden van de Bank zoals hierboven is voorgesteld, zou een aanzienlijk bredere rechtsgrond tot ingrijpen geven. Ik verwijs in dit verband ook naar mijn opmerkingen in punt 6 hierna over de wenselijkheid dat de Bank meer transparant sturend optreedt.

Van belang is ook om vast te stellen dat de hierboven besproken voorschriften en beperkingen ook kunnen worden opgelegd bij het verlenen van verklaringen van geen bezwaar aan aandeelhouders. Indien een aandeelhouder een deelneming verkrijgt, vergroot of verlaagt in de kredietinstelling, kan de toezichthouder dus voorschriften geven of beperkingen stellen. Deze voorschriften en beperkingen zullen dan wel verband moeten houden met de (verandering in de) kapitaalstructuur van de kredietinstelling, en zullen moeten aansluiten op de weigeringsgronden genoemd in art. 3:100 Wft en art. 3:101 Wft. Deze gronden zijn echter ruim verwoord. Zo spreekt art. 3:100 Wft onder a. over de situatie waar 'een gezonde en prudente bedrijfsvoering (...) in gevaar komt', en onder b. over het geval dat de deelneming zou kunnen leiden tot 'een ongewenste ontwikkeling in de financiële sector'. Hier wordt aan de toezichthouder dus behoorlijk ruime armslag gegeven.¹¹ Een enkele opmerking over de deskundigheid van de beleidsbepalers van de kredietinstelling is op zijn plaats. Art. 3:8 Wft bepaalt dat het dagelijks beleid wordt bepaald door personen die deskundig zijn in verband met de uitoefening van het bedrijf van de kredietinstelling. Waarom zou deze deskundigheidseis alleen moeten gelden

8. Iets heel anders is dat de toezichthouder in het gastland beperktere mogelijkheden heeft, gezien de verdeling van bevoegdheden tussen de toezichthouder van het thuisland en die van het gastland onder het zogeheten paspoortstelsel. Met deze problematiek worstelde DNB in de kwestie van het Icesave-product van Landsbanki. Zie voor deze kwestie het Rapport d.d. 11 juni 2009 inzake de bevoegdheden van de Nederlandsche Bank inzake Icesave, te vinden op de website van het Ministerie van Financiën, alsook schrijver van deze bijdrage in *Ondernemingsrecht* 2009, 130 (afl. 13), p. 549 en 550. Maar het toezicht op de kredietinstellingen die vanuit het thuisland (al dan niet door middel van een branch) in Nederland werkzaam zijn, is niet het onderwerp van deze bijdrage.

9. Met het merkwaardige woord 'deel' wordt in dit verband het Deel Prudentiële toezicht financiële ondernemingen van de Wft bedoeld.

10. In het *Financieel Dagblad* van 21 november jl., in een artikel met de titel 'Tandeloos toezicht', staat op p. 14 vermeld (overigens zonder bronvermelding) dat de bankvergunning voor de 'DSB groep' destijds in 2005 door DNB onvoorwaardelijk is verleend.

11. Die armslag zal helaas voor een deel weer worden weggenomen bij implementatie van Richtlijn 2007/44/EG. Zo zal er geen ruimte meer zijn om het criterium van 'een ongewenste ontwikkeling van de financiële sector' te behouden. Het desbetreffende wetsvoorstel ter implementatie van deze Richtlijn is nu in de consultatiefase.

Ondernemingsrecht

voor degenen die het 'dagelijks beleid' bepalen? Het begrip 'dagelijks beleid' is onduidelijk en kan eng worden geïnterpreteerd.¹² Ik zou er een voorstander van zijn de reikwijdte van art. 3:8 Wft wat op te rekken, zodat die bepaling ook de meer algemene beleidsmatige besluitvorming betreft en ook van toepassing is buiten de smalle kring beleidsbepalers. Het valt op dat art. 3:8 Wft en volgende (alsook de uitvoerende bepalingen van art. 5 e.v. Besluit prudentiële regels Wft) meer de nadruk leggen op integriteit dan op deskundigheid. Er worden gelukkig stappen ondernomen om deze onevenwichtigheid uit de weg te ruimen; in de brief van de Minister van Financiën aan de Voorzitter van de Tweede Kamer d.d. 24 augustus 2009 wordt al gerefereerd naar een nieuw door de Bank ontwikkeld 'normenkader voor deskundigheidstoetsing'. Daarnaast bevat de nieuwe Code Banken¹³ van 9 september jl., die natuurlijk geen kracht van wet heeft maar waarvan het 'comply or explain'-uitgangspunt naar aangenomen mag worden wettelijke verankering krijgt, eisen met betrekking tot de deskundigheid van leden van de raad van commissarissen en de raad van bestuur. De Code voorziet er zelfs in dat beide colleges aan een soort *éducation permanente* worden onderworpen. Maar ook onder het huidige wettelijke regime van de Wet op het financieel toezicht kan de Bank optreden om zorg te dragen dat het bestuur van een kredietinstelling wordt bemand door deskundige, ervaren bankiers.

4. Doorlopende bevoegdheden tot ingrijpen

Art. 3:15 e.v. Wft, uitgewerkt in art. 17 e.v. Besluit prudentiële regels Wft, geven voorschriften omtrent de structurering en inrichting van de kredietinstelling. Deze uitwerking spitst zich toe op de bedrijfsvoering en op het risicomanagement. Art. 3:18a Wft bepaalt in verband hiermee dat de Bank periodiek:

- (a) de bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's;
- (b) de integriteit (het gaat dan om de integriteit van het handelen van de instelling en niet om de integriteit van de bankiers zelf); en
- (c) de soliditeit evalueert.

Mocht die evaluatie negatief uitvallen, dan staat de Bank een breed scala van bevoegdheden ter beschikking:

- (i) de Bank kan op grond van art. 1:104 lid 1 sub d Wft de vergunning wijzigen, geheel of gedeeltelijk intrekken of beperken, dan wel daaraan nadere voorschriften verbinden. Men bedenke hierbij dat de beoordeling of de kredietinstelling voldoet aan de bepalingen van art. 3:15 e.v. Wft in beginsel aan de Bank is voorbehouden; omdat het hier veelal toch open normstellingen betreft (zie bijvoorbeeld art. 3:17 lid 1 Wft: de kredietinstelling 'richt de bedrijfsvoering zodanig in dat deze een beheerste en integere uitoefening van haar onderscheidenlijk zijn bedrijf waarborgt'), heeft de Bank ook hier flink wat vrijheid om de praktische betekenis van die algemene normstelling in te vullen. Dit is een belangrijk punt, omdat dit voor de Bank een omvangrijker mogelijkheid tot ingrijpen opent dan wanneer er sprake moet zijn van overtreding van concrete voorschriften. Daar staat dan natuurlijk wel tegenover dat bestuursrechtelijk zware eisen worden gesteld aan (het

motiveren van) interventies bij beweerde overtredingen van open normstellingen.

- (ii) de Bank kan interveniëren op grond van het in art. 3:111a Wft gestelde.¹⁴ Lid 1 van dit artikel geeft de Bank de bevoegdheid om bij inbreuken op de bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht gestelde eisen bepaalde limitatief opgesomde maatregelen te treffen. Het betreft hier het zogenoemde pijler 2-toezicht, ter uitvoering van art. 136 Richtlijn banken.¹⁵ Dit toezicht omvat de beoordeling van de kapitaaltoereikendheid (het zogeheten *Internal Capital Adequacy Assessment Process*, in de wandelgangen doorgaans aangeduid als ICAAP) die door de kredietinstellingen zelf wordt verricht en aan de Bank wordt voorgelegd alsmede de periodieke evaluatie daarvan (het zogeheten *Supervisory Review and Evaluation Process*, afgekort als SREP). De Bank kan, in het geval de kredietinstelling zich niet aan 'de eisen met betrekking tot de bedrijfsvoering en het toetsingsvermogen' houdt, verlangen dat het toetsingsvermogen¹⁶ wordt opgeschroefd, dat een bepaald voorzieningenbeleid wordt gevoerd, of dat risico's worden beperkt. Lid 2 van dit artikel bepaalt dat als de Bank van oordeel is dat een beheerste en duurzame dekking van de risico's niet is gewaarborgd, een hoger toetsingsvermogen kan worden voorgeschreven. Voorwaarde voor de toepassing van lid 2 is dat er geen andere maatregelen voorhanden zijn die ertoe kunnen leiden dat binnen een redelijke termijn wordt voldaan aan het ingevolge art. 3:17 Wft bepaalde. Deze voorwaarde geldt overigens niet bij toepassing van lid 1. Het is onduidelijk of de wetgever dit zo bedoeld heeft; vermoedelijk moeten deze bepalingen van art. 3:111a Wft zo worden uitgelegd dat lid 2 derogeert aan lid 1.

De Bank kan tenslotte over de meer algemene bevoegdheden beschikken die haar in art. 1:75 Wft en art. 1:76 Wft zijn verleend. Krachtens art. 1:75 lid 1 Wft kan de toezichthouder aan de kredietinstelling binnen een bepaalde redelijke termijn op te volgen aanwijzingen geven om op specifieke punten een bepaalde gedragslijn te volgen. Aanwijzingen in deze categorie kunnen alleen worden gegeven bij het niet voldoen aan het bij of krachtens de Wft bepaalde. Art. 75 lid 2 Wft bepaalt vervolgens dat bovenbedoelde aanwijzing ook gegeven kan worden als wellicht nog geen sprake is van inbreuken, maar

12. Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 10; de minister geeft wel enige steun aan een enge interpretatie: 'Tot de personen die het dagelijkse beleid bepalen worden normaal gesproken de bestuurders gerekend. Het gaat om degenen die de beleid- en besluitvorming gericht op het dagelijks daadwerkelijk uitoefenen van het bedrijf (...) bepalen. Voor het bepalen van de groep te toetsen personen zal dus niet slechts naar de juridische structuren moeten worden gekeken, maar ook naar degenen die feitelijke invloed hebben op de beleidsvorming.'

13. Te vinden op de website van de Nederlandse Vereniging van Banken, <www.nvb.nl>.

14. Zie voor een uitvoerige en heldere behandeling van art. 3:111a Wft E.P.M. Joosen in *Toezicht Financiële Markten*, aant. 6 bij art. 3:111a Wft.

15. Zie ook de Toezichthouderhandleiding bij het Supervisory Review & Evaluation process (SREP), d.d. april 2007, te vinden op de website van de Bank, waarin staat beschreven hoe de zogeheten pijler 2-evaluatie door de Bank zal worden uitgevoerd bij kredietinstellingen.

16. Zie art. 3:57 Wft in samenhang met art. 59 e.v. Besluit prudentiële regels Wft.

indien en wanneer de Bank 'tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit of de liquiditeit (...) in gevaar kunnen (sic, moet denk ik zijn 'kan') brengen'. De uitdrukking *een bepaalde gedragslijn te volgen* in lid 1 van art. 1:75 Wft lijkt te impliceren dat de aanwijzing niet zozeer (of niet alleen) een eenmalige correctie van een misstand beoogt, maar veeleer doelt op beleidsmatige kwesties. Het zou verstandig zijn indien de wetgever verduidelijkt dat de aanwijzing ook specifiek te nemen maatregelen mag betreffen. De aanwijzingen die de Bank ingevolge het in art. 1:75 Wft bepaalde bevoegd is te geven, kunnen een veelheid van door de kredietinstelling te nemen maatregelen omvatten, zoals het reduceren van (een of meer onderdelen van) de bedrijfsvoering of het afstoten van bedrijfsmiddelen – ook al moet toegegeven worden dat die maatregelen op zichzelf beschouwd niet als een gedragslijn kwalificeren. Een open vraag is of langs deze weg ook verhoging van het toetsingsvermogen kan worden afgedwongen, of dat daartoe de route van art. 3:111a Wft moet worden gevolgd. De wetgever zou er goed aan doen deze onduidelijkheid weg te nemen.

De door de Bank gegeven aanwijzingen mogen, aldus lid 3 van art. 1:75 Wft, niet strekken tot aantasting van overeenkomsten tussen de kredietinstelling en derden. Men kan zich afvragen of deze beperking ook zou moeten gelden voor rechtsbetrekkingen tussen de kredietinstelling en gelieerde partijen, zoals aandeelhouders en groepsmaatschappijen. Met name wanneer rechtsbetrekkingen met gelieerde partijen op onereuze leest zijn geschoeid of aan een noodzakelijke versterking van de kredietinstelling in de weg staan, kan hieraan behoefte bestaan. Indien veiliggesteld kan worden dat de aanwijzing zo nodig vertrouwelijk kan blijven is er mijns inziens geen reden om deze verruimde bevoegdheid niet aan de Bank te geven.

Art. 1:75 Wft voorziet er ook in dat aan aandeelhouders van de kredietinstelling aanwijzingen gegeven kunnen worden. Of de Bank van deze laatstbedoelde bevoegdheid bij DSB Bank of andere probleemgevallen gebruik heeft gemaakt, is mij niet bekend. Hoever mogen deze aanwijzingen aan aandeelhouders gaan? Aannemelijk lijkt mij dat het hier met name moet gaan om herstel van de inbreuk op het bij of krachtens de Wft bepaalde, en dan alleen voor zover die inbreuk de aandeelhouders aangaat. Het blijft echter gissen naar de reikwijdte van deze bevoegdheid. Mag een aanwijzing gegeven worden aan aandeelhouders om additionele *funding* ter beschikking te stellen, of om hun aandelen aan een derde over te dragen? Om te zorgen dat raad van bestuur en raad van commissarissen naar behoren zijn samengesteld, of dat aan aandeelhouders gegeven financiële steun (in bijvoorbeeld de vorm van leningen aan aandeelhouders of bij hen uitgezette deposito's) wordt stopgezet of teruggedraaid? De wetgever zou er goed aan doen ook dit punt op te helderen, maar ik zie eigenlijk geen goede reden om deze bevoegdheid van de Bank restrictief op te vatten.

De correlatie tussen art. 1:104 Wft, art. 3:111a Wft en art. 1:75 Wft is niet geheel duidelijk; er is flink wat overlap. De Bank heeft aldus binnen de grenzen die deze artikelen zelf stellen in een gegeven situatie de vrijheid¹⁷ om te kiezen voor die rechtsgrondslag die haar de nodige armslag geeft.

5. 'Stille' curatele

Art. 1:76 Wft regelt de zogeheten 'stille' curatele:¹⁸ De wet onderscheidt twee situaties waarin deze curatele kan worden ingesteld:

- (i) als de kredietinstelling niet voldoet aan hetgeen ingevolge deze wet is bepaald. Oorspronkelijk was het de bedoeling van de wetgever om de overtredingen ter zake waarvan een curator kon worden benoemd limitatief op te sommen. Dit uitgangspunt heeft de wetgever verlaten, maar de wetsgeschiedenis maakt wel duidelijk dat de toezichthouder terughoudend moet zijn met dit instrument. Het zou slechts ingezet moeten worden bij 'ernstige normovertredingen', waarbij het veelal zal 'gaan om een instelling die meerdere overtredingen in een relatief kort tijdsbestek heeft begaan en waarbij de inrichting van de bedrijfsvoering zodanig is dat deze daar debet aan is'.¹⁹ Lid 2 van art. 1:76 Wft stelt nog additionele voorwaarden: een stille curator kan niet worden benoemd in het geval (a) er eerst een aanwijzing is gegeven als bedoeld in art. 1:75 lid 1 Wft die niet is opgevolgd, (b) het adequaat functioneren van de kredietinstelling door de overtreding ernstig in gevaar kan worden gebracht, of (c) de belangen van consumenten ernstig in gevaar kunnen worden gebracht. Dus alleen in het onder (a) bedoelde geval moet er eerst een aanwijzing zijn gegeven. In de onder (b) en (c) bedoelde gevallen is dat niet nodig, maar moet de kredietinstelling wel tevoren worden gehoord.
- (ii) ook als er nog geen overtreding van het ingevolge de Wft bepaalde is geweest, kan ingevolge art. 1:76 lid 3 Wft de curatele worden opgelegd indien de Bank *'tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit of de liquiditeit (...) in gevaar kunnen (sic) brengen'*. Volgens lid 4 kan de curatele alleen worden ingesteld indien ofwel aan een gegeven aanwijzing van de Bank geen gevolg is gegeven ofwel *onverwijld ingrijpen* noodzakelijk is. Men kan zich afvragen of deze laatste eis wel nodig is. Situaties zijn denkbaar dat het erg nuttig is een stille curatele in een vroegtijdiger stadium in te stellen, zelfs al is er nog geen directe noodsituatie. (Het is dan natuurlijk altijd mogelijk in een vroeg stadium aanwijzingen te geven die dan uitmonden in curatele, maar als die aanwijzingen eigenlijk *de facto* zinloos zijn, lijkt het tegen-natuurlijk om die weg te moeten bewandelen). Er is vaak veel tijd nodig om te bezien of en hoe de kredietinstelling er weer goed bovenop geholpen kan worden; het lijkt mij

17. Dit wordt in de wetsgeschiedenis bevestigd, zie *Kamerstukken II 2003/04*, 29 708, nr. 3, p. 42; en *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 3, p. 29.

18. Zie over het instituut van de stille curatele onder meer G.P. Roth, 'De stille curator in de Wet op het financieel toezicht', *FR* 2006, p. 289 e.v.; R. Geskes en H.B. de Vries, 'De stille curator', *TvC*, nr. 2, p. 25 e.v.; A.L. Leuftink en C.J. Groffen, 'Enkele kanttekeningen bij de 'stille curatele' onder de Wtb', *TVVS*, nr. 94/10, p. 266 e.v. Het begrip 'stille' curatele wordt overigens door de wetgever niet gebruikt. Maar in het dagelijkse spraakgebruik wordt dit eertijds wettelijke begrip nog steeds gebezigd.

19. *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 19, p. 410.

Ondernemingsrecht

alleszins de moeite waard om verder te onderzoeken of deze verruiming van het instituut inderdaad wenselijk is. Wat zijn nu eigenlijk de bevoegdheden van de curator? Het benoemingsbesluit moet aangeven, aldus art. 1:76 lid 5 Wft, door welke belangen hij zich moet laten leiden. Na zijn benoeming mogen de organen en vertegenwoordigers geen handelingen verrichten dan na zijn goedkeuring te hebben verkregen en 'met inachtneming van de opdrachten van de curator'. Met deze bepalingen is nog niet gepreciseerd wat de bevoegdheden van de curator zijn. Zeker zal hij ten behoeve van het herstel van de gewraakte situatie opdrachten aan het bestuur mogen geven en deze opdrachten zullen dan in acht genomen moeten worden (waarbij opgemerkt zij dat 'in acht nemen' iets heel anders betekent dan 'uitvoeren'). Kan hij verlangen dat aanvullend eigen of vreemd vermogen wordt aangetrokken? Dat door middel van securitisaties balansop-schoning plaatsvindt? Dat bedrijfsonderdelen (of zelfs de hele onderneming van de kredietinstelling) worden afgestoten? Dat onderdelen (of het geheel) van de bedrijfsvoering worden gestaakt? De wetgever laat zich niet hierover uit. Het lijkt mij dat ook dit soort ingrijpende acties zouden moeten kunnen worden afgedwongen. De opvatting dat deze maatregelen eigenlijk alleen in de context van de noodregeling zelf kunnen worden genomen, vindt in de wetsgeschiedenis geen duidelijke grondslag.

Mag de curator zelfstandig extern optreden met voorbijgaan van het bestuur (of andere organen) of vertegenwoordigers van de kredietinstelling? De huidige regeling geeft hiertoe geen ruimte. De curator heeft altijd de medewerking van het management nodig bij externe rechtshandelingen. Natuurlijk is die medewerking voorgeschreven, en wel in beginsel op straffe van hoofdelijke aansprakelijkheid (zie art. 1:76 lid 6 sub d Wft); het zou voor de curator beter zijn indien hij ook onafhankelijk van het zittende management kan optreden. Het 'stille' karakter van de curatele maakt het doorgaans onwenselijk dat de curator naar buiten toe optreedt, maar omstandigheden zijn denkbaar dat dit niet bezwaarlijk is of zelfs aan te bevelen zou zijn.²⁰ Wanneer de curatele aan de buitenwereld bekend is, heeft dit als consequentie dat de goedkeuringsbevoegdheid van de curator externe werking krijgt. Art. 1:76 lid 6 sub e Wft bepaalt dat bij ontbreken van goedkeuring de desbetreffende rechtshandelingen vernietigbaar zijn indien de wederpartij hiervan op de hoogte was of had behoren te zijn. Dan is het nog maar een betrekkelijk kleine stap om de curator een externe werkende zelfstandige bevoegdheid te geven. Het spreekt voor zich dat die bevoegdheid dan alleen in overleg met het zittende bestuur mag worden uitgeoefend.

Een andere lacune is dat de toezichthouder in de wettelijke regeling niet de bevoegdheid heeft gekregen om de curator specifieke aanwijzingen en opdrachten te geven. De curator zal natuurlijk praktisch gesproken de wensen van de Bank ter harte nemen (de Bank kan de stille curator ook te allen tijde vervangen), maar het zou beter zijn indien de wetgever de Bank hier uitdrukkelijk een actievare formele rol had toebedacht. Het benoemingsbesluit zal de curator aangeven door welke belangen hij zich moeten laten leiden, maar dat is toch heel wat anders dan het geven van specifieke opdrachten en aanwijzingen tijdens de rit. Zou ook de Minister van Financiën

de bevoegdheid moeten hebben om aan de curator opdrachten en aanwijzingen te geven? Aan de minister is in het geheel van het prudentiële toezicht überhaupt slechts een magere rol toebedeeld.²¹

Ik heb in het bovenstaande aangegeven hoe aan het instituut van de curatele met enkele betrekkelijk eenvoudige wettelijke ingrepen een wat bredere en flexibeler basis kan worden gegeven. Daarmee zou naar mijn inzicht dit instituut een wat grotere kans hebben een wezenlijke bijdrage te leveren aan de continuïteit van de wankelende kredietinstelling. Krijgen curatoren daarmee te veel discretionaire bevoegdheid? Ik meen van niet; er zijn voldoende *checks and balances*.

6. Het publiek bekend worden van ingrepen

Het publiek bekend worden van interventies kan leiden tot onverwachte en moeilijk beheersbare reacties van de buitenwereld. Dit probleem blijkt remmend te werken op de bereidheid van de Bank om formeel in te grijpen.²² Een (gedeeltelijke) oplossing kan zijn om de kring van personen voor wie een stringente geheimhoudingsplicht geldt uit te breiden, zodat binnen die kring doorgevoerde maatregelen niet publiek bekendgemaakt mogen worden. Aan deze oplossing wordt door DNB in samenspraak met Financiën gewerkt. Dit staat wel haaks op de gerechtvaardigde wens van de *stakeholders* van de kredietinstelling (met name klanten en aandeelhouders) om goed en volledig geïnformeerd te zijn. Voor dit dilemma bestaat geen evenwichtige oplossing. Maar wellicht moeten wij wel toe naar een bankensector waar het publiek meer bewust inzage krijgt in de financiële risico's waaraan de bank aan wie zij haar deposito's toevertrouwt is blootgesteld, en waar klanten en andere *stakeholders* er vertrouwd mee raken dat de Bank steeds actief sturend kan optreden. Naarmate dat optreden veelvuldiger voorkomt en transparanter wordt, des te meer zal het een geaccepteerd fenomeen in de bancaire sector worden. Juist het feit dat de Bank traditioneel zo terughoudend is geweest in het opleggen van formele maatregelen²³ geeft aan die maatregelen als ze eenmaal genomen worden een zo zware lading.

De terughoudendheid van de Bank om formeel in te grijpen is begrijpelijk, maar tegelijk zorgwekkend. Gezien de sterk toegenomen juridificering van onze samenleving kan er vrees ik

20. Dit wordt in de wetsgeschiedenis bevestigd: *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 44.

21. Deze beperkte betrokkenheid blijkt uit art. 1:93a Wft.

22. In zijn speech van 19 november jl., te vinden op de website van de Bank, zegt de President van de Bank: 'Ook bij banken kan meestal veel worden bereikt zonder direct ons mes te trekken. Bijvoorbeeld door in de informele sfeer eens een stevig gesprek te voeren of een waarschuwing af te geven. Een dwingende, formele ingreep kan nodig zijn, maar ook contraproductief werken, bijvoorbeeld omdat de actie uitlokt en de bank te maken krijgt met een destabiliserende marktreactie zoals een bank run.'

23. De traditionele opvatting binnen de Bank is lange tijd geweest dat indien formele maatregelen genomen moesten worden, het toezicht al had gefaald; met andere woorden, het toezicht moet zich idealiter in de informele sfeer voltrekken.

steeds minder op gerekend worden dat effectief met een 'stevig gesprek' door de Bank bijgestuurd kan worden.^{24, 25} De Icesave-perikelen bevestigen dit ook wel.²⁶ Zonder af te willen doen aan het nut van de meer informele overredingskracht van de Bank, lijkt een zekere verdere formalisering van de verhoudingen tussen de Bank en haar justitiabelen niet alleen onafwendbaar, maar ook nodig.

7. Acceleratieproblemen

Ruim verwoorde *events of default*-clausules in kredietovereenkomsten en obligatieleningen betekenen dat de instelling van de curatele verzuim oplevert op grond waarvan uitstaande schulden onmiddellijk opgeëist kunnen worden. Uiteraard geldt dit *a fortiori* in het geval een kredietinstelling wordt genationaliseerd (waarvoor wij in Nederland nog geen wettelijk kader hebben) of overgenomen. Meestal zal de kredietinstelling (als geldnemer) de contractuele verplichting hebben zijn geldgevers op de hoogte te stellen indien en zodra een verzuim is ingetreden. Onmiddellijke opeisbaarheid is bovendien een omstandigheid die onverwijld moet worden openbaar gemaakt op grond van art. 5:25i Wft (aannemende dat de instelling een vennootschap is waarop deze informatieplichten van toepassing zijn). Acceleratie, die zich epidemisch kan uitbreiden door de dikwijls overeengekomen *cross default*-bepalingen, zou de definitieve doodsteek kunnen betekenen voor de desbetreffende kredietinstelling. Dit dilemma is moeilijk oplosbaar. Denkbaar is dat de wetgever bepaalt dat dit soort clausules bij interventies buiten toepassing blijven,²⁷ of dat deze alleen met voorafgaande goedkeuring van de Bank mogen worden toegepast. Een mogelijke variatie is dat een dergelijk wettelijk regime van toepassing kan worden verklaard in specifieke (kredietcrisisachtige) omstandigheden indien de Bank (of de Minister van Financiën) dit wenselijk acht voor de continuïteit en stabiliteit van de sector. In dit laatste geval zou dit regime dan bij een volgende kredietcrisis in het leven geroepen kunnen worden (dan is dit wapen niet inzetbaar bij geïndividualiseerde probleemsituaties, maar dat lijkt ook niet echt nodig).

Maar er zijn lastige hobbels die genomen moeten worden. Hoe kun je in een gegeven geval effectief uitvoering geven aan een dergelijke wettelijke regeling als het 'geheim' van de curatele c.q. overname nog niet wereldkundig gemaakt mag worden? Een ander punt, dat bijvoorbeeld bij het invoeren van de specifieke nationalisatiewetgeving in het Verenigd Koninkrijk vrij uitvoerig is besproken (zie voetnoot 28), betreft de vraag of dit soort wettelijke regelingen wellicht een onaanvaardbare ingreep in (eigenlijk confiscatie van) de rechten van geldgevers betekent. Daarnaast geldt bij gebreke van een eensluidende regeling in andere landen dat het principe van het *level playing field* wordt verlaten. Een moeilijkheid is ook dat je zou moeten proberen veilig te stellen dat een dergelijk wettelijk regime ook buiten de landsgrenzen doorwerkt, dus ook van toepassing is op *funding*-arrangementen die door buitenlands recht worden beheerst en waarover buitenlandse rechters zullen moeten oordelen. Vermoedelijk zou dit ten dele kunnen worden bewerkstelligd door te expliciteren dat dit een regel is als bedoeld in art. 9 Rome I-Verordening,²⁸ dat wil zeggen een regel van bijzonder dwin-

gend recht die moet worden toegepast ongeacht welk recht overigens van toepassing zou zijn. Dan moet alleen nog worden afgewacht of een rechter buiten het toepassingsgebied van de Verordening bereid zal zijn deze regel toe te passen. De hier gesignaleerde hobbels pleiten mijns inziens voor Europese regelgeving.

8. Algemene beginselen van behoorlijk bestuur

In een voordracht van 19 november jl. (zie voetnoot 23), noemt de President regels en beperkingen waaraan de Bank gehouden is en doet hij de suggestie²⁹ dat de Bank daardoor in haar bewegingsvrijheid zou worden beknot. Tot die regels behoren ook de algemene beginselen van behoorlijk bestuur. Deze kunnen worden onderverdeeld in formele beginselen en materiële (inhoudelijke) beginselen.³⁰ De formele beginselen hebben vooral betrekking op de zorgvuldigheid waarmee besluiten moeten worden voorbereid, genomen en ingericht. De materiële beginselen hebben veeleer betrekking op de inhoud van besluiten, en omvatten het rechtszekerheidsbeginsel, het vertrouwensbeginsel, het gelijkheidsbeginsel, het verbod van *détournement de pouvoir* en het evenredigheidsbeginsel. In het kader van deze bijdrage zijn de formele beginselen niet van fundamentele betekenis, al zal het voldoen aan de eisen van deze formele beginselen voor toezichthouders praktisch gesproken niet altijd even gemakkelijk zijn (zie hierover mr. G.P. Roth, t.a.p., in voetnoot 19 hiervoor). Met name de materiële beginselen zouden mijns inziens voor de Bank eventueel een daadwerkelijke belemmering kunnen vormen. Een diepgaande analyse van deze materiële beginselen en hun invloed op interventies van de Bank zou heel nuttig kunnen zijn, maar moet helaas buiten het bestek van

24. Hierbij zij opgemerkt dat in het kader van het pijler 2-toezicht van de Bank de dialoog tussen de kredietinstelling en de Bank is geformaliseerd; zie art. 2.21 van de in voetnoot 15 genoemde handleiding: 'Als DNB bij de evaluatie stuit op een (mogelijke) onvolkomenheid, wordt eerst middels dialoog opheldering gezocht c.q. invloed uitgeoefend tot aanpassing. (...) Pas als deze dialoog niet tot een bevredigende oplossing leidt, zal DNB overgaan tot het opleggen van toezichthoudermaatregelen (waaronder mogelijk het opleggen van een additionele solvabiliteitseis).' Ik wil uiteraard in deze bijdrage niet betogen dat deze geformaliseerde dialoog in het kader van de SREP niet passend zou zijn, integendeel.

25. Zie in dit verband ook aanbeveling 7.1 van De Brauw Blackstone Westbroek aan de Bank, d.d. 10 november 2008, naar aanleiding van Van der Hoop, te vinden op de website van het Ministerie van Financiën.

26. Zie voetnoot 10.

27. In het Verenigd Koninkrijk is in verband met het Northern Rock debacle wetgeving geïntroduceerd die het geldgevers verbiedt tot acceleratie over te gaan in nauwkeurig omliggende gevallen van tijdelijke nationalisatie. Zie Section 22 Banking Act 2009. Dat is een misschien bruikbaar precedent.

28. Verordening (EG) nr. 593/2008 van 17 juni 2008, die met ingang van 17 december 2009 van kracht is geworden.

29. Middels een elegante verwijzing naar het bekende gezegde van Elschot: 'tussen droom en daad staan wetten in de weg en praktische bezwaren.'

30. Zie voor een helder overzicht Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male, *Hoofdstukken van bestuursrecht*, Elsevier Juridisch 2008, p. 283 e.v.

Ondernemingsrecht

deze bijdrage vallen. Ik beperk mij tot het maken van een paar inleidende opmerkingen over de relevante materiële beginselen.³¹

Het rechtszekerheidsbeginsel lijkt in de context van ons onderwerp geen rol te spelen. Dit beginsel betekent dat de overheid haar burgers formeel zekerheid verschaft over hun rechtspositie. Het geheel van regelgeving en gepubliceerd beleid omtrent interventies door de Bank geeft die formele zekerheid. Het vertrouwensbeginsel ziet op het honoreren van opgewekte verwachtingen. Dit beginsel zou een rol kunnen spelen indien de toezichthouder aangeeft geen reden tot zorg te hebben en vervolgens vrij plotseling toch ingrijpt. In de argumentatie van DSB Bank in de aanloop tot het uitspreken van de noodregeling is deze kwestie wel aan de orde gesteld, maar in de uitspraken van de Rechtbank Amsterdam d.d. 11 en 12 oktober jl. is die argumentatie niet terug te vinden. Zie ook de relativerende opmerkingen in Van Wijk/Konijnenbelt (zie voetnoot 31) op p. 332. Het gelijkheidsbeginsel betekent niet meer en niet minder dan dat gelijke gevallen gelijk behandeld worden. Het is moeilijk voorstelbaar dat dit beginsel voor de Bank een beperking van betekenis zal kunnen opleveren. Wel kan men zich nog indenken dat dit beginsel aan de orde kan komen bij de afweging of staatssteun aan zowel 'systeemrelevante' kredietinstellingen als de kleinere kredietinstellingen gegeven zou moeten worden. Die vraag is in de Verenigde Staten wel uitvoerig bediscussieerd in het kader van onder meer de steunverlening c.q. het weigeren daarvan bij het (dreigende) omvallen van onder meer Bear Stearns, Lehman Brothers en AIG. Maar de ene kredietinstelling is (qua omvang, activiteiten en betekenis voor de financiële infrastructuur in ons land) lastig te vergelijken met de andere en alleen al om die reden lijkt dit beginsel toch weinig of geen praktische relevantie te hebben. Dat besluiten van de Bank met succes zouden kunnen worden aangevochten met een beroep op het verbod van détournement de pouvoir, neergelegd in art. 3.3 lid 1 Awb is mijns inziens moeilijk voorstelbaar gezien de ruime taakstelling van de Bank zoals verwoord in art. 1:24 Wft³² (al kan uiteraard nooit worden uitgesloten dat hier bij incidentele interventies sprake van kan zijn). Het proportionaliteits- of evenredigheidsbeginsel ten slotte, neergelegd in art. 3:4 lid 2 Awb, is een kwestie van zowel afweging van belangen als een inschatting van de consequenties van wel of niet ingrijpen. Dit zal vermoedelijk alleen bij incidentele interventies relevant kunnen zijn. Bij een reddingsoperatie zijn de belangen van de soliditeit, stabiliteit en de continuïteit van en het vertrouwen in de financiële sector echter zo substantieel dat toepassing van deze beginselen van behoorlijk bestuur geen remmend effect zullen hebben.

Terwijl deze bijdrage noodgedwongen niet verder komt dan deze oppervlakkige verkenning van complexe bestuursrechtelijke vraagstukken, leidt deze verkenning overigens wel tot de (tentatieve) slotsom dat het onwaarschijnlijk is dat belemmeringen van grote praktische betekenis bij nadere analyse uit de bus zullen komen. Het zou aldus goed voorstelbaar zijn dat een nadere analyse van deze vraagstukken aantoont dat waar de Bank zich beroept op de remmende werking van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur bij de uitoefening van haar toezichttaak dit goeddeels ten onrechte is

(ook al moet worden onderkend dat de bestuursrechtelijke jurisprudentie laat zien dat de door de Bank of de AFM opgelegde maatregelen niet altijd de toets der kritiek kunnen doorstaan).

9. Vragen die opkomen bij liquiditeitssteunverlening

Enkele intrigerende vragen rijzen in verband met het ter beschikking stellen van liquiditeit als tijdelijke ondersteuning van kredietinstellingen door de Bank.³³ Indien de Bank door middel van het systeem van de zogenoemde Emergency Liquidity Assistance fondsen aan een kredietinstelling ter beschikking stelt om een tijdelijke liquiditeitsbuffer in het leven te roepen,³⁴ dan gebeurt dit op vertrouwelijke basis en wordt die vorm van steun niet publiekelijk bekendgemaakt. Maar er ontstaat daardoor wel een situatie die op gespannen voet staat met de informatieplicht die de kredietinstelling in het algemeen heeft. Het ontvangen van deze vorm van staatssteun zal vermoedelijk al snel kwalificeren als koersgevoelige informatie die ingevolge het bepaalde in art. 5:25i Wft onverwijld openbaar gemaakt zou moeten worden.³⁵ Nu bepaalt lid 3 van dit artikel dat publicatie mag worden uitgesteld indien aan alle drie de in lid 3 opgesomde voorwaarden wordt voldaan. Een van die voorwaarden is dat er een rechtmatig belang moet zijn. Art. 4 lid 1 sub c Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft³⁶ bevestigt onder meer dat een instelling een rechtmatig belang heeft om publicatie van het verlenen van liquiditeitssteun door de Bank uit te stellen. Een andere voorwaarde is dat het uitstel niet mag leiden tot (gevaar voor) misleiding

31. De algemene beginselen van behoorlijk bestuur komen, overigens ook maar zeer summier, aan de orde in het Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank, te vinden op de website van de Bank, <www.dnb.nl>.

32. Art. 1:24 Wft bepaalt: 'Prudentiële toezicht is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector.' In de memorie van toelichting (*Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3) wordt over dit artikel nog opgemerkt: 'Het prudentiële toezicht dient ter bescherming van de 'afnemers' van de diensten die door de betrokken financiële instellingen worden aangeboden of verricht, en tot bevordering van de stabiliteit van het financiële stelsel en het vertrouwen in de financiële sector.' Een zeer breed mandaat dus.

33. Art. 8 lid 1 Bankwet 1998 geeft de Bank de bevoegdheid tot liquiditeitsondersteuning, mits gedekt door 'toereikend onderpand'. Indien de desbetreffende kredietinstelling geen geschikte activa ter beschikking heeft om in zekerheid te geven, kan naar de letter van dit artikel geen ondersteuning worden gegeven.

34. *Emergency Liquidity Assistance* (ELA) betreft tijdelijke faciliteiten die centrale banken aan kredietinstellingen verstrekken om de liquiditeitspositie te ondersteunen. Het uitgangspunt is dat ELA alleen wordt verstrekt aan instellingen wier solvabiliteit en continuïteit niet in twijfel worden getrokken. Dit uitgangspunt is natuurlijk onder flinke druk komen te staan in de kredietcrisis. Het al dan niet verstrekken van ELA is ter discretie van de desbetreffende centrale bank. Een handleiding voor deze faciliteiten is te vinden in de *Guideline of the European Central Bank on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem*, ECB 2000/7, hoofdstuk 4. Zie ook de beschikking van de rechtbank Amsterdam inzake DSB Bank van 12 oktober 2009, p. 2.

35. Aannemende natuurlijk dat de instelling een vennootschap is waarop deze informatieplichten van toepassing zijn.

36. Besluit van 16 december 2008, *Stb.* 578.

van het publiek. Maar die misleiding ontstaat bijvoorbeeld al gauw indien de kredietinstelling mededelingen publiceert (of indien derden mededelingen publiceren die dan onweersproken moeten blijven) die op gespannen voet staan met het gegeven dat de instelling op de intensivere afdeling aan het infuus ligt; dit kan zich voordoen indien de kredietinstelling een claimemissie doet of bij een fusie betrokken raakt.³⁷ De tijdelijke (liquiditeits)steun die de Bank aan kredietinstellingen verstrekt, roept ook vragen op met betrekking tot de positie van de Bank als al dan niet concurrent crediteur van de kredietinstelling. Weliswaar is deze vorm van steunverlening niet het onderwerp van deze bijdrage, maar de vorderingen die de Bank op de desbetreffende kredietinstelling heeft, kunnen ook als toezichtinstrumentarium worden gebruikt. De Bank kan de liquiditeitspositie van haar justitiabelen 'sturen' door het al dan niet ter beschikking stellen of opeisen van tijdelijk krediet. Zij kan die sturing ook bewerkstelligen door de dekkingswaarde van de aan haar gegeven zekerheden aan te passen. Dit laatste is op de vooravond van de déconfiture van DSB Bank gebeurd; de Bank heeft het zogeheten *haircut*-percentage van het DSB Bank onderpand drastisch verhoogd, met als resultaat dat de leencapaciteit van deze kredietinstelling navenant drastisch werd gereduceerd. Een interessant vraag die hier rijst, is of dit soort acties bestuursrechtelijk gezien voor beroep vatbare besluiten zijn. Praktisch gesproken is ondenkbaar dat deze vraag bevestigend beantwoord wordt; dat zou een verlamdende werking op deze vorm van steunverlening hebben. Door de verschillende petten die de Bank draagt, namelijk die van (mogelijke) financier, crediteur en toezichthouder, ontstaat een merkwaardig spanningsveld. Heeft de Bank als financier c.q. crediteur van de kredietinstelling een gunstiger positie ten opzichte van andere creditoren? De Bank heeft in elk geval een belangrijke informatievoorsprong op andere creditoren. En als de Bank die gunstigere positie de facto heeft en ook daadwerkelijk gebruikt, is daar voldoende civielrechtelijke c.q. bestuursrechtelijke rechtvaardiging voor? Hoe zit het met de situatie indien de Bank haar kredietrisico op de kredietinstelling drastisch terugschroeft op de vooravond van de noodregeling of het faillissement van de kredietinstelling? Helaas moeten deze vragen in het kader van deze bijdrage verder onbesproken blijven, maar zij verdienen zeker nadere aandacht.

10. Tot slot

In deze bijdrage is een aantal punten geïdentificeerd waarop de huidige toezichtregels zouden kunnen worden aangescherpt. Maar ook zonder die aanscherping is het bepaald niet zo dat het toezicht 'tandeloos' is, zoals *het Financieele Dagblad* onlangs schreef (zie voetnoot 11).

Binnenkort zal er wel meer duidelijkheid zijn over de impact op onze toezichtregels van nieuwe Brusselse missieven. Brussel werkt nu aan de instelling van twee nieuwe toezichtinstanties.³⁸ De eerste is de *European Systemic Risk Council*, een

orgaan dat de taak zal krijgen potentiële bedreigingen voor de financiële stabiliteit ten gevolge van macro-economische ontwikkelingen en ontwikkelingen binnen de financiële sector te beoordelen; door het geven van 'early warnings' met betrekking tot zogeheten systeemrisico's en aanbevelingen hoe daarmee om te gaan, krijgt de EU hiermee een pan-Europese macro-prudentiële toezichthouder. De tweede is het *European System of Financial Supervisors*, waarin voor de bancaire sector een European Banking Authority (EBA) wordt ingesteld. Deze autoriteit zal geharmoniseerde technische toezichtstandaarden ontwikkelen, en daarnaast zekere 'micro-prudentiële' bevoegdheden krijgen, waarvan naar ik begrijp de precieze reikwijdte nog onderwerp van discussie is. Maar het is wel duidelijk dat er een additionele toezichtlaag wordt gecreëerd, waar de EBA als toezichthouder wellicht ook zekere bevoegdheden zal krijgen om direct in te grijpen op nationaal niveau. Wanneer deze regelgeving uitgekristalliseerd is, zal het zeker de moeite waard zijn hier nog eens apart nader op in te gaan.

Zijn er nog instrumenten die de Bank zou kunnen gebruiken maar waartoe de Wft haar niet in staat stelt? Ik noemde al het instrument van de tijdelijke nationalisatie van kredietinstellingen, en het buiten werking stellen van acceleraties. Een interessante vraag is of het reeds in het stadium van het instellen van de stille curatele nuttig is dat de curator ook de bevoegdheid krijgt in te breken in bestaande rechtsverhoudingen. Deze problematiek kwam al hiervoor aan de orde naar aanleiding van het bepaalde in art. 1:75 lid 3 Wft. Zou een dergelijk ingrijpen niet mogelijk moeten worden gemaakt? Of ten minste waar het gaat om bezwarende rechtsbetrekkingen met gelieerde partijen? Tot slot wil ik hier niet onvermeld laten de discussie over de vraag of de toezichthouder niet het voordeel van wettelijke aansprakelijkheidsuitsluiting of -beperking zou moeten genieten;³⁹ het betreft hier weliswaar geen toezichtinstrument, maar het kan wellicht het gebruik van toezichtinstrumenten faciliteren. De President van de Bank heeft hier nog onlangs in *het Financieele Dagblad* weer voor gepleit.

37. De overname vorig jaar door Lloyds TSB van HBOS, terwijl deze laatste instelling voor ca. GBP 20-25m aan het liquiditeitsinfuus van de Bank of England lag, heeft deze problematiek weer scherp op het radarscherm gezet. Weliswaar had het biedingsbericht in algemene termen aangegeven dat HBOS liquiditeitssteun genoot, maar de werkelijke gezondheidstoestand van HBOS bleef daarbij *arguably* onderbelicht. De geheimhouding van de liquiditeitsondersteuning is en wordt door de Engelse Minister van Financiën op voor de hand liggende gronden fel verdedigd. Zie onder meer de *New York Times* van 25 november 2009.

38. Zie onder meer het persbericht van de Europese Commissie, d.d. 27 mei 2009, en vooral ook de Communication from the Commission van dezelfde datum, beiden te vinden op <www.europa.eu>.

39. Zie de schrijver van deze bijdrage in *Ondernemingsrecht* 2009, 130 (afl. 13), p. 551.

Mr. M.C. Schouten¹

Toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders

16

De perikelen rondom enkele controversiële overnames en de financiële crisis hebben geleid tot kritiek op de rol van aandeelhouders in beursvennootschappen en meer aandacht voor de verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Als gevolg hiervan is ook sprake van toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders. Zo voorziet het wetsvoorstel-Frijns in verlaging van de eerste meldingsdrempel tot 3% en verplichte melding van intenties. Voorts heeft de Minister van Financiën onlangs voorgesteld om de reikwijdte van de meldingsregels uit te breiden tot cash-settled derivaten, zoals contracts for differences. Dit laatste voorstel staat in deze bijdrage centraal. Na een korte uiteenzetting van de problematiek worden eerst de voorgestelde meldingsregels voor aandeelhouders besproken. Vervolgens komen de voorgestelde meldingsregels voor bestuurders en bieders aan de orde. Ten slotte wordt ingegaan op de noodzaak van transparantie inzake short posities. De auteur concludeert dat het wetsvoorstel een belangrijke eerste stap is in de richting van meer transparantie inzake economische belangen. Dergelijke transparantie is noodzakelijk om verwezenlijking van de oorspronkelijke doelstelling van de meldingsregeling – het bevorderen van een goede werking van de effectenmarkt – te waarborgen, en kan daarnaast een bijdrage leveren aan de onderlinge verhoudingen binnen de vennootschap. Een volgende stap zal zijn om de voorgestelde regeling nader uit te werken. De auteur doet hiertoe enkele suggesties.

1. Inleiding

De perikelen rondom controversiële overnames als die van ABN AMRO en Stork hebben ertoe geleid dat de rol van aandeelhouders in beursvennootschappen aan kritiek onderhevig is. De financiële crisis heeft dit sentiment versterkt, nu velen – al dan niet terecht – van oordeel zijn dat de crisis deels te wijten is aan de kortetermijngerichtheid van bepaalde aandeelhouders, zoals hedge funds. Als gevolg hiervan is er meer belangstelling voor de verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Zo benadrukte het kabinet onlangs dat de maatstaven van redelijkheid en billijkheid vergen dat naarmate een aandeelhouder een groter belang in de vennootschap houdt, zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen groter is.²

Het valt te verwachten dat grootaandeelhouders ook meer op hun verantwoordelijkheid zullen worden aangesproken, nu de Minister van Justitie heeft voorgesteld om de bevoegdheid tot het indienen van een enquêteverzoek ook aan de vennoot-

schap toe te kennen. De minister heeft daarbij bevestigd dat in beginsel slechts het gedrag van de algemene vergadering *als orgaan van de vennootschap* kan worden getoetst. Het optreden van een individuele aandeelhouder kan 'in de regel' geen aanleiding geven voor een enquête.³ Van deze regel kan volgens de minister echter worden afgeweken indien de aandeelhouder dermate steun krijgt van andere aandeelhouders dat hij het gedrag van de algemene vergadering kan bepalen. Dat de Ondernemingskamer er niet voor terugdeinst om het enquêteonderzoek mede te doen uitstrekken tot het gedrag van een individuele aandeelhouder, is onder meer gebleken in de enquêteprocedure inzake Stork.⁴

Om grootaandeelhouders op hun verantwoordelijkheid aan te kunnen spreken is noodzakelijk dat inzicht bestaat in de aard en omvang van hun belang.⁵ In een andere geruchtmakende enquêteprocedure, inzake de overname van Gucci, overwoog de Ondernemingskamer dat de verwerver van een groot pakket aandelen 'als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van [het pakket] opening van zaken geeft'.⁶ Een soortgelijke plicht bestaat niet alleen op grond van de rechtspraak, maar ook

1. Mr. M.C. Schouten is als promovendus verbonden aan de Universiteit van Amsterdam en als graduate research fellow aan de Duisenberg School of Finance.
2. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 2, p. 2. Deze notie is ontleend aan de Preamble van de Corporate Governance Code (2008), p. 7 en valt ook in de rechtspraak te ontwaren; zie bijv. A-G Timmerman in nr. 3.10 voor HR 14 december 2007, NJ 2008, 105 (*Koninklijke DSM*). Voor een uitgebreide bespreking van verantwoordelijkheden van aandeelhouders, zie het preadvies van B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2009, Deventer: Kluwer 2009, p. 30-51 en 106-113.
3. Wijziging van Boek 2 Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête (2009), consultatiedocument, te raadplegen op <www.justitie.nl>.
4. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (*Stork*). De OK overweegt dat 'nu een van de gronden voor het te bevelen onderzoek is gelegen in de verstoorde verhoudingen en het gebrek aan vertrouwen tussen het bestuur en de raad van commissarissen enerzijds en Centaurus c.s. anderzijds', mede dient te worden onderzocht hoe Centaurus c.s. zich als aandeelhouders hebben gedragen (r.o. 3.9).
5. Ik doel hier op verantwoordelijkheid om gedragsnormen in acht te nemen; niet op de verantwoordelijkheid om een taakopdracht behoorlijk te vervullen. Zie over dit onderscheid Assink, noot 2, p. 7-14. Zie tevens het recente rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code over de naleving van de Code (2008), waarin de Commissie haar voornemen aankondigt om onderzoek te verrichten naar de transparantie en verantwoording van aandeelhouders (p. 69).
6. OK 3 maart 1999, JOR 1999/87 (*Gucci I*), r.o. 3.3. Zie tevens OK 11 maart 1999, JOR 1999/89 (*Uni-Invest*), m.nt. Brink en Assink, noot 2, p. 109, 110.

op grond van de wet. Hoofdstuk 5.3 van de Wft bevat immers regels die aandeelhouders verplichten om substantiële belangen onverwijld te melden.

De meldingsregels zijn oorspronkelijk bedoeld ter bevordering van de marktefficiëntie. Bij de invoering van de Wft achtte de wetgever transparantie van substantiële aandelenbelangen van belang omdat marktpartijen hierdoor in staat worden gesteld om beter geïnformeerd een beoordeling te maken van de effecten waarin zij mogelijk transacties willen verrichten.⁷ Transparantie van substantiële aandelenbelangen kan echter ook een bijdrage leveren aan de onderlinge verhoudingen binnen de vennootschap.⁸ Ook de regering is hiervan overtuigd, zo blijkt uit de toelichting op twee recente voorstellen tot wijziging van de meldingsregels.

Het eerste voorstel is gedaan naar aanleiding van het advies van de Commissie Frijns, en voorziet in verlaging van de eerste meldingsdrempel van 5% naar 3% en in openbaarmaking van intenties door de aandeelhouder die melding doet.⁹ De regering beoogt hiermee onder meer het bestuur in staat te stellen in een vroeg stadium te weten wie haar grootaandeelhouders zijn, zodat het bestuur gericht met hen kan communiceren.¹⁰

Het tweede wetsvoorstel voorziet in een uitbreiding van de reikwijdte van de meldingsregels, zodat niet alleen transacties in aandelenderivaten die fysiek worden afgewikkeld (zoals callopties) tot een meldingsplicht kunnen leiden, maar ook transacties in aandelenderivaten die contant worden afgewikkeld (zoals *contracts for differences*).¹¹ De regering beoogt hiermee onder meer minderheidsaandeelhouders te beschermen.¹²

In deze bijdrage ga ik in op het laatstgenoemde voorstel, waarover het Ministerie van Financiën onlangs marktpartijen heeft geconsulteerd. Na een korte uiteenzetting van de problematiek bespreek ik eerst de voorgestelde meldingsregels voor aandeelhouders. Vervolgens komen achtereenvolgens de voorgestelde meldingsregels voor bestuurders en bieders aan de orde. Ten slotte ga ik in op de noodzaak van transparantie inzake short posities.

2. Problematiek

Het wetsvoorstel heeft specifiek tot doel een oplossing te bieden voor de problematiek van 'hidden ownership'. In een eerdere bijdrage aan dit tijdschrift heb ik deze problematiek uitgebreid besproken, alsmede de wijze waarop buitenlandse regelgevers hiermee om zijn gegaan.¹³ Ik volsta hier met een korte herhaling, alvorens over te gaan tot een bespreking van het wetsvoorstel.

Contracts for differences (Cfd) zijn overeenkomsten die doorgaans worden gesloten tussen een investment bank en een wederpartij, waarbij de bank zich verplicht tot het vergoeden van een bedrag dat correspondeert met eventuele koersstijging van een bepaald aandeel over een bepaalde periode plus beschikbaar gestelde dividenden.¹⁴ Als tegenprestatie verbindt de wederpartij zich tot vergoeden van een bedrag dat correspondeert met eventuele koersdaling, van een bepaalde rente alsmede van een fee. De bank zal doorgaans het koersrisico afdekken ('hedgen') door de onderliggende aandelen te verwerven. Een en ander leidt ertoe dat niet de bank, maar de

wederpartij het economisch belang heeft bij de door de bank gehouden aandelen.

In de praktijk kan het gebeuren dat de bank het stemrecht op de door haar verworven aandelen uitoefent op instructie van, althans overeenkomstig de voorkeur van, de wederpartij – bijvoorbeeld een hedge fund. Doordat het fonds slechts de facto invloed krijgt ontstaat veelal geen meldingsplicht, waardoor de markt en de uitgevende instelling geen helder zicht hebben op de zeggenschapsverhoudingen.¹⁵ Deze situatie deed zich bijvoorbeeld voor bij het Amerikaanse spoorwegbedrijf CSX, dat zich in 2006 geconfronteerd zag met een grootaandeelhouder (het activistische hedge fund TCI) die door gebruikmaking van aandelenderivaten in wezen een grotere invloed kon uitoefenen dan op grond van haar publieke meldingen duidelijk was geworden.

Tevens kan het gebeuren dat de bank bij afloop van het contract de onderliggende aandelen overdraagt aan de weder-

7. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 985, nr. 3, p. 3. Het gaat daarbij volgens de wetgever met name om de volgende informatie: (1) inzicht in zeggenschap en kapitaalbelangen in beursvennootschappen; (2) overzicht van omvangrijke transacties; (3) indicatie van eventuele belangenverstrengelingen; en (4) inzicht in de free float.
8. Voor een bespreking van de verschillende manieren waarop transparantie van substantiële aandelenbelangen een bijdrage kan leveren aan de onderlinge verhoudingen binnen de vennootschap, zie mijn binnenkort te verschijnen bijdrage 'The Case for Mandatory Ownership Disclosure', *Stanford Journal of Law, Business, & Finance* (2009), te raadplegen op <<http://ssrn.com/abstract=1327114>>.
9. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 1-5. Voor een bespreking, zie R.G.J. Nowak, 'Het wetsvoorstel corporate governance (wetsvoorstel Cie-Frijns)', *Ondernemingsrecht* 2009, 129 (afl. 13). De melding van intenties houdt concreet in dat degene die een melding doet, daarbij zal dienen aan te geven of hij al dan niet (ja/nee) bezwaar heeft tegen de op de website vermelde strategie van de uitgevende instelling.
10. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 2, p. 6-13. Overigens wordt de in het wetsvoorstel voorgestelde wijziging van de Wge, die beursvennootschappen in staat moet stellen hun aandeelhouders te identificeren, onder meer gerechtvaardigd door erop te wijzen dat 'in het licht van de toegenomen transparantie van vennootschappen, ook de aandeelhouders niet ontkomen aan meer openheid, zeker als zij een actieve rol in de vennootschap willen vervullen.', *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 2, p. 14.
11. Consultatiedocument 'Voorstel wijziging Wft ter uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische long posities' (2009), p. 15, 22, 23. Te raadplegen op <www.minfin.nl/Actueel/Consultaties/2009/09/Consultatie_Voorstel_wijziging_Wft_ter_uitbreiding_meldingsplicht_substantiële_zeggenschap_en_kapitaalbelangen_met_economische_long_posities>. Belangstellenden hadden tot 15 oktober 2009 de mogelijkheid tot reageren.
12. Consultatiedocument, noot 11, p. 4.
13. M.C. Schouten, 'Disclosure is coming!', *Ondernemingsrecht* 2008, 188 (afl. 17). Zie tevens R. Abma, 'Een leemte in de Nederlandse overnamewetgeving', *Ondernemingsrecht* 2008, 54 (afl. 139); G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 1-72.
14. Voor een beschrijving van de problematiek volstaat het om uit te gaan van *contracts for difference*; zoals in par. 4.1 wordt besproken ziet het voorstel ook op andere contant afgewikkelde aandelenderivaten.
15. Voor een uitgebreide analyse van de wijze waarop hidden ownership de hoofddoelstellingen van meldingsregels – bevordering van marktefficiëntie en goede corporate governance – ondermijnt, zie mijn in noot 8 genoemde bijdrage.

Ondernemingsrecht

partij, waardoor deze in staat is om ongemerkt een aanzienlijk belang op te bouwen. Doordat bij het aangaan van het contract is voorzien in contante afwikkeling, ontstaat op dat moment immers veelal geen meldingsplicht.¹⁶ Hierdoor wordt een correcte prijsvorming belemmerd en worden aandeelhouders, de doelvennootschap en eventuele concurrerende bidders beperkt in de mogelijkheid om tijdig te reageren.¹⁷ Deze situatie deed zich bijvoorbeeld voor bij het Duitse Continental, dat zich in 2008 onverwacht geconfronteerd zag met een vijandige bidder (Schaeffler) die door gebruikmaking van aandelenderivaten in wezen een belang van 36% had opgebouwd zonder dat de opbouw vanwege publieke meldingen in een eerder stadium duidelijk was geworden. Deze controversiële zaak gaf in Nederland aanleiding tot kamervragen, die op hun beurt mede aanleiding gaven tot het in deze bijdrage besproken wetsvoorstel.¹⁸

3. Implementatie van de Transparantierichtlijn

Begin 2009 zijn de meldingsregels al gewijzigd in het kader van de implementatie van de Transparantierichtlijn.¹⁹ Bij die gelegenheid is bevestigd dat van een optie slechts sprake is bij financiële instrumenten die de houder ervan het recht bieden om aandelen te verwerven.²⁰ Dit betekent volgens de Minister van Financiën dat in geval van een overeengekomen afwikkeling in contanten, zoals bij Cfd en contant afgewikkelde opties, 'een optie in beginsel niet aanwezig [wordt] geacht'.²¹ Maar, zo voegt de minister daaraan toe, '[d]it neemt (...) niet weg dat, in een situatie waarin enerzijds formeel weliswaar een afwikkeling in contanten is overeengekomen maar waarin anderzijds evident is dat de betrokken contractspartijen materieel een afwikkeling in aandelen van een onderliggende uitgevende instelling hebben beoogd, een optie zoals hiervoor omschreven wel aanwezig kan worden geacht'.²²

Het lijkt erop dat de minister met deze toevoeging een tussenoplossing heeft willen bieden. Zonder de reikwijdte van de meldingregels formeel uit te breiden wordt aan partijen die overwegen om derivatenconstructies te hanteren om aan een meldingsplicht te ontkomen, op subtiële wijze duidelijk gemaakt dat zij rekening moeten houden met een kritisch oordeel van de AFM, de civiele rechter (op de voet van art. 5:52 Wft)²³ of zelfs de strafrechter. Wellicht dat deze oplossing bepaalde partijen ervan zal weerhouden zich van dergelijke constructies te bedienen, fraai is zij niet. Zij leidt tot een mate van rechtsonzekerheid die onwenselijk is vanuit het perspectief van een goed functionerende kapitaalmarkt, die behoefte heeft aan duidelijke regels.²⁴ Niet alleen is thans onduidelijk wat de precieze reikwijdte van de meldingsregels is, er bestaat tevens een risico dat een rechter met de wijsheid van achteraf zal oordelen dat fysieke afwikkeling werd beoogd, terwijl dit ten tijde van het sluiten van het derivatencontract niet noodzakelijkerwijs het geval hoeft te zijn geweest. Bijkomend voordeel van het onderhavige wetsvoorstel is dan ook dat, mochten de meldingsregels overeenkomstig het voorstel worden aangepast, over de vraag of bepaalde aandelenderivaten nu wel of niet moeten worden gemeld niet langer onzekerheid zal bestaan.

4. Meldingsregels voor aandeelhouders

4.1. Ontstaan van de meldingsplicht

Op grond van het huidige art. 5:38 Wft dient eenieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen of stemmen waardoor het percentage van het kapitaal of de stemmen waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt, daarvan onverwijld melding te doen. Art. 5:45 Wft noemt een aantal situaties waarin partijen worden geacht over aandelen of stemmen te beschikken. Zo bepaalt het vierde lid dat iemand wordt geacht te beschikken over de aandelen (en de daaraan verbonden stemmen) die door een derde voor zijn rekening worden gehouden, en bepaalt het vijfde lid dat iemand wordt geacht over de stemmen te beschikken waarover een derde beschikt met wie hij een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen – 'acting in concert'.

In het wetsvoorstel wordt voorgesteld om aan dit artikel een nieuw lid toe te voegen dat als volgt luidt: '[i]emand wordt geacht te beschikken over aandelen en de daaraan verbonden stemmen, indien hij een financieel instrument houdt waarvan de waarde afhankelijk is van de waardestijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen'.²⁵

De thans voorgestelde wijziging zou meebrengen dat partijen die in de toekomst willen berekenen of zij een meldingsdrempel overschrijden een optelsom moeten maken van het aantal door hen gehouden aandelen en het aantal aandelen waar door hen gehouden financiële instrumenten betrekking op hebben.²⁶ Het gaat daarbij dan mede om instrumenten 'waarvan de waarde afhankelijk is van de waardestijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en [die worden] afgewikkeld anders dan in die aandelen'. Bij deze definitie kunnen een aantal kanttekeningen worden geplaatst.

16. Door met meerdere banken transacties aan te gaan met betrekking tot aandelenvolumes die elk onder de eerste meldingsdrempel vallen, kan een substantieel belang worden opgebouwd terwijl ook wordt voorkomen dat de desbetreffende banken hun (ter afdekking van het koersrisico verworven) belangen hoeven te melden.

17. Zie noot 155.

18. Zie Aangangsel *Handelingen II* 2007/08, nr. 167, p. 355 (vragen van het kamerlid Irrgang (SP) en het antwoord van de Minister van Financiën daarop).

19. Richtlijn 2004/109/EG (*PbEG* L 390) (Transparantierichtlijn); Richtlijn 2004/72/EG (*PbEG* L 162) (Uitvoeringsrichtlijn).

20. Art. 5:33 lid 1 sub b (4) Wft jo. art. 1a van het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft.

21. Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, *Stb.* 2008, 578, p. 29.

22. *Id.*

23. Overigens zouden dergelijke partijen afgezien van de reikwijdte van de meldingsregels rekening moeten houden met een kritisch oordeel van de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure, hetgeen wellicht mede verklaart waarom zich, anders dan in andere landen, in Nederland tot op heden geen grote 'incidenten' hebben voorgedaan.

24. Kritisch over deze benadering zijn ook J. Luyér en M.M. van den Broek, 'Naar een meldingsplicht van aandelenderivaten?', *FR* 2009-1, p. 27, 33.

25. Art. 1 Wetsvoorstel.

26. Verrekening van long en short posities zal daarbij niet zijn toegestaan.

... waarvan de waarde afhankelijk is ...

Deze zinsnede lijkt te veronderstellen dat de waarde van het derivatencontract steeds een-op-een afhankelijk is van de waarde van de onderliggende aandelen. In de onlangs uitgebreide Engelse meldingsregels wordt rekenschap gegeven van twee situaties waarin dit niet het geval is. Indien op een gegeven moment de 'delta' niet 1 is maar bijvoorbeeld 0,5, waardoor de schrijver van het contract slechts de helft van het aantal onderliggende aandelen hoeft te verwerven om zijn exposure volledig te hedgen, hoeft onder de Engelse meldingsregels ook slechts de helft van het aantal onderliggende aandelen te worden meegeteld.²⁷ Hierdoor wordt bijvoorbeeld voorkomen dat een partij melding moet doen vanwege overschrijding van de 5%-drempel terwijl deze partij in werkelijkheid slechts potentieel toegang heeft tot 2,5% van de aandelen in de desbetreffende uitgevende instelling. Ook bij de berekening van netto short posities die op grond van de Tijdelijke regeling inzake short selling moeten worden gemeld, wordt met de delta rekening gehouden.²⁸ Het ligt voor de hand dit ook te doen bij de berekening van belangen die op grond van hoofdstuk 5.3 Wft moeten worden gemeld – al is het uiteraard niet noodzakelijk om dit te doen in de tekst van het voorgestelde artikellid.

Een andere situatie waarin de waarde van het derivatencontract niet een-op-een afhankelijk is van de waarde van de onderliggende aandelen is wanneer het derivatencontract trekking heeft op een mandje (of index van) aandelen. De Engelse regeling bepaalt dat een dergelijk derivatencontract slechts hoeft te worden meegeteld indien de in het mandje opgenomen aandelen meer dan 1% van het aandelenkapitaal van de desbetreffende uitgevende instelling vormen én de waarde van deze aandelen meer dan 20% van de totale waarde van het mandje vormt.²⁹ Een vergelijkbare regeling geldt in het kader van de Tijdelijke regeling inzake short selling, en het ligt wederom voor de hand deze benadering ook te hanteren in het kader van de reguliere meldingsregeling.³⁰

... van de waardeinstijging van die aandelen ...

Een Cfd wordt meer waard, naarmate de waarde van de onderliggende aandelen stijgt. Maar ook indien de waarde van de onderliggende aandelen daalt, verandert de waarde van het Cfd, nu in negatieve zin. Zo beschouwd is de waarde van een Cfd afhankelijk van zowel waardeinstijgingen als waardedalingen van het onderliggende aandeel. Bedoeld wordt uiteraard om de meldingsplicht op te leggen aan de partij die een long positie inneemt, daardoor het economisch belang krijgt bij de door de bank verworven onderliggende aandelen en daardoor mogelijk in een positie komt om invloed uit te oefenen op de wijze waarop het stemrecht wordt uitgeoefend of om de onderliggende aandelen uiteindelijk te verwerven. Om die reden is het wellicht duidelijker om het innemen van een long positie als onderscheidend criterium te hanteren, zoals dat ook in het Verenigd Koninkrijk en in Frankrijk gebeurt.³¹

... of daaraan verbonden dividendrechten...

De reden voor toevoeging van deze zinsnede is mij niet geheel duidelijk. In de toelichting bij het wetsvoorstel wordt opgemerkt dat de toevoeging noodzakelijk is 'om tevens de situ-

atie waarin een uitkering op een aandeel wordt gedaan onder het bereik van de voorgestelde wijziging te brengen. Immers indien er een uitkering op een aandeel wordt gedaan, kan dit van invloed zijn op de koers van een aandeel.' Indien het uiteindelijk gaat om de koers van het aandeel, waarom is het dan nodig om de regeling uitdrukkelijk te betrekken op individuele factoren die de koers kunnen beïnvloeden? Mij zijn ook geen buitenlandse meldingsregelingen bekend waarin uitdrukkelijk wordt gerefereerd aan dividendrechten. Ik sluit niet uit dat ik hier iets over het hoofd zie. In dat geval verdient het wellicht aanbeveling om de toelichting op dit punt te verduidelijken.

... en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen.

Deze zinsnede komt waarschijnlijk voort uit de gedachte dat derivatencontracten die fysiek worden afgewikkeld reeds vallen onder de definitie van 'aandeel' zoals die is opgenomen in art. 5:33 lid 1 sub b Wft jo. art. 1a Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft. Om de twee bepalingen beter op elkaar aan te sluiten zou wellicht kunnen worden overwogen om eenvoudigweg te bepalen dat het nieuwe artikellid uitsluitend betrekking heeft op financiële instrumenten die niet als 'aandeel' in eerdergenoemde zin kwalificeren.

4.2. Verrichten van de melding

In het wetsvoorstel wordt niet ingegaan op de wijze waarop de 'economische long positie' straks dient te worden gemeld op het meldingsformulier. Contant afgewikkelde derivaten lijken niet goed te passen binnen de huidige systematiek van het formulier. Voor zover de melding van contant afgewikkelde derivaten verplicht wordt gesteld vanwege de zorg dat de houder invloed kan uitoefenen op de wijze waarop het stemrecht wordt uitgeoefend, zou betoogd kunnen worden

27. DTR 5.3.3 (2) (b).

28. *Stcrt.* 2009, 97, waarover S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-Regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009, 98. Op de website van de AFM zijn de 'meest gestelde vragen over de AFM maatregel inzake short selling d.d. 1 juni 2009' gepubliceerd. Hier wordt vermeld dat '[a]ny financial instruments should be accounted for on a delta adjusted basis'.

29. DTR 5.3.3 (2) (c).

30. De website van de AFM vermeldt dat '[a]ny economic interest held as part of a basket, index or exchange traded fund ('ETF') where the predominance of the components in the basket, index or ETF are financial companies must be included'.

31. De Engelse regeling heeft onder meer betrekking op financiële instrumenten die zijn 'referenced, in whole or in part, to an issuer's [share] and, generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares' (DTR 5.3.3 (2)); de Franse regeling, die op 1 november 2009 in werking treedt en (uitsluitend) vereist dat bij melding van een substantieel belang inzicht in economische belangen wordt gegeven, heeft onder meer betrekking op financiële instrumenten die zijn 'referenced, indexed or related to the shares of an issuer' en die de houder 'a long position in the shares' geven (art. 223-14 lid III (3) van de General Regulation of the Autorité des Marchés Financiers). Overigens lijkt de keuze voor de term 'waardeinstijging' geïnspireerd door een in het kader van de implementatie van de Transparantierichtlijn in 2008 door Tim Stevens gedaan voorstel voor een wettekst (te raadplegen op <www.minfin.nl/dsresource?objectid=58373&type=org>). Uit de toelichting bij dit voorstel blijkt dat het ook Stevens te doen is om degene die een long positie inneemt.

Ondernemingsrecht

dat zij over *middelrijk reël* stemrecht beschikt. Maar voor zover de melding verplicht wordt gesteld vanwege de zorg dat de houder de onderliggende aandelen kan verwerven, zou betoogd kunnen worden dat zij over *rechtstreeks potentieel* aandelenbelang (en stemrecht) beschikt. In beide gevallen is onzeker of de houder ook daadwerkelijk invloed kan uitoefenen c.q. de onderliggende aandelen kan verwerven. Het beste lijkt daarom om op het meldingsformulier een aparte categorie voor contant afgewikkelde derivaten in het leven te roepen, waarbij ook additionele informatie kan worden verstrekt, zoals met betrekking tot de delta.

4.3. Vrijstellingen

Op grond van art. 5:46 Wft gelden voor bepaalde categorieën financiële ondernemingen verschillende vrijstellingen van de meldingsplicht, zoals met betrekking tot hun handelsportefeuille. Deze zullen na inwerkingtreding van de voorgestelde regeling onverminderd van kracht blijven. De minister geeft bovendien aan te zullen overwegen of er aanleiding bestaat voor additionele vrijstellingen.

Het ligt voor de hand om een vrijstelling voor *client serving intermediaries* op te nemen zoals die in het Verenigd Koninkrijk geldt.³² In par. 2 is de problematiek van hidden ownership geïllustreerd aan de hand van het voorbeeld van een bank die een 'long' Cfd schrijft en zijn risico afdekt door de onderliggende aandelen aan te schaffen. In deze situatie ontstaat het potentiële probleem dat de wederpartij, bijvoorbeeld een hedge fund, de uitoefening van het stemrecht tracht te beïnvloeden of de aandelen tracht te verwerven. Dit probleem ontstaat niet, althans niet in vergelijkbare mate, in de omgekeerde situatie dat de bank een 'short' Cfd schrijft. Ten eerste ligt veel minder voor de hand dat het hedge fund zijn risico afdekt door de onderliggende aandelen aan te schaffen. Het fonds zal in veel gevallen juist willen speculeren (op koersdaling). Ten tweede ligt veel minder voor de hand dat, mocht het fonds al de onderliggende aandelen aanschaffen, de bank zal trachten de uitoefening van het stemrecht te beïnvloeden of de aandelen te verwerven.

4.4. Verhouding tot Transparantierichtlijn

Als vermeld, zijn begin 2009 de meldingsregels al gewijzigd in het kader van de implementatie van de Transparantierichtlijn. Een van de redenen waarom niet reeds bij die gelegenheid is gekozen om ook transacties in aandelerderivaten die contant worden afgewikkeld onder de reikwijdte van de meldingsregeling te brengen, is dat hiermee strengere eisen zouden worden gesteld dan de Transparantierichtlijn voorschrijft.³³ Inmiddels is de minister van oordeel dat een Europese aanpak op dit punt niet kan worden afgewacht.³⁴ Hij wordt in zijn oordeel gesterkt door het feit dat verschillende andere Europese landen hun meldingsregels reeds in vergelijkbare zin hebben aangepast.³⁵

Voor zover in het parlementaire debat nog bezwaren zouden worden geuit tegen deze vorm van *goldplating*, dient te worden bedacht dat het besluit om op dit punt verder te gaan dan de richtlijn voorschrijft in feite reeds lang geleden door de wetgever is genomen. Bij de invoering van de meldingsregels eind jaren tachtig van de vorige eeuw is namelijk gekozen om niet alleen een meldingsplicht te doen ontstaan bij het over-

schrijden van een bepaald percentage stemmen, maar ook bij het overschrijden van een bepaald percentage van het *kapitaal*.³⁶ De desbetreffende Europese richtlijn verplichtte hier niet toe, evenmin als haar opvolger, de Transparantierichtlijn. De overweging van de wetgever hiervoor was dat het voor zowel partijen op de effectenmarkt als voor de prijsvorming van belang werd geacht 'dat een goed inzicht kan bestaan in de verhoudingen in aandelenbezit en stemrecht'.³⁷ Indien de regeling slechts beperkt zou zijn tot de melding van het percentage aan stemrecht, aldus de wetgever, 'ontstaat er ingeval van relatieve of absolute stemrechtbeperkingen een beeld van de verdeling van het stemrecht binnen de vennootschap dat niet correspondeert met de omvang van de directe of indirecte kapitaaldeelname'.³⁸

Ook bij hidden ownership is in zekere zin sprake van een afwijking tussen de omvang van het (formele) stemrecht en de omvang van de (indirecte) kapitaaldeelname door bijvoorbeeld het hedge fund. Zo beschouwd ligt het huidige wetsvoorstel in het verlengde van het besluit van de wetgever destijds om transparantie te bewerkstelligen van afwijkingen in de verhouding tussen aandelenbezit en stemrecht.

5. Meldingsregels voor bestuurders

Bestuurders en commissarissen dienen op grond van art. 5:48 Wft onverwijld elke wijziging in de aandelen en stemmen in de uitgevende instelling (en gelieerde uitgevende instellingen) waarover zij beschikken te melden. De thans voorgestelde wijziging zou meebrengen dat zij ook transacties in contant afgewikkelde aandelerderivaten dienen te melden. Zie ik het goed, dan volgt dit reeds uit een uitvoeringsrichtlijn van de richtlijn Marktmisbruik, die lidstaten opdraagt ervoor zorg te dragen dat leidinggevendende melding doen van alle 'transacties in tot de handel op een gereglementeerde markt

32. DTR 5.3.1 (2).

33. Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, noot 21, p. 20.

34. Consultatiedocument, noot 11, p. 5. Overigens is de kans op een Europese aanpak inmiddels enigszins toegenomen. De European Securities Markets Expert Group (ESME) heeft in november 2009 aan de Europese Commissie geadviseerd om de richtlijn zo aan te passen dat substantiële posities in contact afgewikkelde aandelerderivaten tot een zelfstandige meldingsplicht leiden. ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives* (2009). Enkele kanttekeningen bij dit voorstel heb ik geplaatst op het aan dit tijdschrift gelieerde blog The Defining Tension, te raadplegen op <www.thedefiningtension.com/2009/11/no-196-esme-on-disclosure-of-cash-settled-equity-derivatives-.html>.

1 Uitbreiding van de reikwijdte van de richtlijn wordt ook bepleit in een recente rapport van de Europese Commissie, *The Use of Shareholder Voting Rights During the General Assembly of Company Shareholders*, p. 32 (2009).

35. *Id.* Voor een beschrijving van de wijze waarop verschillende andere Europese landen hun meldingsregels hebben aangepast, zie mijn in noot 133 genoemde bijdrage.

36. Zie art. 3 Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen, *Stb.* 1991, 748.

37. *Kamerstukken II* 1988/89, 21 492, nr. 3, p. 3.

38. *Id.*

toegelaten aandelen *of derivaten* of andere daaraan verbonden financiële instrumenten [cursivering MS].³⁹ Met de invoering van het wetsvoorstel zou deze bepaling uit de richtlijn, die geen onderscheid maakt tussen contant afgewikkelde derivaten en fysiek afgewikkelde derivaten, dus alsnog worden geïmplementeerd. De noodzaak hiertoe wordt ook gegeven door de ratio van de meldingsregeling voor leidinggevers. Niet alleen verschaft informatie over transacties door leidinggevers inzicht in de zeggenschapsverhoudingen, zij verschaft ook inzicht in de waardering van het aandeel door leidinggevers en faciliteert toezicht op de naleving van het verbod op handel met voorwetenschap.⁴⁰

6. Meldingsregels voor bidders

Behalve hoofdstuk 5.3 Wft bevat ook het Besluit openbare biedingen een meldingsregeling, op grond waarvan een bidder transacties in de aandelen van de doelvennootschap dient te melden.⁴¹ Elders heb ik beschreven dat onduidelijk is of aandelerderivaten als Cfd binnen de reikwijdte van deze regeling vallen.⁴² Eind 2008 heeft de Commissie Kapitaalmarkt de AFM aanbevolen om aandelerderivaten als Cfd uitdrukkelijk binnen de reikwijdte van de regeling te doen vallen.⁴³ De Minister van Financiën heeft in het kader van de discussie inzake de wenselijkheid van een 'marktmeester' onlangs aangegeven voornemens te zijn de regeling dienovereenkomstig uit te breiden.⁴⁴ Dit voornemen wordt bevestigd in het wetsvoorstel.

Overigens blijkt uit het wetsvoorstel niet dat de minister ook voornemens is om een einde te maken aan het opmerkelijke feit dat transacties die de bidder verricht gedurende de biedingstermijn publiekelijk bekend dienen te worden gemaakt, terwijl transacties die de bidder verricht tussen het moment van aankondiging van het bod en de aanvang van de biedingstermijn slechts aan de AFM dienen te worden gemeld (en uiteindelijk in het biedingsbericht dienen te worden gepubliceerd).⁴⁵ De Commissie Kapitaalmarkt heeft er terecht op gewezen dat voor dit onderscheid geen goede reden (meer) bestaat, en dat ook transacties die voorafgaand aan de biedingstermijn voor de markt en doelvennootschap relevante informatie opleveren en derhalve onverwijld publiekelijk bekend zouden moeten worden gemaakt.⁴⁶

7. Transparantie inzake short posities?

7.1. Melding van bruto short posities

Het ministerie heeft tevens geconsulteerd over de vraag of het wenselijk is om partijen die een substantieel belang melden niet alleen informatie te laten verschaffen over de door hen gehouden aandelen en stemmen, maar ook over hun eventuele bruto short positie. Deze maatregel lijkt primair bedoeld als middel tegen *empty voting* – het uitoefenen van stemrechten zonder een corresponderend economisch belang. De afgelopen jaren is vanuit de wetenschap, de praktijk en de politiek geroepen om maatregelen tegen *empty voting*; het wetsvoorstel vormt hiertoe een eerste, voorzichtige, aanzet. Twee voorbeelden illustreren waarom *empty voting* problematisch kan zijn. Indien een aandeelhouder geen corresponderend economisch belang heeft (bijvoorbeeld omdat de aan-

delen zijn geleend), ontbreekt bij hem de prikkel om het stemrecht uit te oefenen met het oog op waardecreatie (en koersstijging als gevolg). Stel dat gestemd moet worden over een fusie met een andere vennootschap, en dat de desbetreffende aandeelhouder in deze vennootschap wél een economisch belang heeft. De aandeelhouder zal zich bij de uitoefening van zijn stemrecht in de ene vennootschap laten leiden door zijn belang in de andere vennootschap.

Ook buiten overnamesituaties kan *empty voting* problematisch zijn. Stel dat een aandeelhouder die over substantiële zeggenschap beschikt per saldo een short positie heeft (bijvoorbeeld omdat hij 5% van de aandelen houdt maar tegelijkertijd door middel van Cfd een short positie heeft opgebouwd ter grootte van 7% van de aandelen). De aandeelhouder heeft dan een prikkel om het stemrecht uit te oefenen met het oog op *waardestructie* (en koersdaling als gevolg).

De minister stelt nu voor om partijen, die vanwege het overschrijden van een meldingsdrempel een melding moeten doen, te verplichten om daarbij niet alleen de informatie te verschaffen die thans in art. 5 Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitvoerende instellingen Wft is genoemd, maar tevens informatie over hun eventuele bruto short positie. Behalve dat hierdoor duidelijk kan worden of en in hoeverre er sprake kan zijn van *empty voting*, noemt het voorstel twee andere redenen. De eerste is dat transparantie van de bruto short positie (en, doordat deze tezamen met de bruto long positie wordt gemeld, het netto economische belang) kan bijdragen aan correcte prijsvorming, een van de doelstellingen van de meldingsregeling.⁴⁷ Dit lijkt mij een juiste redenering.⁴⁸ De tweede reden is dat transparantie van de bruto short positie inzicht kan bieden in eventuele belangenverstrengelingen, eveneens een van de doelstellingen van de meldingsregeling. Een belangenverstrengeling kan zich bijvoorbeeld voordoen in het eerder gegeven voorbeeld van een aandeelhouder die aandelen houdt in twee fuserende vennootschappen.

Omdat transparantie van bruto short posities aldus kan bijdragen aan verwezenlijking van de doelstellingen van de meldingsregeling, deel ik niet de opvatting van de minister dat

39. Richtlijn 2004/72/EG, (PbEG L 162/70). De Engelse meldingsplicht voor leidinggevers ziet dan ook op transacties 'in the shares of the issuer, or derivatives or any other financial instruments relating to those shares'. DTR 3.1.2.

40. Zie overweging 26 van richtlijn 2003/6/EG, (PbEG L 96/16) en overweging 7 van richtlijn 2004/72/EG, (PbEG L 162/70 (2004)). Zie tevens mijn in noot 8 aangehaalde bijdrage.

41. Art. 5 lid 4 en art. 13 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft, Stb. 2007, 329 (Bob).

42. Zie mijn in noot 133 aangehaalde bijdrage.

43. Vervolgadvies van de Commissie Kapitaalmarkt van de Autoriteit Financiële Markten over mogelijke wijzigingen van de wettelijke regels inzake openbare biedingen in Nederland d.d. 16 december 2008, p. 1, te raadplegen op <www.afm.nl/marktpartijen/default.aspx?documentid=11843>.

44. Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33, p. 4.

45. Art. 5 lid 4 Bob resp. art. 13 lid 1 Bob.

46. Commissie Kapitaalmarkt, noot 43, p. 2.

47. Zie noot 7.

48. Zie voor een gedetailleerde uitleg waarom transparantie van economische belangen kan bijdragen aan goede prijsvorming, mijn in noot 15 aangehaalde bijdrage.

Ondernemingsrecht

een dergelijke meldingsplicht een 'fundamentele' wijziging van de huidige regeling zou meebrengen. Ook het door de minister genoemde bezwaar dat de plicht een 'nationale kop' zou betekenen bovenop de Transparantierichtlijn, zou mijns inziens niet doorslaggevend moeten zijn. Als vermeld, is deze horde al genomen bij de invoering van de meldingsregeling, en gaan ook de in par. 4 besproken voorgestelde wijzigingen aanzienlijk verder dan wat de Transparantierichtlijn voorschrijft. Hetzelfde geldt voor de in het wetsvoorstel-Frijns voorgestelde wijzigingen van de meldingsregeling. Waar het nu om gaat is het ontwerpen van een efficiënte meldingsregeling, dat wil zeggen een regeling waarvan de baten de lasten overtreffen.

De hiervoor beschreven *baten* van verplichte melding van bruto short posities zijn significant, maar om twee redenen niettemin beperkt. In de eerste plaats is de melding slechts een momentopname. Onder de huidige regeling hoeft de gemelde informatie slechts te worden geactualiseerd op het moment dat de bruto long positie zodanig wijzigt dat een drempelwaarde wordt bereikt. Dat zou betekenen dat de desbetreffende partij na het doen van de melding (en voor de datum waarop gestemd wordt) alsnog een bruto short positie zou kunnen opbouwen c.q. vergroten, zonder dat de markt hierop geattendeerd wordt. Als middel tegen empty voting zou de meldingsplicht dus alleen zin hebben als deze gepaard gaat met een verplichting tot het actualiseren van materiële wijzigingen in de bruto short positie.

Overigens zal een verplichting tot actualiseren blijkens het wetsvoorstel-Frijns ook gaan gelden voor de plicht om bij de melding van een substantieel belang ook de intenties openbaar te maken, zodat het register accuraat en actueel blijft.⁴⁹ Maar onder het huidige recht geldt een verplichting tot actualiseren bijvoorbeeld niet indien een aandeelhouder die een substantieel belang heeft gemeld zijn aandelen vervolgens uitleent (en daardoor in beginsel het stemrecht verliest).⁵⁰ Een en ander doet de vraag rijzen of het niet beter is om een algemene bepaling te introduceren op grond waarvan materiële wijzigingen in de ten tijde van de melding verstrekte informatie onverwijld aan de AFM dienen te worden gemeld.

In de tweede plaats is transparantie slechts een eerste – zij het belangrijke – stap in de strijd tegen empty voting. Want wat te doen als eenmaal duidelijk is dat een partij geen met zijn stemrecht corresponderend economisch belang heeft? De maatregelen die de vennootschap of andere aandeelhouders kunnen treffen om die partij het stemmen te beletten lijken onder het huidige recht beperkt. Dit onderstreept de noodzaak van een meer fundamentele discussie over de mate van vrijheid die aandeelhouders hebben bij de uitoefening van het stemrecht, een discussie die in Nederland steeds meer op gang begint te komen. Illustratief in dit verband is de recente opmerking van het kabinet, naar aanleiding van haar opvatting dat een tegenwicht dient te worden geboden aan de gerichtheid op de korte termijn van sommige aandeelhouders, dat de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW kunnen eisen dat aandeelhouders het bestuur niet mogen beletten te streven naar het maken van een brede belangenafweging.⁵¹ Tegelijkertijd moeten de lasten die voortvloeien uit een regeling die melding van bruto short posities vereist niet worden

onderschat. Partijen die voorheen slechts hun bruto long posities dienden te monitoren zullen straks, wanneer zij een drempelwaarde overschrijden, moeten nagaan wat hun (naar ik aanneem *delta-adjusted*) bruto short positie is.⁵² Met name voor institutionele beleggers die hun portefeuille deels hedgen, bijvoorbeeld door middel van aan indexen gerelateerde short posities, kan dit nog heel wat voeten in de aarde hebben. Het zal dan ook interessant zijn om te bezien wat de reacties van institutionele beleggers op het voorstel zullen zijn.

7.2. *Melding van substantiële netto short posities*

Het hiervoor besproken voorstel moet worden onderscheiden van de vraag of het wenselijk is dat het opbouwen van een substantiële *netto* short positie een zelfstandige meldingsplicht doet ontstaan. Hierin voorziet momenteel de eerdergenoemde Tijdelijke regeling inzake short selling. Op grond van deze regeling dienen partijen bij het bereiken van een netto short positie van 0,25% (of andere drempelwaarde) in bepaalde financiële ondernemingen een melding te doen bij de AFM. Dit biedt de AFM onder meer de mogelijkheid 'om eventuele verbanden te zien tussen short posities en manipulatieve [handels-MS]strategieën'.⁵³ Om die reden hoeft ook geen publieke mededeling te worden gedaan.

Mogelijk zal dit in de toekomst anders worden, gezien het recente voorstel van het Committee of European Securities Regulators (CESR) om een pan-Europees systeem te introduceren op grond waarvan netto short posities vanaf 0,10% bij de toezichthouder moeten worden gemeld, en posities vanaf 0,5% publiekelijk bekend dienen te worden gemaakt.⁵⁴ Behalve dat marktmisbruik hiermee verder wordt ontmoedigd, zorgt publicatie ervoor dat de markt wordt geattendeerd op het feit dat het aandeel mogelijk is overgewaardeerd.⁵⁵ Aldus bevordert publicatie van netto short posities volgens CESR een correcte prijsvorming.

Tegelijkertijd, zo zou ik daaraan willen toevoegen, kunnen al te strenge meldingsplichten ook ten koste gaan van correcte prijsvorming. Doordat partijen (bijvoorbeeld hedge funds) gedwongen worden hun handelsstrategie eerder prijs te geven, valt immers minder winst te behalen en wordt het minder

49. Op grond van het voorgestelde art. 5:43a lid 3 Wft.

50. De aard van het belang verschuift dan weliswaar van 'rechtstreeks' naar 'potentieel', maar deze verschuiving hoeft niet onverwijld bij de AFM te worden gemeld.

51. Kabinetvisie Toekomst Financiële Sector (2009), p. 14, te raadplegen op <www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2009/07/Kabinetvisie_toekomst_financiële_sector>. Zie over dit onderwerp uitgebreid Assink, noot 2, p. 106-113.

52. Bovendien mag worden verwacht dat de overgangsregeling zal bepalen dat alle partijen die een melding hebben uitstaan op het moment van inwerkingtreding van de wet, de bij die melding verstrekte informatie uiterlijk binnen een bepaalde termijn zullen moeten aanvullen met informatie over hun eventuele bruto short positie.

53. *Stcrt.* 2009, 97, p. 4.

54. Ook het recente voorstel van ESME voorziet erin dat (door middel van contact afgewikkelde aandelerderivaten opgebouwde) substantiële short posities, bijvoorbeeld van 5%, tot een zelfstandige meldingsplicht leiden. ESME, noot 34.

55. CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, CESR/09-581 (2009), p. 6 en 9. Zie voor een nadere toelichting tevens mijn in noot 15 genoemde artikel.

aantrekkelijk om onderzoek te doen naar de fundamentele waarde van een aandeel.⁵⁶ Om die reden – en uiteraard omdat strengere meldingsplichten de administratieve lasten doen toenemen – moet niet te snel worden aangenomen dat de baten van de door CESR voorgestelde regeling de lasten wel zullen overtreffen.

Overigens zou een zelfstandige meldingsplicht voor substantiële netto short posities ook een bijdrage kunnen leveren aan het tegengaan van empty voting. Indien duidelijk wordt dat een partij met substantiële zeggenschap een netto short positie heeft, wordt daardoor immers het potentieel van empty voting blootgelegd. Deze bijdrage is echter beperkt, omdat zoals hiervoor al bleek empty voting niet noodzakelijkerwijs een netto short positie vereist. Empty voting kan daarom waarschijnlijk het beste worden tegengegaan door ervoor te zorgen dat volledige transparantie wordt betracht op het moment dat substantiële zeggenschap wordt verworven (zoals thans wordt voorgesteld) en, wellicht belangrijker nog, op het moment dat die zeggenschap wordt aangewend door uitoefening van het stemrecht of van andere aandeelhoudersrechten.

8. Tot besluit

Het wetsvoorstel is een belangrijke stap in de richting van meer transparantie inzake economische belangen. Die transparantie is noodzakelijk om verwezenlijking van de oorspronkelijke doelstelling van de meldingsregeling – het bevorderen van een goede werking van de effectenmarkt – ook in de toekomst te waarborgen, en kan daarnaast een bijdrage leveren aan de onderlinge verhoudingen binnen de vennootschap. Met deze stap treedt de Minister van Financiën in het voetspoor van verschillende buitenlandse toezichthouders die de reikwijdte van hun meldingsregels reeds hebben uitgebreid, zoals de Engelse FSA. Het onderhavige voorstel lijkt er in de eerste plaats op gericht om het draagvlak voor aanpassing van de regels te peilen. Over de wijze waarop die aanpassing precies dient te worden vormgegeven valt nog veel te zeggen, getuige ook het uitgebreide proces dat in het Verenigd Koninkrijk aan aanpassing van de regels is voorafgegaan. Met het resultaat van dat proces – een gedetailleerde regeling die recht doet aan de complexiteit van het onderwerp – kan de wetgever bij de verdere uitwerking van het wetsvoorstel zijn voordeel doen.

56. Zie mijn in noot 155 genoemde artikel.

Actualiteiten

Fourth Symposium of the European Company and Financial Law Review

17

1. Introduction

On 2 October 2009, the European Company and Financial Law Review, together with this journal, organized its fourth annual symposium. The symposium, sponsored by 'Het Instituut voor Ondernemingsrecht' took place at the Supreme Court of the Netherlands in The Hague. The morning session was dedicated to the financial crisis, while the afternoon session to the European private company (SPE). This article summarizes a selection of the presentations that were given at the conference, and focuses on normative aspects.¹ The articles from which these and the remaining presentations have been derived, as well as a report of the discussion that took place subsequent to the presentations, will be published next year in the European Company and Financial Law Review.

2. The Financial Crisis

2.1. *Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach* (Joe McCahery)

This presentation by Joe McCahery, of Tilburg University and the Duisenberg School of Finance, was based on a paper co-authored with Gerard Hertig and Ruben Lee.² The paper is written against the background of failures in supervision of banks with cross-border activities, such as IceSave and Fortis. These failures have triggered a number of proposals to redesign the EU banking supervision architecture. McCahery et al. launch an alternative proposal, and offer several arguments for why this proposal is superior to existing proposals. The present EU banking supervision architecture is characterized by a 'home country control approach'. This enables banks supervised in one Member State (their home state) to offer banking services or to establish a branch in another Member State (the host state) without becoming subject to prudential supervision in that state. The host state does remain empowered to impose branch liquidity requirements and additional compliance with certain rules. As McCahery et al. note, '[d]ecentralized banking supervision has the advantage of empowering the agency closest to the main domain of activity of most banks. But it requires close international collaboration in the supervision of those banks that have significant cross-border operations.'³ Currently, this collaboration is taking place on the basis of bilateral memoranda of understanding, which establish regular exchanges of information and procedures for on-site inspections. The same applies with respect to supervision of banks with subsidiaries (as opposed to branches) in other Member States. EU banking supervisors have also signed mul-

tilateral memoranda of understanding on financial crisis management. However, the financial crisis has revealed the arrangements' 'failure to address properly conflicts of interests among supervisors, diversity in deposit insurance schemes, and financial distress situations.'⁴

Hence the need for regulatory reform. The European Commission has proposed the establishment of a European Systemic Risk Council (ESRC) and reinforcement of existing supranational institutions by replacing the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) by a European Banking Authority (EBA). McCahery et al. are sceptical about the workability of this proposal. At the same time, they are sceptical about the feasibility of further-reaching proposals, such as mandatory ECB supervision of all large banks. As an alternative, they propose a choice-oriented model of supervision, under which a Member State can opt into ECB supervision of banks (parents, subsidiaries or branches) with significant cross-border activities that the Member State currently supervises. ECB supervision would thus be confined to banks that are systemically relevant from an EU-perspective, and whose present supervisors have chosen to delegate the supervisory task to the ECB.

Member States would delegate supervision of banks with significant cross-border activities to the ECB by entering into an agreement with the ECB. The agreement would consist of several key elements 'that seek to ensure a robust allocation of responsibilities (who does what), commitments (what happens in financial distress situations) and costs (who pays for what).'⁵ The agreement would also specify how the agreement itself can be terminated, i.e. how Member States can recover supervisory sovereignty. Here, it is proposed that Member States could opt out at the end of the first five-year period, and thereafter at the end of subsequent three-year periods.

McCahery et al. enumerate a number of incentives and disincentives for the ECB to act as banking supervisor, and for Member States to delegate their supervisory tasks to the ECB. I will focus here on the incentives for Member States to delegate their supervisory tasks to the ECB. After all, it is plausible that the ECB's incentives to act as banking supervisor (such as improved financial stability) outweigh its disincentives. Indeed, as McCahery et al. point out, the ECB itself has indicated a willingness to supervise banks with significant cross-border activities. The real question therefore is whether there are any Member States that will be willing to transfer, by way of

1. For reasons of space, unfortunately, it is not possible to discuss each of the presentations. A complete list of the presentations is available at <www.reference-global.com/doi/abs/10.1515/ECFR.2009.370>.

2. Gerard Hertig, Ruben Lee and Joseph A. McCahery, *Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach* (August 2009). Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1327824>>.

3. Id. at 8.

4. Id. at 9.

5. Id. at 29.

agreement, supervisory powers to the ECB. Member States have significant disincentives to do so, including loss of sovereignty and reduced bail out discretion. Are these disincentives outweighed by the incentives to opt in?

The following incentives to opt in are identified. First, a higher supervisory quality: the ECB 'is more likely to attract high caliber supervisors that have the expertise required for effective supervision than domestic supervisors in some Member States, in particular new Member States'.⁶ Second, ECB supervision 'may enhance the reputation of an opting-in Member State as a banking centre', given that third parties will assume the ECB's priority is to minimize the risk of financial distress.⁷ Third, in terms of politics, Member States that opt in 'can blame the ECB to the extent that something goes wrong or tough actions create a chilling effect on voters'.⁸ Fourth, the ECB 'will have stronger supervisory clout than many if not most domestic supervisors'.⁹ Here, McCahery et al. point at the failure of the UK to effectively supervise one branch and one subsidiary of parent banks incorporated in Iceland (the same problem, of course, occurred in the Netherlands). Opting in to ECB supervision, according to McCahery et al., will improve cross-border supervision coordination and cooperation. Finally, ECB supervision could reduce the risk of financial distress, or at least the costs bail outs may generate, for several reasons. Notably, 'corrective action will be taken sooner and in a more effective manner than under the current regime'.¹⁰ Also, the fact that the ECB is the de facto lender of last resort may reduce the number of agencies involved in bail out negotiations, and competition objections are less likely if financial aid is given by Member States at the request of the ECB.

Together, these incentives, McCahery et al. argue, should outweigh the disincentives, at least for certain types of Member States. These include (1) Member States where the level of domestic banking activity is low relative to the size of cross-border banking activities of the one or two parent banks incorporated in that Member State (such as Belgium); (2) large Member States that essentially rely on subsidiaries with parent banks in other Member States to finance its economy (such as Poland); and (3) medium-sized Member States where the level of domestic bank activity is high enough to make it a financial centre and where several parent banks with significant cross-border operations are incorporated (such as Ireland).

Finally, McCahery et al. address the various objections to their proposal, and argue that these are unpersuasive. Unsurprisingly, they deem it unlikely that if their proposal were adopted, no Member State will opt in. Yet, if this were to happen, they argue, the cost of such failure would be minimal in comparison to misguided mandatory approaches to supervision at the European level, as the costs would mainly consist in the transaction costs generated in getting the European Council to agree to the opt-in proposal.

Is this really so? Perhaps there would be another, hidden, cost. McCahery et al. note that the choice-oriented approach is based on an established EC regulatory technique, and they refer, among others, to the Takeover Directive. This Directive allows Member States to opt out of its board neutrality and breakthrough provisions. In fact, virtually all Member States

have done so, at least where this would have required amendment to existing national law.¹¹ One might argue that they have done so at the cost of reducing the credibility of the EU as an institution that can draft effective laws. Indeed, the Takeover Directive has been widely perceived as a failure, precisely because of its inability to bring about any meaningful change in this area. Be this as it may, McCahery et al. present an interesting proposal that they do not claim to be perfect, but rather to offer clear advantages compared to existing supervisory arrangements and the main proposed alternatives.

2.2. *The Institutional and Other Reforms After the Financial Crisis (Eddy Wymeersch)*

The first half of the presentation by Eddy Wymeersch, of Ghent University, offered an overview of the causes of the financial crisis and of the different areas of reform. The second half of the presentation focused on the European financial supervision architecture.¹² This is not surprising, given his position as chair of the Committee of European Securities Regulators (CESR).

In terms of the European financial supervision architecture, Wymeersch first offered a brief description of the present situation. Strikingly, the current secretariat of CESR in Paris is occupied by a mere 30 staffers, which apparently is still more than the two other European committees, the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) and the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee (CEIOPS). These staffers are complemented by secondees from national supervisors, who of course employ their own staff as well. Still, the number stands in stark contrast to CESR's US counterpart, the Securities Exchange Commission, which employs thousands of staff (and of course has significantly more responsibilities).

This may change in the future, when the CESR will be replaced by the European Securities and Markets Authority (ESMA). The ESMA's tasks will be (1) technical standard setting on the basis of delegation in directives, subject to Commission endorsement; (2) 'mediation', solving disputes between supervisors mainly on cross-border basis; (3) supervision on implementation of the European rules by national supervisors (peer review); (4) administrative action in case of manifest violation of EU rules; and (5) direct supervision of credit rating agencies.¹³

6. Id. at 16.

7. Id.

8. Id.

9. Id.

10. Id. at 19.

11. Commission Staff Working Document, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* (2007), at 7. McCahery et al. acknowledge this; id. at 28.

12. For a discussion of the US financial supervision architecture, see my article 'Rebuilding Financial Supervision and Regulation in the US', *Ondernemingsrecht* 2009, 133 (afl. 14).

13. For a more detailed discussion of ESMA's powers, see Eddy Wymeersch, *Global and Regional Financial Regulation, the Viewpoint of a European Securities Regulator* (2009). Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1484632>>.

Actualiteiten

Wymeersch went on to describe the role of the future European Systemic Risk Board (ESRB). The main tool that the ESRB will have at its disposal will be the issuing of recommendations addressed to national authorities, central banks, supervisors, ministries, etc. National authorities will have to respond within a certain time. The recommendations will not be binding. Instead, Member States will be required to 'act or explain'. If needed, the ESRB will be able to take relevant issues to the political level.

Wymeersch concluded by arguing that we not only need more regulation, but also better implementation of the existing regulation. He also argued that harmonisation has been too weak, and that there is a need for more uniform rules in the markets to avoid regulatory arbitrage. Finally, referring to the Icelandic case, Wymeersch argued for a rebalancing of home Member State – host Member State supervision, and emphasized that divergence between EU and US regulation should be avoided.

2.3. *Executive Compensation and the Financial Crisis* (Roberta Romano)

The presentation by Roberta Romano, of Yale Law School, was based on a paper co-authored with Sanjai Bhagat.¹⁴ Romano outlined an executive compensation reform proposal specifically addressed to firms receiving financial assistance from the US government and thought to pose a systemic risk, but potentially suitable for all firms. The key feature of the proposal is that incentive compensation plans should consist only of restricted stock and restricted stock options, as further explained below.

Romano first drew attention to the paradox that while the crisis has several causes – misguided government policies, inadequate market discipline and internal organizational factors including poorly designed incentive compensation, all contributing to excessive risk taking – only the issue of executive compensation has consistently been a focal point of reform across nations. In the absence of compelling evidence that executive compensation was a key contributing factor to the financial crisis, the likely explanation for this paradox is, of course, politics. Politicians, seeking to deflect attention from government policies that contributed to the crisis, have been eager to find scapegoats, and highly paid executives (as well as hedge funds – MS) form easy targets.

Against this background, the US government has adopted a series of measures designed to curb executive compensation at firms that have benefitted from government support. For example, the Obama administration has appointed a Special Master to approve executives' compensation of TARP firms receiving exceptional assistance, such as AIG and Bank of America. Other proposals have been floated and are currently being considered, but are flawed in several respects. Romano and Bhagat advocate an alternative proposal, motivated by the belief that if executive compensation reforms are inevitable as a political matter, the resulting policies should at least be simple, transparent and focused on sustaining long-term shareholder value.

The proposal focuses on altering the form in which equity-based compensation is provided, rather than on limiting the dollar amount or prohibiting bonus payments. Incentive com-

pensation plans should consist only of restricted stock and restricted stock options, in the sense that an executive could not sell until a specified number of years after he or she leaves the firm. Romano and Bhagat suggest between two years (because 'managers' discretionary authority, under current accounting conventions in the United States, to manage earnings unravels within a one-to-two year period') and four years (which 'is a reasonable time for at least the intermediate-term results of the executives' decisions to come to realization').¹⁵ The proposal applies to all executives and any individual whose decisions 'may substantially impact a firm (...) such as proprietary traders or structured product sales personnel'.¹⁶

The strength of the proposal, Romano argued, lies in the fact that it retains the intended benefits of equity-based incentive compensation plans while significantly diminishing executives' incentives to make public statements, manage earnings or accept undue levels of risk for the sake of short-term price appreciation. Because of its simplicity, the proposal also limits companies' ability to circumvent statutory limits on compensation.

Romano pointed to two additional benefits of the proposal. First, there is a natural 'clawback' feature 'that renders unnecessary intricate mechanisms requiring executives to pay back bonuses received on income from transactions whose value proved illusory'.¹⁷ Second, 'because a CEO would be exposed to the impact of decisions made by his or her successor, the proposal will have the salutary effect of focusing the executive more attentively on succession planning'.¹⁸ Romano also addressed several issues raised by the proposal. For one thing, the proposal would likely result in executives being underdiversified. Here, Romano and Bhagat propose that the adjusted expected return be restored by granting additional restricted shares and options to the executive. To prevent undoing of incentives, derivatives transactions that hedge specific risks from having to hold restricted stock and options would need to be restricted.

Another concern could be that executives who are required to hold restricted shares and options past retirement would face liquidity concerns. To offset the loss of liquidity, Romano and Bhagat essentially propose that, from a tax point of view, executives be allowed to receive greater cash compensation. In addition, they propose that 85% to 90%, and not all, of the incentive compensation received in a given year be in the form of restricted stock. This would enable the executive to access a small proportion in a shorter time frame.

Finally, Romano addressed the issue of possible tax liability from restricting shares and options that is greater than the amount permitted to be received in the current year. To address this issue, Romano and Bhagat propose that the relevant individual 'should be allowed to sell enough additional shares

14. Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Reforming Executive Compensation: Simplicity, Transparency and Committing to the Long-Term* (2009) Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1336978>>.

15. Id. at 13.

16. Id. at 18.

17. Id. at 20.

18. Id.

(and/or exercise enough options) to pay the additional taxes'.¹⁹

3. The European Private Company

3.1. *Shareholder Conflicts in the European Private Company* (Mette Neville)

Mette Neville, of the Aarhus School of Business, University of Aarhus, discussed the potential for shareholder conflicts in the European private company. She next addressed the question of whether the most recent legislative proposal for the European private company adequately provides for the resolution of such conflicts, and, arguing this is not the case, suggested that the introduction of a statutory buy-out right may be desirable.

To illustrate the potential for shareholder conflicts, Neville cited some interesting data. First, she considered the ownership structure of small and medium-sized companies (SMEs). A survey of Danish SMEs with more than one owner indicates that 67% of SMEs have two owners, 22% have three owners, 7% have four owners and the remaining 4% have more than four owners. Moreover, as one would expect, the data suggests that ownership and management go hand in hand. For example, in 89% of the companies formed with a capital of 125 000 Danish kroner, the average overlap was 77%. Moreover, in 67% of the respondent companies all shareholders were employees of the company. Typically, there are also close personal relations between the shareholders. For these reasons, Neville observed, SMEs are vulnerable to conflicts, and not only at the level of the shareholders meeting; due to the overlap between owners and management, conflicts are likely to move into the boardroom. Such conflicts can, for example, lead to a deadlock in the decisionmaking process and paralyze the company. Hence, the need for rules ensuring a reasonable solution when conflicts arise.

Neville went on to cite some data offering a sense of what type of conflicts are likely to arise in SMEs. She identified two types: relational conflicts and conflicts relating to management of the company and its strategic development. An important cause of the latter type of conflicts may be that owner-managers – as shown in Neville's study of SMEs – often have other goals than growth and development. Typically it is equally or more important to be one's own boss and being able to realize one's own ideas. This can lead to conflicts between the owner-manager and other shareholders.

Because minority shareholders are likely to depend on their employment with the company and to have invested significant resources in the company, there is a need for protection of their interests in case of a conflict with the majority shareholder. The 2008 proposal from the Commission aims to offer such protection through a provision granting a right of withdrawal if the activities of the SPE are conducted in a manner which causes 'serious harm' to the interests of the minority shareholder as a result of certain predefined events, such as when the SPE has been deprived of a significant part of its assets (art. 18). Neville argued that this provision fails to offer a solution to the most frequently encountered problems in SME, i.e. expulsion of the minority shareholder from the

management of the company and deadlocks in the decision-making process.

To be sure, the Commission's proposal allows shareholders to amend the articles of association to expand the number of situations in which the right of withdrawal can be exercised. However, according to Neville, this possibility is of limited value given that shareholders, as a practical matter, often tend not to take fully advantage of their contractual freedom.

Against his background, Neville argued that the Commission should consider, as a minimum, to amend the proposal so it covers the most relevant conflict situations. Neville further argued that the Commission should consider going a step further and grant minority shareholders a right to exit at will (a statutory buy-out right). This is consistent with a plea of Harm-Jan de Kluiver, who in 2007 argued that 'it may be economically sound as well as effective and satisfactory from a legal point of view for the law to (...) award minority shareholders a right to exit the company 'at will' provided that (i) a reasonable notice period is observed and (ii) additional costs of financing are taken into account'.²⁰

Michael C. Schouten, The author is a PhD candidate at the University of Amsterdam and a graduate research fellow at the Duisenberg School of Finance.

19. Id. at 24.

20. H.J. de Kluiver, *Private Ordering and Buy-Out Remedies Within Private Company Law: Towards a New Balance Between Fairness and Welfare?*, 8 European Business Organization Law Review, 103, 119 (2007).

Richtlijn 2009/109/EG tot wijziging van de Tweede, Derde, Zesde en Tiende Richtlijn en het Wetsvoorstel 32 038

18

1. Inleiding

Op 16 september 2009 hebben het Europees Parlement en de Raad Richtlijn 2009/109/EG¹ – hierna: de Richtlijn – aangenomen. De Richtlijn strekt tot wijziging van de Richtlijnen 77/91/EEG – de Tweede richtlijn – 78/855/EEG – de Derde richtlijn – en 82/891/EEG – de Zesde Richtlijn – en Richtlijn 2005/56/EG – de Tiende richtlijn.

De Richtlijn ziet op verlichting van verslaggevings- en documentatieverplichtingen in geval van nationale en grensoverschrijdende juridische fusies en nationale juridische splitsingen. Met de Richtlijn wordt het doel nagestreefd de administratieve lasten voor vennootschappen met 25% te verminderen in 2012.² Deze lastenverlichting zou onder meer bereikt kunnen worden door de in de Richtlijn opgenomen wijzigingen die zien op de vereenvoudiging en stroomlijning van de fusie- en splitsingsprocedure. Met de lastenverlichting zou het concurrentievermogen van vennootschappen in de lidstaten van de EU worden versterkt. Eerdere richtlijnen zagen eveneens op de vereenvoudiging van procedures, al dan niet in het kader van fusie en splitsing. Met Richtlijn 2003/58/EG³ werden wijzigingen aangebracht in openbaarmakingsvereisten voor bepaalde soorten ondernemingen, met Richtlijn 2006/68/EG⁴ werden wijzigingen aangebracht in de regelingen omtrent de kapitaalbescherming voor de naamloze vennootschap, met Richtlijn 2007/36/EG⁵ werden wijzigingen aangebracht in de wijze van uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen en met Richtlijn 2007/63/EG⁶ werd bij fusie en splitsing de verplichting een onafhankelijke deskundige een verslag op te laten stellen en een verklaring af te laten geven omtrent de ruilverhouding geschrapt.

De Richtlijn is met ingang van 20 oktober 2009 van kracht⁷ en zal uiterlijk 30 juni 2011 geïmplementeerd moeten zijn in de nationale wetgeving van de lidstaten.⁸

In deze bijdrage zullen achtereenvolgens de naar onze mening voor Nederland meest relevante wijzigingen behandeld worden die naar aanleiding van de Richtlijn in de Nederlandse wetgeving moeten worden doorgevoerd of – voor zover de Richtlijn geen dwingende voorschriften bevat – welke wijzigingen zouden kunnen worden aangebracht in het Nederlandse recht. In dit licht zal tevens aandacht worden besteed aan Wetsvoorstel 32038. Vanwege de verwantschap tussen de Derde en de Zesde richtlijn zullen de wijzigingen in deze richtlijnen krachtens de Richtlijn zo veel als mogelijk integraal worden behandeld. Tevens zullen wij aanbevelingen doen voor de implementatie van de Richtlijn.

2. Wijzigingen in de Tweede richtlijn

De Tweede richtlijn⁹ wordt op een aantal punten gewijzigd. De meest in het oog springende wijzigingen zien erop dat er uiteindelijk slechts één verslag van een onafhankelijk deskundige noodzakelijk is indien in het kader van een fusie of splitsing een nieuwe vennootschap wordt opgericht of in het kader van een fusie, splitsing of openbaar bod het geplaatste kapitaal wordt verhoogd. Lidstaten krijgen de mogelijkheid art. 10 Tweede richtlijn (betreffende de verplichting een rapport op te laten maken door een onafhankelijk deskundige betreffende inbreng anders dan in geld – inbreng in natura – bij de oprichting van een vennootschap) niet toe te passen indien een nieuwe vennootschap wordt opgericht in het kader van een fusie of splitsing.

Een andere wijziging betreft de mogelijkheid voor lidstaten het verplichte rapport van een onafhankelijke deskundige eveneens achterwege te laten bij inbreng anders dan in geld ter gelegenheid van een verhoging van het geplaatste kapitaal die geschiedt met het oog op een fusie, splitsing of een openbaar bod, indien er een verslag door een onafhankelijk deskundige is opgesteld over het voorstel tot fusie of splitsing (art. 27 Tweede richtlijn).

Deze wijzigingen hebben voor de Nederlandse wetgeving in onze ogen geen directe verstrekkende gevolgen. In de Nederlandse wetgeving is het wat betreft de fusie immers niet zo dat er nu meerdere verklaringen ter zake van de inbreng anders dan in geld moeten worden afgegeven. Er hoeft namelijk geen rapport ten aanzien van de inbreng anders dan in geld op de voet van art. 2:94a/2:204a BW te worden opgemaakt naast de verklaring die op grond van art. 2:328 lid 1 tweede volzin BW moet worden afgegeven. Hoewel deze laatstbedoelde regeling vergelijkbaar is met de kapitaalsbeschermingsbepalingen van art. 2:94a/204a BW en art. 2:94b/204b BW, zijn deze bepalingen bij fusie niet van overeenkom-

1. Richtlijn 2009/109/EG van 16 september 2009 tot wijziging van de Richtlijnen 77/91/EEG, 78/855/EEG en 82/891/EEG van de Raad en Richtlijn 2005/56/EG wat verslaggevings- en documentatieverplichtingen in geval van fusies en splitsingen betreft, *PbEU* L 259/14 van 2 oktober 2009, p. 14-21.
2. Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad te Brussel, 8/9 maart 2007, Brussel, (03.05)(OR. en), p. 10, 11.
3. Richtlijn 2003/58/EG van 15 juli 2003 tot wijziging van Richtlijn 68/181/EEG van de Raad met betrekking tot de openbaarmakingsvereisten voor bepaalde soorten ondernemingen, *PbEU* L 221/13 van 4 september 2003, p. 13-16.
4. Richtlijn 2006/68/EG tot wijziging van Richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, *PbEU* L 264/32 van 25 september 2006, p. 32-36.
5. Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *PbEU* L 184/17 van 14 juli 2007, p. 17-24. Deze richtlijn wordt geïmplementeerd met Wetsvoorstel 31 746.
6. Richtlijn 2007/63/EG van 13 november 2007 tot wijziging van Richtlijn 78/855/EEG van de Raad en Richtlijn 82/891/EEG van de Raad wat betreft de verplichte opstelling van een verslag van een onafhankelijke deskundige bij fusies of splitsingen van naamloze vennootschappen, *PbEU* L 300/47 van 17 november 2007, p. 47-48.
7. Art. 7 Richtlijn 2009/109/EG.
8. Art. 6 Richtlijn 2009/109/EG.
9. Richtlijn 77/91/EEG.

stige toepassing verklaard.¹⁰ In de regeling met betrekking tot splitsing worden deze bepalingen wel van overeenkomstige toepassing verklaard (art. 2:334bb lid 1 BW), maar ook hier kan worden volstaan met één verklaring op grond van art. 2:334bb lid 1 jo. art. 2:94a/b en 2:204a/b BW en zijn er daarnaast geen verklaringen op grond van de vorenbedoelde kapitaalbeschermingsbepalingen vereist. Het gevolg hiervan is dat er bij fusie en ook splitsing naar huidig – Nederlands – recht nu ook slechts één verklaring behoeft te worden opge maakt ten aanzien van de inbreng in natura.¹¹ Dit lijkt in eerste instantie een teleurstellend resultaat voor Nederland. De vraag is echter wat de Nederlandse wetgever hiermee gaat doen. In het verleden is in de literatuur al gediscussieerd over de noodzakelijkheid van de verklaring ten aanzien van de inbreng in natura.¹² Nederland zou de implementatie van de Richtlijn, mede in het licht van het recentelijk aangenomen wetsvoorstel met betrekking tot flexibele BV, kunnen aangrijpen om bij fusie deze verklaring niet meer te verplichten. Een dergelijke verklaring zal na de invoering van dit wetsvoorstel immers niet meer verplicht zijn bij de inbreng in natura bij of na de oprichting van een BV. In onze ogen is een verklaring dan niet noodzakelijk in geval van een fusie waarbij een BV de verkrijgende vennootschap zal zijn. De wetgever zou dit dan naar onze mening niet alleen behoeven te beperken tot de BV, maar zou dit ook kunnen doortrekken naar de NV indien de uitzonderingen van art. 2:94a lid 3 BW en art. 2:94b lid 2 BW toepassing vinden.¹³ De Zesde richtlijn laat dit echter voor splitsing niet toe.

3. Wijzigingen in de Derde en Zesde richtlijn

3.1. Openbaarmaking fusie/splitsingsstukken

De eerste relevante wijziging in de Derde¹⁴ en Zesde richtlijn¹⁵ betreft de openbaarmaking van het voorstel tot fusie of splitsing (art. 6 en 11 Derde Richtlijn en art. 4 en 9 Zesde Richtlijn). Naar de huidige stand van de wetgeving wordt het voorstel tot fusie of splitsing openbaar gemaakt op de in de wetgeving van elke lidstaat vastgestelde wijze (art. 3 Eerste Richtlijn). In Nederland is deze bepaling gecodificeerd in art. 2:314 en 2:334h BW.

3.2. Openbaarmaking voor derden

De richtlijn bepaalt *dwingend* dat iedere fuserende of splitsende vennootschap van de voormelde openbaarmakingsverplichting voor derden is vrijgesteld indien zij gedurende een onafgebroken periode, die aanvangt ten minste één maand voor de datum van de algemene vergadering waarop het besluit over het voorstel tot fusie of splitsing moet worden genomen en die niet eerder eindigt dan de sluiting van die vergadering, het voorstel voor de fusie of splitsing op haar *website gratis openbaar* maakt (art. 2 Richtlijn). De lidstaten mogen echter ook bepalen dat de openbaarmaking geschiedt via een *centraal elektronisch platform*¹⁶ of een andere website. Indien openbaarmaking geschiedt via een andere website, wordt er een verwijzing naar die website opgenomen op dat centrale elektronische platform. Niet goed valt in te zien hoe moet worden verwezen vanaf een centraal elektronisch platform indien een lidstaat de keuze heeft gemaakt de openbaarmaking niet via zo een platform te laten geschieden.

Kortom: er zal ook, indien de openbaarmaking via een andere website geschiedt, een centraal elektronisch platform moeten bestaan.

Lidstaten kunnen voorts bepalingen opnemen die ertoe verplichten dat de vennootschappen de informatie gedurende een specifieke periode na de algemene vergaderingen op hun website of het centrale elektronische platform of de andere aangewezen website laten staan.

Wetsvoorstel 32 038

Op 27 augustus 2009 is een wetsvoorstel ingediend betreffende wijziging van het Burgerlijk Wetboek en enkele andere wetten in verband met lastenverlichting voor burgers en bedrijfsleven (hierna: het Wetsvoorstel).¹⁷ Het Wetsvoorstel ziet onder andere op de wijziging van art. 2:314 BW en art. 2:334h BW. Het Wetsvoorstel voorziet in de mogelijkheid het voorstel tot fusie of splitsing, de toelichting van de besturen daarop, de jaarrekeningen en jaarverslagen en de tussentijdse vermogensopstellingen – indien van toepassing – langs elektronische weg toegankelijk te maken. Uit de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel¹⁸ blijkt dat hier met ‘elektronische openbaarmaking’ bedoeld is de openbaarmaking van het voorstel tot fusie of splitsing op de internetsite van de Kamer van Koophandel. De internetsite van de Kamer van Koophandel zou dan kunnen fungeren als een centraal elektronisch platform in die zin. Dit ligt voor de hand omdat de website van de Kamer ook al als zodanig fungeert. Zo kan er elektronisch al een opgaaf verkregen worden van voorgenomen juridische fusies en splitsingen in een bepaalde regio in een bepaalde periode.¹⁹

10. Zie tevens hierover: D.F.M.M. Zaman, G.C. van Eck en E.R. Roelofs, *Nationale en grensoverschrijdende juridische fusie en juridische splitsing van kapitaalvennootschappen, een praktische civielrechtelijke analyse*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 70 en 89.
11. H. Koster, *De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2009, p. 368 en *Kamerstukken II* 2007/08, 31220, nr. 3, Memorie van Toelichting, p. 19, waarin wordt aangegeven dat de door de Richtlijn 2006/68/EG geïntroduceerde uitzonderingen op de accountantscontrole niet bij splitsing mogen worden toegepast. De Zesde richtlijn staat daaraan in de weg. Bij de ‘ruziesplitsing’ op de voet van art. 2:334cc BW zijn uiteraard wel meerdere verklaringen vereist.
12. Zie bijvoorbeeld: J.N. Schutte-Veenstra, ‘Europese vereenvoudiging van het kapitaalbeschermingsregime voor de NV’, *Ondernemingsrecht* 2006, 194 en F.K. Buijn, R. Nieuwdorp en P.H.M. Simonis, ‘Splitsing van rechtspersonen’, Preadvis van de Vereniging Handelsrecht 1996, Deventer: Kluwer 1996, p. 69.
13. Anders: H. Koster, *De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2009, p. 368.
14. Richtlijn 78/855/EEG.
15. Richtlijn 82/891/EEG.
16. Art. 3 lid 4 Richtlijn 68/151/EEG.
17. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 038, Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en enkele andere wetten in verband met lastenverlichting voor burgers en bedrijfsleven, nr. 2, Voorstel van wet.
18. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 038, Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en enkele andere wetten in verband met lastenverlichting voor burgers en bedrijfsleven, nr. 3, Memorie van toelichting, p. 5.
19. H. Koster, *De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2009, p. 374.

Actualiteiten

3.3. *Openbaarmaking voor aandeelhouders*

Art. 8 sub b Derde richtlijn en art. 6 sub b Zesde richtlijn bepalen dat iedere aandeelhouder van de overnemende vennootschap respectievelijk de verkrijgende vennootschap ten minste één maand voor de datum van de algemene vergadering van de overgenomen vennootschap(en) respectievelijk de gesplitste vennootschap het recht heeft ten kantore van die vennootschappen kennis te nemen van de neergelegde bescheiden (zie tevens art. 11 Derde richtlijn en art. 9 Zesde richtlijn). Aan iedere aandeelhouder die dit wenst, dient kosteloos een afschrift van deze bescheiden te worden verstrekt (art. 11 lid 3 Derde richtlijn en art. 9 lid 3 Zesde richtlijn). De Richtlijn wijzigt deze bepalingen in die zin, dat, indien de aandeelhouder ermee heeft ingestemd dat de vennootschap inlichtingen langs elektronische weg verstrekt, deze afschriften per elektronische post toegezonden mogen worden. Vennootschappen zijn vrijgesteld van de plicht de stukken ten kantore van de vennootschap neer te leggen indien de stukken op haar eigen internetsite – en dus niet het centraal elektronisch platform – openbaar gemaakt worden. Indien openbaarmaking via de website geschiedt, volstaat het dat de aandeelhouders de stukken kunnen downloaden en afdrucken en hoeft geen afschrift per elektronische post verzonden te worden. Lidstaten kunnen wel verlangen dat de stukken nog enige tijd na de algemene vergadering op de website beschikbaar blijven. Voor de hand lijkt te liggen dat de Nederlandse wetgever hiervoor aansluit bij art. 2:314 lid 2 BW en art. 2:334h lid 2 BW.

Uit het Wetsvoorstel blijkt dat de stukken die ter inzage liggen voor de aandeelhouders eveneens langs elektronische weg toegankelijk gemaakt mogen worden. Blijkens de Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel²⁰ wordt hier met 'elektronische openbaarmaking' bedoeld op de openbaarmaking op de website van de rechtspersoon en niet op de openbaarmaking via het centraal elektronische platform. Naar onze mening heeft de Nederlandse wetgever met het Wetsvoorstel reeds een stap in de goede richting gezet naar de implementatie van de Richtlijn.

3.4. *Aankondiging van de neerlegging van de fusie- of splitsingsstukken*

De Nederlandse wet schrijft voor dat de te fuseren rechtspersonen of de partijen bij de splitsing in een landelijk verspreid dagblad aankondigen dat de stukken zijn neergelegd (art. 2:314 lid 3 BW en art. 2:334h lid 3 BW). Deze bepalingen vinden niet direct hun grondslag in de Derde of de Zesde Richtlijn. Deze richtlijnen bevatten wel een verplichting tot openbaarmaking in het nationale publicatieblad. Het is de vraag of de Nederlandse wetgever deze bepaling juist heeft geïmplementeerd door te verplichten tot openbaarmaking in een landelijk verspreid dagblad. In het Wetsvoorstel blijft de aankondiging in een landelijk verspreid dagblad in stand, met dien verstande dat in die aankondiging ook vermeld zal moeten worden waar de stukken elektronisch toegankelijk zijn.²¹ Op de vereiste aankondiging in het landelijk verspreid dagblad is in de literatuur kritiek geuit.²² Met Ten Voorde,²³ Verbrugh,²⁴ Koster²⁵ en Maatman²⁶ zijn wij van mening dat de aankondiging van de neerlegging in de Staatscourant of op de website van de Kamer van Koophandel beter zou zijn. Naar

onze mening is dit ook meer in lijn met hetgeen met de Richtlijn en het Wetsvoorstel wordt beoogd. De datum van publicatie in de Staatscourant of op de website van de Kamer van Koophandel kan in dat geval gelden als peildatum voor de mogelijkheid voor crediteuren in verzet te komen tegen het voorstel tot fusie of splitsing (art. 2:316 lid 2 BW en art. 2:334l lid 1 BW).

3.5. *Wijziging bescherming schuldeisers*

De Richtlijn wijzigt eveneens de bescherming van schuldeisers in het kader van fusie of splitsing. De Richtlijn stelt toegang tot een bevoegde administratieve of gerechtelijke instantie verplicht om adequate waarborgen te verkrijgen, indien de voldoening van hun vorderingen als gevolg van de fusie of splitsing in het gedrang is. Voor de Nederlandse wetelijke bepalingen heeft deze wijziging geen vergaande invloed, aangezien de Nederlandse wet reeds voorziet in een verzetsprocedure met toegang tot de rechter in de vorm van art. 2:316 lid 2 BW en art. 2:334l BW. De enige invloed van de wijziging ten aanzien van deze procedure is dat de Richtlijn voorschrijft dat op de schuldeisers de bewijslast zal komen te rusten aan te tonen dat de voldoening van hun vordering als gevolg van de fusie of splitsing in het gedrang zal komen. Dit zal gevolgen hebben voor de te volgen verzoekschriftprocedure.

3.6. *Afzien van verslag en tussentijdse cijfers*

De Richtlijn bevat ook enkele wijzigingen betreffende (i) de verplichting om tussentijdse cijfers op te stellen (art. 11 lid 1 sub c Derde richtlijn en art. 9 lid 1 sub c Zesde Richtlijn) en (ii) het verslag dat door de bestuurs- of leidinggevende organen moet worden opgemaakt en waarin het voorstel tot fusie en met name de ruilverhouding van de aandelen uit juridisch en economisch oogpunt worden toegelicht en verantwoord (art. 9 Derde richtlijn en art. 7 lid 1 Zesde richtlijn). Bij fusie en splitsing van beursvennootschappen zijn tussentijdse cijfers niet vereist indien de vennootschap een halfjaarlijks financieel verslag als bedoeld in art. 5 Richtlijn 2004/109/EG bekendmaakt en aan de aandeelhouders beschikbaar stelt. Daarnaast kunnen lidstaten bepalen dat bij fusie geen tussentijdse cijfers – i.e. de tussentijdse vermogensopstelling in de

20. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 038, Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en enkele andere wetten in verband met lastenverlichting voor burgers en bedrijfsleven, nr. 3, Memorie van toelichting, p. 5.
21. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 038, Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en enkele andere wetten in verband met lastenverlichting voor burgers en bedrijfsleven, nr. 2, Voorstel van wet, p. 2.
22. Zie hiervoor: D.F.M.M. Zaman, G.C. van Eck en E.R. Roelofs, *Nationale en grensoverschrijdende juridische fusie en juridische splitsing van kapitaalvennootschappen*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 73 en de aldaar aangehaalde literatuur.
23. H. ten Voorde, 'Drie stellingen. Deponering, publicatie en verzet', *WPNR* 2007/6703, p. 244.
24. M.A. Verbrugh, *Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007, p. 433.
25. H. Koster, *De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2009, p. 374, 388, 399.
26. R.H. Maatman, 'Verlos ons van het landelijk verspreid dagblad!', *WPNR* 1996/6250, p. 930-932.

zin van art. 2:313 lid 2 BW – vereist zijn indien alle aandeelhouders en houders van andere effecten waaraan stemrecht is verbonden van alle vennootschappen die aan de fusie deelnemen hiermee hebben ingestemd. Met name deze laatste door de Richtlijn geboden mogelijkheid is een goede stap voorwaarts in het streven naar lastenverlichting in het kader van de fusieprocedure. De Zesde richtlijn zou eraan in de weg kunnen staan om deze mogelijkheden ook bij splitsing te bieden. Dit is echter niet geheel in lijn met overweging 6 bij de Richtlijn. Idealiter zou Nederland op eigen initiatief deze bepaling ook toepassen op de splitsing, althans voor zover de Zesde richtlijn daar ruimte voor biedt.

Art. 9 lid 3 van de Derde richtlijn wordt in die zin gewijzigd dat lidstaten mogen bepalen dat het verslag – i.e. de toelichting op het voorstel tot fusie in het Nederlandse recht (art. 2:313 lid 1 BW) – niet vereist is indien alle aandeelhouders en houders van andere effecten waaraan stemrecht is verbonden van alle vennootschappen die aan de fusie deelnemen, hiermee hebben ingestemd. Ook deze mogelijkheid wordt helaas niet bij splitsing geboden.

Met de Richtlijn worden eveneens art. 27 en 28 Derde richtlijn gewijzigd. Deze artikelen zien op de fusie door overneming van een of meer vennootschappen door een vennootschap die niet alle, maar ten minste 90% van de aandelen in de overgenomen vennootschap houdt. De Derde richtlijn schrijft in dat geval voor dat de lidstaten bij een dergelijke fusie de goedkeuring van de fusie door de algemene vergadering van de overnemende vennootschap niet verplicht behoeven te stellen, indien aan verschillende voorwaarden is voldaan (zie art. 27 sub a en b Derde richtlijn). In dat geval staat het lidstaten eveneens vrij de vereisten van de art. 9, 10 en 11 Derde richtlijn – betreffende het verslag, het onderzoek van onafhankelijke deskundigen en de terinzagelegging van de fusiestukken – niet toe te passen. Bij de implementatie van de Derde richtlijn hadden de lidstaten de mogelijkheid bepaalde voorschriften wel toe te passen. De Derde richtlijn bevatte immers geen dwingende bepalingen hieromtrent. Met de Richtlijn komt hier verandering in. Bij een 90%-moeder-dochterfusie als bedoeld in de art. 27 en 28 Derde richtlijn passen lidstaten bepaalde onderdelen van art. 11 Derde richtlijn *verplicht* niet toe en is de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders van de overnemende vennootschap niet verplicht onder bepaalde omstandigheden. Ook deze bepaling is van dwingende aard. Wij achten deze bepaling uit de Richtlijn van gering belang voor de Nederlandse wetgever. Het Nederlandse recht voorziet immers niet in een vereenvoudigde procedure voor een 90%-moeder-dochterfusie. Uiteraard zou het creëren van deze mogelijkheid goed zijn voor de praktijk en de implementatie van de Richtlijn zou een mooie aanleiding zijn om ook de 90%-moeder-dochterfusie te introduceren in het Nederlandse recht.

Art. 20 Zesde richtlijn wordt eveneens gewijzigd. Dat artikel bepaalt dat als de verkrijgende vennootschappen in het bezit zijn van alle aandelen van de gesplitste vennootschap, de lidstaten goedkeuring van de splitsing door de algemene vergadering van de gesplitste vennootschap niet verplicht behoeven te stellen. De Richtlijn wijzigd deze bepaling in die zin, dat lidstaten niet langer goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders verplicht mogen stellen indien de

verkrijgende vennootschappen in het bezit zijn van alle aandelen van de gesplitste vennootschap. Zowel in de Derde als de Zesde richtlijn worden op dit punt facultatieve bepalingen vervangen door dwingende bepalingen.

3.7. *Wijziging en afzien inlichtingenplicht*

De Richtlijn voorziet eveneens in de invoering van een inlichtingenplicht in de Derde richtlijn voor de bestuurs- of leidinggevende organen van elke vennootschap die de fusie aangaat. Deze inlichtingenplicht dient ertoe de algemene vergaderingen van de bij de fusie betrokken vennootschappen op de hoogte te stellen van iedere belangrijke wijziging in de activa en passiva van het vermogen die zich heeft voorgedaan tussen de datum (i) van opstelling van het voorstel tot fusie en (ii) van de algemene vergaderingen die zich over het voorstel tot fusie moeten uitspreken.

In het Nederlandse recht kennen wij voor fusie en splitsing een vergelijkbare bepaling in art. 2:315 BW en art. 2:334i BW. Deze bepalingen zien op de inlichtingenplicht van de na de opstelling van het voorstel tot fusie of splitsing gebleken belangrijke wijzigingen in de omstandigheden die de mededelingen in het voorstel tot fusie of splitsing of in de toelichting hebben beïnvloed. De Richtlijn heeft naar onze mening tot gevolg dat art. 2:315 BW zal moeten worden aangepast aan de bepaling van de Richtlijn of dat een aanvullende bepaling zal moeten worden opgenomen. Niet iedere 'belangrijke wijziging in de activa en passiva van het vermogen' is immers een 'belangrijke wijziging in omstandigheden die de mededelingen in het voorstel tot fusie of de toelichting hebben beïnvloed', en omgekeerd. Lidstaten kunnen bepalen dat deze inlichtingen niet vereist zijn, indien alle aandeelhouders en houders van andere effecten waaraan stemrecht is verbonden van alle vennootschappen die aan de fusie deelnemen, hiermee hebben ingestemd. Gezien het doel van de Richtlijn en het Wetsvoorstel – namelijk: lastenverlichting – lijkt het ons wenselijk dat deze mogelijkheid in ieder geval in de Nederlandse wet wordt opgenomen. Een extra lastenverlichting zou kunnen worden bereikt indien op deze wijze ook bij splitsing afgezien zou kunnen worden van deze inlichtingenplicht. Helaas biedt de Zesde richtlijn, noch de Richtlijn hiertoe een aanknopingspunt.

4. **Wijzigingen in de Tiende richtlijn**

De Richtlijn wijzigd eveneens de Tiende richtlijn betreffende grensoverschrijdende fusie. De Richtlijn bepaalt dat ook bij grensoverschrijdende fusie, gelijk nationale fusie, de fuse-rende vennootschappen zijn vrijgesteld van de openbaarmakingsverplichting indien openbaarmaking langs elektronische weg geschiedt. Hiermee wordt de Tiende richtlijn in overeenstemming gebracht met de Derde richtlijn.

In de Tiende Richtlijn wordt tevens art. 15 lid 2 in die zin gewijzigd dat bij de fusie waarbij een 90%-dochtervennootschap verdwijnt in een moedervennootschap de verslagen van de onafhankelijke deskundigen en de voor het toezicht vereiste bescheiden alleen vereist worden voor zover deze verlangd worden bij het nationale recht dat van toepassing is op een van de fuserende vennootschappen *in overeenstemming met de Derde richtlijn*. Krachtens de Richtlijn mogen de

Actualiteiten

bedoelde verslagen alleen verlangd worden indien zij krachtens de implementatiebepalingen van de Derde richtlijn vereist zijn. Lidstaten kunnen dus zelf geen aanvullende vereisten stellen. Gezien het feit dat de Nederlandse wetgeving niet voorziet in bepalingen omtrent de 90%-moeder-dochterfusie – en deze dus ook niet grensoverschrijdend kan worden toegepast – zal de Nederlandse wetgeving waarschijnlijk niet op dit punt worden aangepast bij de implementatie van de Richtlijn. Uiteraard zou het naar onze mening een welkome aanvulling zijn indien met de implementatie eveneens bepalingen worden opgenomen waarmee de 90%-moeder-dochterfusie wordt geregeld (zie tevens par. 3.6).

5. Conclusies en aanbevelingen

Met de implementatie van de richtlijn worden de Tweede, Derde, Zesde en Tiende Richtlijn gewijzigd. De wijzigingen in de Tweede richtlijn hebben voor Nederland geen omvangrijke gevolgen.

Voor wat betreft de Derde, Zesde en de Tiende richtlijn wordt de mogelijkheid tot elektronische publicatie van de fusie – of splitsingsstukken ingevoerd. Lidstaten hebben zelf de mogelijkheid te bepalen via welke weg de stukken elektronisch openbaar worden gemaakt – via de website van de rechtspersoon, een centraal elektronisch platform of een andere website. De mogelijkheid tot elektronische publicatie zou een lastenverlichting kunnen betekenen, hetgeen met de Richtlijn en het Wetsvoorstel wordt beoogd. Een mogelijkheid die eveneens de lasten voor rechtspersonen vermindert, is dat onder bepaalde omstandigheden geen tussentijdse cijfers vereist zijn bij fusie of splitsing van beursvennootschappen. Een andere lastenverlichting wordt bij fusie bereikt door

af te zien van tussentijdse cijfers en het verslag bij het voorstel tot fusie. Helaas heeft de Europese wetgever – bewust of onbewust – deze lastenverlichting niet uitgebreid tot splitsing door de Zesde Richtlijn, bijvoorbeeld overeenkomstig de Derde richtlijn, te wijzigen. De Nederlandse wetgever heeft daardoor ook niet de mogelijkheid de splitsingsregeling op dit punt aan te passen conform de fusieregeling.

Het zou naar onze mening een welkome aanvulling zijn op de fusie- en splitsingsregeling indien de Nederlandse wetgever de implementatie van de Richtlijn aangrijpt om enkele wijzigingen door te voeren in de fusie- en splitsingswetgeving, zoals de wijziging van de aankondiging van de neerlegging van het fusie- of splitsingsvoorstel en de invoering van de mogelijkheid tot een vereenvoudigde fusie van een verdwijnende, 90%-dochtervennootschap in haar moedervernootschap (art. 24 e.v. Derde richtlijn en art. 15 lid 2 Tiende richtlijn bieden hier immers ruimte voor). Het zou eveneens kunnen worden overwogen om bij de implementatie van de Richtlijn enkele onduidelijkheden op te lossen in Afdeling 2.7.3A BW met betrekking tot onder andere de toepassing van verschillende bepalingen van nationaal recht op de fusierende vennootschappen, zoals hoe moet worden omgegaan met de verplichting tot het opstellen van de 'inbrengverklaring' van art. 2:328 lid 1 tweede volzin BW bij een outbound grensoverschrijdende fusie.²⁷

G.C. van Eck en E.R. Roelofs

27. Zie hierover tevens: G. van Solinge en H.J.M.M. van Boxel, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie', *WPNR* 2008/6776, p. 885-896.

Gewijzigd acting in concertbeleid AFM (art. 5:45 lid 5 Wft)

19

1. Inleiding

De AFM heeft haar beleid inzake acting in concert in de meldingsregeling herzien. Dit deed zij 20 november 2009 mede op haar website.¹ Het gewijzigde beleid vervangt de oude par. 3.5.8 van de Wft-voorlichtingsbrochure voor aandeelhouders.² Door te verduidelijken dat slechts samenwerking ten aanzien van de strategie van de vennootschap kwalificeert als acting in concert hoopt de AFM onderling overleg tussen aandeelhouders te stimuleren.³ Volgens haar kan immers 'overleg tussen aandeelhouders [...] bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling en [kan] dit overleg aandeelhouders helpen hun opvattingen beter en eenduidiger over te brengen op een uitgevende instelling'.⁴ Speerpunt van het nieuwe beleid vormt een lijst met feiten en omstandigheden die kunnen bijdragen aan het vermoeden dat er sprake is van een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen

van de stemmen als bedoeld in art. 5:45 lid 5 Wft ('*acting in concert*'). De wens om tot een nadere invulling van acting in concert te komen, bestond bij de AFM overigens al sinds juni 2007.⁵ Mogelijk heeft ESME's rapport uit november 2008, waarin werd aangedrongen op meer *guidance* rond acting in concert,⁶ voor een impuls gezorgd.

1. Zie <www.afm.nl > marktpartijen > nieuws > mededelingen>.

2. Te vinden op <www.afm.nl>.

3. Zie interview met AFM-bestuurder Maatman in *het Financieel Dagblad* d.d. 20 november 2009. Interessant is dat Maatman zich ook positief uitlaat over zogenoemde *one-on-ones* (een-op-eengespreken tussen bestuur en aandeelhouders). In 2006 nam de AFM hierover al een standpunt in, zie 'Aandeelhoudersactivisme en one-on-ones', 20 oktober 2006, <www.afm.nl>. Zie verder Ch. Honée, 'Investor relations en de 'kunst van het laveren'', in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Uitgave vanwege het IVO, deel 57, Deventer: Kluwer 2007, p. 13 e.v.

4. Inleidende opmerking bij de nieuwe par. 3.5.8 Wft-voorlichtingsbrochure voor aandeelhouders.

5. Zie het rapport *Beleid en prioriteiten AFM, periode 2007-2009* van 27 juni 2007, p. 26, <www.afm.nl>.

6. European Securities Markets Expert Group, Preliminary views on the definition of 'acting in concert' between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive van 17 november 2008. Zie hierover *Ondernemingsrecht* 2009, 62, p. 272-274.

2. Wettelijk kader

Volgens art. 5:45 lid 5 Wft wordt iemand geacht te beschikken over de stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde krachtens overeenkomst een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid voert. Elke contractspartij moet het gezamenlijke zeggenschapsbelang melden als dat totale belang een drempelwaarde zoals bedoeld in art. 5:39 lid 2 Wft bereikt, dan wel over- of onderschrijdt. De stemmen die een zogenoemde *concert party* zelf houdt in de zin van art. 5:45 lid 1 Wft dient hij als rechtstreeks belang te melden, die van zijn wederpartij(en) als middellijk.⁷ Art. 5:45 lid 5 Wft voorziet niet in toerekening van kapitaalbelangen.⁸ Uit de bewoordingen van art. 10 sub a Transparantierichtlijn⁹ en art. 5:45 lid 5 Wft lijkt te volgen dat de meldingsplicht ontstaat zodra de stemovereenkomst gesloten is en niet pas als partijen er daadwerkelijk uitvoering aan geven. Anderzijds merkte de AFM op:

‘Van een dergelijke overeenkomst is sprake wanneer deze personen zijn overeengekomen een duurzaam beleid ten opzichte van de uitgevende instelling te gaan voeren, *wat zij gestalte geven door de gezamenlijke uitoefening van hun stemrecht* [cursivering J.H.L. Beckers].’¹⁰

Minder duidelijkheid bestaat over de nadere informatieverzorging betreffende de stemovereenkomst. Op het meldingsformulier moet volgens de AFM worden aangegeven dat het middellijke belang wordt gehouden door middel van een stemovereenkomst.¹¹ Hiervoor lijkt een grondslag te ontbreken. Krachtens art. 5:44 Wft kunnen weliswaar nadere regels worden gesteld met betrekking tot de gegevens die moeten worden gemeld, maar uit art. 5 lid 1 Besluit melding zeggenschap Wft (Bmz Wft),¹² waarin zulke nadere regels zijn gesteld, valt genoemde eis niet af te leiden. Onduidelijk is ook of de namen van de *concert parties* moeten worden gemeld. Betoogd is dat art. 5 lid 1 sub c Bmz Wft hiertoe verplicht.¹³ Dit is een lastige kwestie. Art. 5 lid 1 sub c Bmz Wft verplicht slechts tot openbaarmaking van de naam van de aandeelhouder, zoals bedoeld in art. 5:45 lid 1 Wft (de rechtstreekse aandeelhouder) ‘indien deze zelf niet meldingsplichtig is’. Aangezien concert parties altijd een meldingsplicht hebben (rechtstreeks dan wel middellijk), zou deze regel in beginsel¹⁴ niet van toepassing zijn. Uit art. 12 lid 1 sub d Transparantierichtlijn blijkt echter dat de identiteit van de aandeelhouder wordt gemeld, ‘ook al heeft deze niet het recht stemrechten uit te oefenen [...]’. Doordat in art. 5 lid 1 sub c Bmz Wft wordt aangesloten bij de meldingsplicht en niet bij de vraag wie bevoegd is inzake de stemrechtuitoefening, wijkt de Nederlandse regeling terzake af van de richtlijn. Maar, zelfs als art. 5 Bmz Wft richtlijnconform wordt uitgelegd is niet geheel duidelijk hoe dit uitwerkt bij stemovereenkomsten.

3. Het AFM-beleid inzake acting in concert

Op de onduidelijke acting in concertbepaling van art. 5:45 lid 5 Wft is veel kritiek geweest.¹⁵ Zij noopte beleggers tot terughoudendheid met onderling overleg; (onbedoelde) schending

van de meldingsregels zou immers kunnen leiden tot boetes en, belangrijker nog, reputatieschade. Ook in de literatuur werd aangedrongen op verduidelijking. Geconstateerd moet worden dat de oude voorlichtingsbrochure geen uitkomst bood. Uit het nieuwe beleid blijkt dat de AFM niet doof is geweest voor de kritiek. Bij hetgeen hierna volgt, moet worden aangetekend dat het AFM-beleid geen dwingende rechtskracht heeft; de rechter is hieraan niet gebonden.

3.1. Het oude beleid

Incidentele stemovereenkomsten met betrekking tot het eenmalig ter vergadering uit te oefenen stemrecht vallen volgens de AFM niet onder de omschrijving van art. 5:45 lid 5 Wft.¹⁶ Dit is anders bij opeenvolgende overeenkomsten per vergadering waardoor *materieel* een duurzaam gezamenlijk beleid wordt gevoerd. De AFM ontleende dit aan de memorie van toelichting op de Wmz 1992.¹⁷ In het verlengde hiervan heeft de AFM in een voorkomend geval aangegeven van mening te zijn dat indien in een aandeelhoudersovereenkomst is afgesproken dat slechts in bepaalde, nader omschreven gevallen (bijvoorbeeld wanneer een van de partijen zich niet houdt aan de verplichtingen die zij op grond van de overeenkomst heeft), gezamenlijk zal worden gestemd, dit niet zal leiden tot de conclusie dat sprake is van een stemovereenkomst, omdat geen sprake is van een afspraak om een duurzaam gemeen-

7. De toelichting drukt het eerste wat ongelukkig uit door van ‘rechtstreekse toerekening’ te spreken, zie *Kamerstukken II* 2002/03, 28 983, nr. 3, p. 34. De term ‘toerekening’ kan beter gereserveerd worden voor de in art. 5:45 lid 2-9 Wft geregelde gevallen betreffende de middellijke meldingsplicht.
8. Waarom is onbekend. Over de melding van kapitaalbelangen (kritisch) H.M. Vletter-van Dort, *Meldingsplicht voor beursvennootschappen*, Uitgave vanwege het IVO, deel 21, Deventer: Kluwer 1994, p. 37 en 75-76.
9. Richtlijn 2004/109/EG van het Europees parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEG* 2004, L 390/38).
10. Par. 3.5.8-oud Wft-voorlichtingsbrochure. In de nieuwe § 3.5.8 staat niets van deze strekking.
11. Meldingsformulier substantiële deelneming en aandelen met bijzondere statutaire rechten als bedoeld in afdeling 5.3.3. Wft – Deel 2, <www.afm.nl>.
12. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 509, houdende regels ter uitvoering van hoofdstuk 5.3. van de Wet op het financieel toezicht voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen, laatstelijk gewijzigd op 18 december 2008, *Stb.* 581.
13. S. Perrick, ‘Melding van zeggenschap’, in: *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming & Recht deel 40), Deventer: Kluwer 2007, p. 422.
14. Of daadwerkelijk een meldingsplicht ontstaat, is mede afhankelijk van de bandbreedte waarin het belang van de desbetreffende concert party zich bevindt en of door eventuele wijzigingen daarin een drempelwaarde wordt bereikt, dan wel over- of onderschreden.
15. Zie bijvoorbeeld de Raad van State, *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, B, p. 4; Perrick, o.c., p. 422 en in het kader van de consultatie voorafgaand aan wetsvoorstel 32 014: Dufas, Eumedion, Euronext, Gecombinerde commissie vennootschapsrecht en ICGN.
16. Par. 3.5.8-oud Wft-voorlichtingsbrochure.
17. *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 8. Vgl. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 34-35.

Actualiteiten

schappelijk beleid te ontwikkelen omtrent het uitoefenen van de stemrechten op de aandelen.¹⁸ Verder verduidelijkt de AFM dat art. 5:45 lid 5 Wft zowel op schriftelijke als mondelinge overeenkomsten ziet en dat deze regeling niet ziet op stemovereenkomsten als bedoeld in art. 2:24a lid 1 BW.

3.2. *Het nieuwe beleid: meer guidance*

Net als onder het oude beleid levert een stemovereenkomst die geldt voor een enkele algemene vergadering geen acting in concert op. De AFM benadrukt in haar nieuwe beleid verder dat een overeenkomst ook besloten kan liggen in gedragingen (denk bijvoorbeeld aan een handdruk) waaruit de betrokken partijen over en weer mogen afleiden dat zij hun stemrecht voor meerdere algemene vergaderingen op een bepaalde wijze zullen uitoefenen. Volgens de AFM is verder geen sprake van een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid zolang elke betrokken partij de vrijheid behoudt haar stemrecht zelfstandig – naar eigen inzicht – uit te (doen) oefenen.

Na de vorm van de samenwerking geadresseerd te hebben, gaat de AFM nader in op de inhoud. Er kan¹⁹ sprake zijn van acting in concert als de samenwerking is gericht op een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld door het gezamenlijk voordragen voor benoeming van een of meer bestuurders of commissarissen.

Vervolgens geeft de AFM aan dat zij 'bij partijen die vermoedelijk samenwerken ten aanzien van een strategisch onderwerp informatie kan opvragen indien in de aanloop tot, tijdens of na afloop van een algemene vergadering van aandeelhouders enkele, maar niet noodzakelijk alle, van de volgende feiten of omstandigheden zich voordoen:

- partijen maken gebruik van dezelfde advocaat of juridisch adviseur;
- partijen sturen de uitgevende instelling brieven met gelijke strekking;
- partijen initiëren gezamenlijk (gerechtelijke) procedures;
- partijen benaderen gezamenlijk de uitgevende instelling;
- het feitelijke stemgedrag van partijen in de algemene vergaderingen van aandeelhouders vertoont bij herhaling overeenstemming;
- partijen hebben onderling gedrags- of steminstructies gegeven of ontvangen;
- een besluit ten aanzien van een strategisch onderwerp is op initiatief van aandeelhouders op de agenda van een algemene vergadering van aandeelhouders gezet;
- aandeelhouders zijn vergoedingen of garantstellingen overeengekomen;
- partijen zijn gevestigd op hetzelfde (statutaire) adres;
- partijen geven publiekelijk te kennen dat zij samenwerken;
- het aankoop-/verkoopgedrag van gelieerde partijen, waarbij te denken valt aan een (rechts)persoon die in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur is verbonden; een (rechts)persoon die direct of indirect stemrecht kan uitoefenen of anderszins bepaalde rechten kan uitoefenen waardoor invloed van betekenis kan worden uitgeoefend op het zakelijk of financieel beleid; een natuurlijke persoon die in familierechtelijke betrekking staat'.

4. Kanttekeningen bij het nieuwe beleid

4.1. *Vrijheid te stemmen naar eigen inzicht*

De AFM specificeert in haar nieuwe beleid dat er geen sprake is van een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid zolang elke betrokken partij de vrijheid behoudt haar stemrecht zelfstandig – naar eigen inzicht – uit te (doen) oefenen. Niet geheel duidelijk is wat de AFM hier bedoelt. Begrijp ik het goed dat als aandeelhouders overeenkomen het bestuur weg te stemmen en een nieuwe strategie te implementeren, dit niet als acting in concert kwalificeert als zij elkaar vrijlaten om de samenwerking tot een minuut voor de stemrechtuitoefening ter vergadering te beëindigen? Dat kan toch niet de bedoeling zijn?

Verder is onduidelijk hoe het AFM-beleid op dit punt te rijmen valt met de vennootschapsrechtelijke basisregel dat de contractuele gebondenheid van een aandeelhouder uit een stemovereenkomst zijn stemrecht, vennootschapsrechtelijk gezien, onverlet laat.²⁰ De vrijheid om naar eigen inzicht te stemmen, is welbeschouwd altijd aanwezig. Of staat de AFM wellicht een meer materiële toets voor ogen waarbij moet worden gekeken naar de feitelijke mogelijkheden om het stemrecht anders dan overeengekomen uit te oefenen? Dit zou kunnen inhouden dat de AFM bijvoorbeeld aan de hand van een overeengekomen boetebeding en de hoogte daarvan toetst of partijen *de facto* gebonden zijn. Een andere mogelijke factor zou in dat verband kunnen zijn of de stemovereenkomst, zoals gebruikelijk, gecureerd is door middel van een onherroepelijke volmacht, zij het dat ook deze techniek niet waterdicht is gelet op het niet-privatieve karakter van de volmacht.²¹

4.2. *Wijziging van de strategie*

Volgens de AFM is mogelijk²² sprake van acting in concert als de samenwerking gericht is op een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld door het gezamenlijk voordragen voor benoeming van een of meer bestuurders of commissarissen. Hierdoor wordt de reikwijdte van art. 5:45 lid 5 Wft aanzienlijk ingeperkt. Volgens deze bepaling is immers voldoende dat er wordt samengewerkt ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht *sec* (zie hiervoor par. 2). Door deze uitleg loopt art. 5:45 lid 5 Wft weer parallel aan de acting in concertbepaling van art. 10 sub a Transparantierichtlijn waaronder slechts valen overeenkomsten die verplichten tot het voeren van een

18. Zie Corten en Van Schuppen, *Toezicht Financiële Markten* (Groene Serie), Deventer: Kluwer 2008, art. 5:45, aant. 6.5.

19. 'Kan' omdat de AFM in de brochure stelt dat zij in deze samenwerking aanleiding kan zien bij de betrokken partijen informatie op te vragen. Deze informatie leidt niet noodzakelijk tot bevestiging van haar vermoedens. Zie ook par. 4.3 hierna.

20. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 387.

21. Idem, nr. 388.

22. Zie eerder voetnoot 18.

duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het *beheer* van de betrokken uitgevende instelling.²³

A contrario redenerend, lijkt samenwerking ten aanzien van bijvoorbeeld decharge of de vaststelling van het bezoldigingsbeleid niet als acting in concert te kwalificeren. Het nieuwe beleid is op dit punt niet erg duidelijk. Wanneer leidt bijvoorbeeld iets tot een strategiewijziging? En wanneer moet deze wijziging zich openbaren? Ook het voorbeeld roept vragen op. Het voordragen van een enkele commissaris leidt toch niet tot een gewijzigde strategie? Zou het niet ten minste moeten gaan om de meerderheid van het bestuur of de raad van commissarissen?²⁴ Bij het voorgaande moet overigens worden bedacht dat de enkele afspraak om gezamenlijk een bestuurder voor te dragen op zichzelf geen acting in concert in de zin van art. 5:45 lid 5 Wft is. Daarvoor is nodig dat die afspraak is ingebed in een duurzaam samenwerkingsverband. Hierdoor rijst de vraag hoe moet worden geoordeeld over de situatie waarin twee aandeelhouders die reeds enkele jaren samenwerken ten aanzien van niet-strategische onderwerpen op een gegeven moment het bestuur ontslaan. Moeten de aan de strategische interventie voorafgaande jaren worden meegenomen bij de beoordeling of er sprake is van duurzaam overleg? En, vanaf wanneer ontstaat dan de meldingsplicht? De AFM heeft met haar opmerking over strategiewijzigingen kennelijk aansluiting gezocht bij de bewoordingen van *best practice*-bepaling IV.4.4 van de corporate governance code.²⁵ Hierin is bepaald: 'Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen heeft [c.q. hebben, J.H.L. Beckers] de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd).' Opvallend genoeg spreekt de corporate governance code van ontslag, terwijl de AFM aansluit bij de voordracht tot benoeming. De ratio hiervan is niet duidelijk. Dit geldt ook voor de koppeling van de meldingsregeling aan de code. Mogelijk wordt hierdoor meer helderheid voor beleggers geschapen, maar noodzakelijk was de koppeling allerminst. Met de keuze voor de samenloop van twee, in wezen, verschillende regels ten koste van de toenadering tot de Transparantierichtlijn en de nagestreefde guidance heeft de AFM mijns inziens een verkeerde afweging gemaakt.

4.3. Feiten en omstandigheden

Voor de lijst met feiten en omstandigheden die aanleiding kunnen zijn voor het opvragen van nadere informatie moet de AFM haar licht hebben opgestoken bij de handhavingspraktijk van het Britse Takeover Panel.²⁶ Op de lijst zelf valt niet veel af te dingen. Gelet op de veelheid aan omstandigheden moet geconstateerd worden dat de AFM een lage drempel voor zichzelf heeft opgeworpen. Dat kon zij tamelijk veilig doen, omdat hiermee nog niet vaststaat dat er in een van de genoemde gevallen sprake is van onderling overleg. Hierdoor rijst natuurlijk wel de vraag wat de waarde van deze guidance is als onduidelijk blijft wanneer de ingewonnen informatie aanleiding geeft tot het oordeel dat er sprake is (ge-weest) van acting in concert.

4.4. Datum inwerkingtreding

Pas enkele weken na publicatie van de mededeling dat het beleid was aangepast, plaatste de AFM deze mededeling op de website direct naast de voorlichtingsbrochure. Hoewel aan de voorlichtingsbrochure geen rechten ontleend kunnen worden (zie disclaimer), had de bedoelde wijziging vanuit rechtszekerheidsperspectief zorgvuldiger gecommuniceerd kunnen worden. Overigens zou de AFM er goed aan doen in haar voorlichtingsbrochure aan te geven per wanneer wijzigingen van kracht worden. Het is niet bekend wanneer een aangepaste versie van de voorlichtingsbrochure beschikbaar komt.²⁷

4.5. Varia

In het nieuwe beleid komt de AFM niet meer terug op de vraag of de in art. 2:24a lid 1 BW genoemde stemovereenkomsten ook acting in concert kunnen opleveren. In de literatuur kon haar ontkennende beantwoording van die vraag ook op weinig erkenning rekenen.²⁸ Evenmin teruggekeerd, is de waarschuwing dat het toezicht zich uitstrekt tot uitspraken van beleggers over de grootte van hun aandelenbelang. Het wegvallen van die waarschuwing op deze plaats is geen groot verlies, omdat zij vooral toegevoegde waarde had in het kader van het toezicht op marktmisbruik.²⁹

5. Verplicht bod

Het nieuwe beleid van de AFM brengt acting in concert in het kader van de meldingsregeling en het verplicht bod dichterbij elkaar; inzake het verplicht bod leiden slechts overeenkomsten met als doel controleverwerving tot acting in concert.³⁰ Deze convergentie is voor de praktijk van groot belang. Het zou immers ongerijmd zijn als samenwerking niet een meldingsplicht, maar wel een verplicht bod zou veroorzaken (of andersom).³¹

Toch moeten beide acting in concertregels niet te snel over een kam geschoren worden. In de eerste plaats omdat de AFM haar beperkende uitleg van art. 5:45 lid 5 Wft vervolgens verruimt door het gegeven voorbeeld (zie eerder par. 4.2); de voordracht van een commissaris kan een strategiewijzi-

23. Men zou hier met Wissink kunnen spreken van een richtlijnconforme interpretatie *contra legem*, vgl. M.H. Wissink, *Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht* (Recht & Praktijk 115), Deventer: Kluwer 2001, p. 201-207. Niet duidelijk is hoe in dit verband moet worden geoordeeld over de begeleidende opmerking bij de voorlichtingsbrochure dat indien de tekst van de brochure afwijkt van de tekst en toelichting van de wet en het besluit, de wet en het besluit dan prevaleren.

24. Vgl. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 626 sub b in het kader van het verplicht bod.

25. Geactualiseerde code van 18 december 2008. De precieze bewoording van best practice-bepaling IV.4.4 wijkt overigens af van het advies van de Monitoring Commissie inzake de aanpassing van de code uit mei 2007, <www.corpgov.nl>.

26. Hierover 'Eendracht maakt macht', AA 2009, p. 64-65.

27. De huidige versie dateert van april 2009.

28. Vgl. TFM, (Groene Serie I.c).

29. Vgl. in dat verband het AFM-rapport *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik* 2007, p. 23.

30. Zie art. 1:1 Wft (definitie personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld).

31. Vgl. over het verschil *Kamerstukken II* 2006/07, 30 419, nr. 8, p. 29.

Actualiteiten

ging ten gevolge hebben, maar zal vrijwel zeker geen contro-leverwerving opleveren. In de tweede plaats moet worden bedacht dat niet de AFM, maar de OK de bevoegde toezicht-houder inzake het verplicht bod is. De OK is dan ook niet gebonden aan de uitleg van de AFM. In het verlengde hiervan, en ten derde, wordt de gesignaleerde convergentie gerelati-veerd doordat uiteindelijk verschillende rechters oordelen over de acting in concertregels. In het kader van de meldings-regeling zijn dit primair³² de bestuursrechter (Rechtbank Rot-terdam) en het College van Beroep voor het bedrijfsleven,³³ terwijl inzake het verplicht bod de OK en de Hoge Raad bevoegd zijn.³⁴

6. Slot

De thans geboden duidelijkheid moet ervoor zorgen dat beleggers zich minder belemmerd achten om in onderling overleg met elkaar te treden. In brede kring wordt aangenomen dat het veilige gedrag van aandeelhouders, in die zin dat zij elkaar slechts met grote omzichtigheid consulteren, con-trair is aan de door de wetgever beoogde actieve opstelling van aandeelhouders inzake corporate governance.³⁵ Het nieuwe beleid is echter niet op alle punten duidelijk. In dat kader is het jammer dat een en ander niet ter consultatie aan de markt is voorgelegd. Hierdoor hadden bovengenoemde kanttekeningen wellicht ondervangen kunnen worden. Toch

valt het beleid toe te juichen. Naast het feit *dat* uitleg is gege-ven, is positief dat art. 5:45 lid 5 Wft beperkter wordt uit-gelegd. Met het nieuwe beleid loopt Nederland meer in de pas met de Transparantierichtlijn.³⁶ Een ander positief gevolg, waar ik hierboven al op wees, is dat de acting in concertre-gelingen inzake meldingsplicht en verplicht bod meer op el-kaar zijn afgestemd. De AFM slaat drie vliegen in een klap; al met al geen slechte score.

J.H.L. Beckers, Van der Heijden Instituut

32. Overtreding van de meldingsplicht is bij wijze van *ultimum reme-dium* ook strafrechtelijk gesanctioneerd. Zie over strafrechtelijke handhaving van de Wft D.R. Doorenbos, in: *Onderneming en finan-cieel toezicht* (Serie Onderneming & Recht deel 40), Deventer: Klu-wer 2007, p. 545-566.
33. Resp. art. 1:110 Wft en art. 20 Wbbo.
34. Resp. art. 5:73 lid 1 en 6 Wft.
35. Aldus bijvoorbeeld Eumedion's position paper *Acting in concert*, p. 2, <www.eumedion.nl>.
36. Zie over de nadelige effecten van de verschillende implementatie van art. 10 sub a Transparantierichtlijn voornoemd ESME-rapport, p. 3-4 en het *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency require-ments in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, COM(08)3033 van 10 december 2008, nr. 18.

Wijziging Circulaire 1834 van Euro-clear Nederland – De consignatie-kasprocedure

20

1. Inleiding

Op 1 oktober 2009 is een aangepaste versie van Circulaire 1834 van Euroclear Nederland (de 'Circulaire') in werking getreden waarin de consignatiekasprocedure na uitkoop of uitstoting van minderheidsaandeelhouders is geregeld.

De belangrijkste wijziging is dat het toepassingsbereik van de Circulaire is vergroot. De Circulaire is nu ook van toepassing op certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt als bedoeld in art. 1:1 Wft en in het girale effectenver-keer zijn opgenomen (de 'certificaten'). Daarnaast is de Circu-laire nu ook van toepassing op aandelen en certificaten die op grond van art. 2:359c BW zijn uitgestoten.^{1,2}

In het (recente) verleden kon voor deze certificaten (de 'cer-tificaathouders') geen gebruikgemaakt worden van de consig-natiekasprocedure, omdat op grond van art. 3:259 BW op de onderliggende aandelen het wettelijk pandrecht rust. Op grond van art. 2:92a lid 6 BW dienen de aandelen *onbezwaard* aan de uitkoper overgedragen te worden. Het administratie-kantoor kon niet aan deze voorwaarde voldoen, omdat de aandelen zijn bezwaard met het wettelijk pandrecht. De uit-

koper heeft hier geen last van, omdat hij kan overgaan tot consignatie op grond van art. 2:92a lid 8 BW, waarna het wettelijk pandrecht op het moment van storting in de con-signatiekas van rechtswege overgaat op het recht op uitke-ring. Het administratiekantoor bleef echter zitten met een probleem. Het wettelijk pandrecht is door consignatie over-gegaan op het recht op uitkering met als gevolg dat het voor het administratiekantoor niet mogelijk was om de gelden door de consignatiekas aan zich te doen uitkeren en deze vervolgens aan de certificaathouders uit te keren. Het geza-menlijk karakter van het wettelijk pandrecht bracht ook voor de individuele certificaathouders moeilijkheden met zich: aangezien het wettelijk pandrecht strekt tot zekerheid voor de gezamenlijke certificaathouders is het onzeker of zij indi-vidueel – zelfs indien het administratiekantoor daaraan mee-werkt – betaling van het hen toekomende bedrag door de consignatiekas kunnen verlangen.³ Deze problemen werden

1. Het feit dat de consignatiekasprocedure ook van toepassing is in het geval van uitstoting ex art. 2:359c BW is meer een formaliteit dan een wezenlijke wijziging. Hiermee hebben Euroclear Nederland en het Ministerie van Financiën de Circulaire in overeenstemming gebracht met de huidige stand van zaken na implementatie van de Dertiende EG-Richtlijn.
2. In par. 3 van dit artikel zal ik aandacht besteden aan de vraag of certificaten als zelfstandige rechten kunnen worden uitgestoten.
3. De beschreven problematiek speelt ook in het geval van uitstoting op grond van art. 2:359c BW: lid 7 en 9 zijn identiek aan art. 2:92a lid 6 en 8 BW.

reeds eerder gesignaleerd en beschreven door Olden en Wijers.⁴

Naar aanleiding van deze problematiek heeft Euroclear Nederland het initiatief genomen om te komen tot een procedure waarbij een oplossing voor deze problemen wordt gegeven. Dat heeft geleid tot een aanpassing van Circulaire 1834. Alvorens dieper in te gaan op de wijzigingen in de Circulaire, zet ik eerst de problematiek uiteen.

2. Het wettelijk pandrecht en uitkoop/uitstoting

Ervan uitgaande dat het wettelijk pandrecht in de administratievoorwaarden niet terzijde geschoven kan worden, kan het administratiekantoor – nadat de OK tot uitkoop heeft bevolen – de aandelen niet onbezwaard leveren (zoals voorgeschreven op grond van art. 2:92a lid 6 BW). Daarvoor zouden de door het administratiekantoor gehouden aandelen ontslagen moeten worden uit het wettelijke pandrecht.⁵ De wet geeft het administratiekantoor en de certificaathouders daarvoor geen directe mogelijkheden; art. 3:259 lid 3 BW biedt de certificaathouders alleen een mogelijkheid tot uitwinning. Zij kunnen echter alleen tot uitwinning van het wettelijk pandrecht overgaan indien het administratiekantoor in gebreke is gebleven bij de uitvoering van de verplichtingen die het ten opzichte van de certificaathouders heeft. Een tekortkoming door het administratiekantoor laat zich in het geval van uitkoop niet construeren. Uitwinning is daarbij slechts mogelijk door middel van verkoop van de onderliggende aandelen.

Ingevolge art. 2:92a lid 8 BW⁶ staat het de uitkoper vrij om zich van zijn verplichtingen te bevrijden door de koopprijs van de uit te kopen aandelen vermeerderd met rente in de consignatiekas te storten. Deze storting dient te gebeuren '*onder mededeling van hem bekende rechten van pand en vruchtgebruik*'. Het zal de bieder bekend zijn dat certificaten met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven en als gevolg daarvan met een wettelijk pandrecht zijn bezwaard waarvan hij mededeling zal moeten doen. Derhalve gaat – door de storting in combinatie met deze mededeling – het wettelijk pandrecht van rechtswege over op het recht van uitkering. Indien het administratiekantoor als rechthebbende tot inning van de vordering op de consignatiekas zou willen overgaan, staat het wettelijk pandrecht van de certificaathouders daaraan in de weg. Het administratiekantoor bevindt zich in een vreemde positie: het kan niet tot inning overgaan en kan niet bewerkstelligen dat de aan certificaathouders toekomende koopprijs door hen wordt ontvangen.⁷ Dit is een onwenselijke situatie.

In het verleden heeft het Ministerie van Financiën zich op het standpunt gesteld dat het administratiekantoor niet bevoegd is tot inning van de gelden in de consignatiekas, maar dat deze bevoegdheid toekomt aan de gezamenlijke certificaathouders.⁸ Uitkering uit de consignatiekas kan dus – indien we van dit standpunt uitgaan – slechts worden bewerkstelligd indien de gezamenlijke certificaathouders zich melden en om uitkering uit de consignatiekas verzoeken. De kans dat dit zal gebeuren is buitengewoon klein met als gevolg dat de gelden uiteindelijk na twintig jaar aan de Staat vervallen.

3. Uitkoop/Uitstoting

Na de implementatie van de Dertiende EG-Richtlijn⁹ (de 'Overnamerichtlijn') in Afdeling 3, titel 8 van Boek 2 BW, staat voor de uitkoper die een openbaar bod heeft gedaan, naast art. 2:92a BW, tevens een andere route open op grond van art. 2:359c BW. De bieder kan gedurende drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod een beroep op deze regeling doen.¹⁰ Op grond van art. 2:359a BW, dat het toepassingsgebied van Afdeling 3, titel 8 van Boek 2 BW beschrijft, worden in deze afdeling certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven gelijk gesteld met een aandeel en wordt een certificaathouder gelijkgesteld met een aandeelhouder.

Art. 2:359c lid 2 BW maakt de uitstoting van een *soort* aandelen mogelijk indien de 95%-drempel is bereikt. Men kan zich afvragen of aandelen en certificaten van aandelen twee verschillende soorten aandelen zijn als bedoeld in deze bepaling. Dat zou in theorie voor een bieder die 95% van de certificaten in een doelvennootschap heeft verkregen na een openbaar bod, de mogelijkheid kunnen openen alleen de certificaathouders uit te stoten. Na uitstoting van de minderheidscertificaathouders zou de bieder vervolgens het administratiekantoor kunnen vragen ook de tegenover deze certificaten staande aandelen te decertificeren. Omdat 'alleen' de certificaten en niet de aandelen waartegenover deze zijn uitgegeven op deze wijze zouden overgaan, rust op de vordering tot uitkering uit de consignatiekas ten behoeve van de individuele certificaathouders geen wettelijk pandrecht en kunnen deze individueel uitkering uit de consignatiekas vragen.¹¹ Door de gelijkstelling van certificaten aan aandelen en certificaathouders aan aandeelhouders op grond van art. 2:359a BW, lijkt mij de uitkoop van alleen de certificaathouders niet zonder meer mogelijk en zullen bij uitstoting zowel de certificaathouders als het administratiekantoor als aandeelhouder

4. Mr. P.D. Olden en mr. W.P. Wijers, 'Het wettelijk pandrecht en de uitkoopprocedure', *WPNR* 2004/6594, p. 814-819. Olden en Wijers beschrijven een oplossing die er echter niet zonder meer toe leidt dat het bedrag ook op korte termijn door de certificaathouders wordt ontvangen. Die oplossing dateert van voor het moment waarop bij de hierna te noemen Circulaire voor in het giraal effectenverkeer opgenomen aandelen een eenvoudige afwikkeling mogelijk werd gemaakt.
5. Vanuit dogmatisch oogpunt laat zich de vraag stellen of, indien een gezamenlijk pandrecht op alle door een administratiekantoor gehouden aandelen rust, partiële decertificering (royement) op verzoek van een individuele certificaathouder wel mogelijk is.
6. Art. 2:359c lid 9 BW in geval van uitstoting.
7. Administratievoorwaarden plegen niet te voorzien in de mogelijkheid voor een administratiekantoor anders dan in het kader van royement aandelen te vervreemden en houden dan ook geen regeling in voor de afdracht van het administratiekantoor van de opbrengst bij vervreemding van door het administratiekantoor gehouden aandelen.
8. Olden en Wijers, a.w., p. 817.
9. Richtlijn 04/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEU* 2004, L 142.
10. De vraag of de termijn van de drie maanden gaat lopen vanaf de dag van gestanddoening van het openbaar bod of pas nadat ook een eventuele na-aanmeldingsperiode is afgerond, laat ik in het kader van deze bijdrage buiten beschouwing.
11. Naar de letter van de oude Circulaire zou de consignatiekasprocedure ook in dat geval niet toegepast hebben kunnen worden.

Actualiteiten

in rechte moeten worden betrokken bij de uitstoting.¹² Een oplossing zou misschien kunnen zijn de certificaathouders te dagvaarden tot uitstoting en het administratiekantoor te dagvaarden de uitstoting te gehengen en gedogen.

Een wetswijziging zou een praktische oplossing kunnen zijn. In zijn brief van 2 september 2009 aan de Tweede Kamer kondigt de Minister van Financiën aan dat in de eerste helft van 2010 onder meer een consultatie zal plaatsvinden over een aanpassing in de Wet giraal effectenverkeer in verband met uitkoop, uitstoting en consignatie.¹³ In dat kader zouden ook een of meer wijzigingen in het Burgerlijk Wetboek niet misstaan om de gesignaleerde problematiek uit de wereld te helpen en de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek op het gebied van uitkoop, uitstoting en consignatie beter op elkaar te laten aansluiten.

Bij een dergelijke wijziging zou bepaald kunnen worden dat indien aandelen zijn gecertificeerd in een uitkoop-/uitstotingsprocedure alleen de certificaathouders betrokken moeten worden (en niet het administratiekantoor) en kan tevens vastgesteld worden dat (i) door betaling van het door de OK vastgestelde bedrag aan de certificaathouders c.q. storting in de consignatiekas de aandelen overgaan naar de uitkoper, (ii) de administratie eindigt en het administratiekantoor geen aanspraak meer kan maken op het recht van uitkering uit de consignatiekas en (iii) de certificaathouders waarvoor de koopprijs is gestort in de consignatiekas deze ieder voor zich door de consignatiekas kunnen laten uitbetalen. Hiermee worden twee vliegen in één klap geslagen. Omdat de certificaathouders de gerechtigden zijn tot het bedrag, worden op deze manier de problemen ten aanzien van het wettelijk pandrecht geëlimineerd en het maakt tegelijk afwikkeling van het administratiekantoor mogelijk.

Thans leidt uitstoting op grond van art. 2:359c BW echter nog tot dezelfde problemen als bij uitkoop op grond van art. 2:92a BW met betrekking tot de onbezwaarde levering van de aandelen door het administratiekantoor en het wettelijk pandrecht van de certificaathouders.

4. Wijziging van Circulaire 1834

De Circulaire is van toepassing op uitgekochte of uitgestoten aandelen met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten, die zich in een door Euroclear Nederland beheerd girodepot bevinden en derhalve zelf onderwerp zijn van een uitstotingsprocedure. Daarnaast is de Circulaire van toepassing op certificaten.¹⁴

Voor een verzoek tot uitvoering van de consignatiekasprocedure gelden formele eisen waaraan voldaan moet worden. Bij uitgekochte of uitgestoten aandelen met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten, die zich in een door Euroclear Nederland beheerd girodepot bevinden (die de problematiek met betrekking tot het wettelijk pandrecht niet kennen), kan volstaan worden met een verzoek tot uitvoering van de consignatiekasprocedure door de uitkoper aan Euroclear, waarbij zowel een schriftelijk verzoek alsook een kopie van het uitkooparrest en het bewijs van consignatie moet worden overgelegd.

In geval van certificaten is een tussenstap vereist voordat tot een verzoek tot uitvoering van de consignatiekasprocedure

kan worden overgegaan. De Circulaire bepaalt nu dat de consignatiekasprocedure ook ten behoeve van certificaathouders gevolgd kan worden, indien het administratiekantoor het haar na storting in de consignatiekas toekomende recht op uitkering uit de consignatiekas heeft gecedeerd aan Euroclear Nederland ten behoeve van de certificaathouders en mededeling van deze cessie heeft gedaan aan de beheerder van de consignatiekas. Het is opvallend dat Euroclear Nederland en het Ministerie van Financiën een notariële akte van cessie verlangen in dit geval, aangezien de wet deze eis niet stelt in art. 3:94 BW.

Tevens dient een gewaarmerkt afschrift van de notariële akte van cessie te overleggen, alsmede de geldige statuten en de administratievoorwaarden van het administratiekantoor, een uittreksel uit het handelsregister. Ook verlangt Euroclear Nederland een gespecificeerd afschrift van het aantal en soort certificaten van de betrokken certificaathouders.

Deze oplossing zal naar alle waarschijnlijkheid een wijziging van de administratievoorwaarden en de statuten van het administratiekantoor noodzakelijk maken, omdat het doel van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden niet in deze mogelijkheid zullen voorzien; in het algemeen is iedere vervreemding anders dan in het kader van decertificering niet toegestaan.¹⁵ De overdracht van de rechten na uitkoop zal derhalve gefaciliteerd moeten worden door een wijziging van de administratievoorwaarden. Ook een wijziging van het statutaire doel van het administratiekantoor ligt voor de hand om deze wijze van afwikkeling van de certificering binnen de doelstelling te laten vallen. Omdat de rechten van de certificaathouders niet verminderen en geen zekerheidsrechten van de certificaathouders tenietgaan, zal naar verwachting in de meeste gevallen een wijziging van de administratievoorwaarden op relatief korte termijn kunnen plaatsvinden.

5. Conclusie

Euroclear Nederland en het Ministerie van Financiën hebben gekozen voor een praktische aanpak met gebruikmaking van de in de wet voor hand zijnde oplossingen en hebben de Circulaire daarop aangepast, waardoor aandeelhouders en certificaathouders in staat zijn tot een voorspoedige afwikkeling.

12. Indien niet alle aandelen zijn gecertificeerd en kunnen worden uitgestoten, is het mogelijk ook noodzakelijk separaat een procedure tegen de houders van aandelen (anders dan het administratiekantoor) te voeren om hun aandelen te verkrijgen.

13. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 33.

14. Het schema zoals weergegeven in de Circulaire is niet helemaal gelukkig. Ten onrechte staat onder (B) van het schema dat de voorwaarden waaraan voldaan moet worden voor toepassing van de consignatiekasprocedure ook gelden voor niet met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten. In het geval van deze certificaten geldt echter de problematiek van het wettelijk pandrecht niet en kan het administratiekantoor gewoon om uitkering vragen.

15. In Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, nr. 682, p. 867 wordt betoogd dat een rechterlijke veroordeling tot uitkoop of uitstoting de administratievoorwaarden doorbreekt en het handelen of bewerken van gevolgen buiten de doelomschrijving van het administratiekantoor rechtvaardigt. Het is de vraag of dezelfde redelijke uitleg geldt in het geval van cessie in het kader van toepassing van de consignatiekasprocedure voor certificaathouders.

ling van uitkoop- en uitstotingsprocedures te komen met gebruikmaking van de consignatiekasprocedure. Deze leidt er tevens toe dat de betrokken administratiekantoren afgewikkeld kunnen worden. Een wetswijziging was wellicht fraaier geweest, maar had waarschijnlijk lang geduurd. Wellicht dat de Minister van Financiën in het kader van de op handen zijnde aanpassing in de Wet giraal effectenverkeer

in verband met uitkoop, uitstoting en consignatie zich ook zal laten verleiden tot wijzigingen in het Burgerlijk Wetboek om de gesignaleerde problematiek uit de wereld te helpen en de verschillende wettelijke regelingen beter op elkaar te laten aansluiten.

K.N. Claassens

Rechtspraak

Effectenrecht

21

Uitgevende instelling en begeleidende banken hebben onrechtmatig gehandeld door na te laten de onjuiste indruk die door de bestuursvoorzitter was gewekt te corrigeren

HR 27 november 2009, LJN BH2162 (Vereniging van Effectenbezitters en Stichting VEB-Actie WOL t. World Online International N.V., ABN AMRO Bank N.V. en Goldman Sachs International)

Feiten

Uit dit omvangrijke¹ maar heldere arrest blijkt duidelijk dat de Hoge Raad van oordeel is dat het na bijna negen jaar procederen welletjes is. Hij doet de zaak op alle punten zelf af. In mijn commentaar bij het arrest zal ik voor zover relevant ingaan op de interessante en eveneens omvangrijke conclusie van advocaat-generaal Timmerman van 6 februari 2009.

Aangezien de feiten in deze zaak inmiddels genoegzaam bekend zullen zijn beperk ik mij tot een summier uiteenzetting daarvan.

World Online B.V. (hierna: WOL) is een internet service provider die in 1994 is opgericht. Nina Brink was een van de grondleggers van WOL en voorzitter van de raad van bestuur. Zij had via haar persoonlijke holding Kalexer II N.V. (hierna: Kalexer) een aandelenbelang van 6,35% in WOL en via Benguiat Corporation N.V. een aandelenbelang van 3,13%. In augustus 1999 heeft Brink de aandelen WOL die zij hield via Ka-

lexer (hierna: de Kalexer-aandelen) aan haar medeaandeelhouders en nadien ook aan een derde partij te koop aangeboden. Zij heeft (geconverteerd, zie hierna) bijna 15 miljoen aandelen World Online tegen een prijs van \$ 6,04 per aandeel verkocht aan respectievelijk Mallowdale Corporation N.V., Reggeborgh Participaties B.V. en BayStar Capital LP (hierna: Mallowdale, Reggeborgh, respectievelijk BayStar). De Kalexer-aandelen zijn op 27 december 1999 overgedragen, waarbij Reggeborgh 2 436 465 aandelen verwierf, Mallowdale eveneens 2 43 465 en BayStar 10 025 570. Brink is (of was) een passieve investor in BayStar.

Op 22 februari 2000 heeft WOL in een persbericht de voorgenomen beursgang van World Online bekendgemaakt.

ABN AMRO en Goldman Sachs (hierna gezamenlijk: de Banken) waren joint global coordinator, joint lead manager en joint bookrunner voor de introductie op de Amsterdamse effectenbeurs van aandelen World Online International N.V. (hierna: World Online). Ten behoeve van die introductie is op 3 maart 2000 een voorlopig prospectus gepubliceerd en op 16 maart 2000 een definitief prospectus voor de uitgifte van ruim 67 miljoen gewone aandelen World Online. Blijkens het prospectus is WOL per 1 maart 2000 een dochteronderneming van World Online geworden en hebben de aandeelhouders van WOL voor ieder aandeel WOL 415 aandelen World Online ontvangen.

Op bladzijde 3 van het prospectus is de volgende disclaimer opgenomen:

‘No person has been authorized to give any information or to make any representations other than those contained in this Offering Circular, and if given or made, such information or representa-

tions must not be relied upon as having been authorized.’

Bij de introductie van de aandelen World Online is gebruikgemaakt van de bookbuildingmethode. Deze methode houdt in dat de uiteindelijke introductieprijs wordt vastgesteld aan de hand van opgaven van geïnteresseerde beleggers. Particulieren konden in de periode 3 tot en met 13 maart 2000 bij een tevoren bepaalde bandbreedte van € 35 tot € 43 bestens intekenen, en de overige beleggers in de periode 3 tot 15 maart 2000 10.00 uur.

De voor particulieren beschikbare aandelen zijn met ongeveer een factor 24 overtekend, de overige aandelen met een factor van bijna 21. Op 17 maart 2000 heeft de introductie ter beurse plaatsgevonden door de uitgifte van bijna 47 miljoen nieuwe aandelen World Online en door de verkoop van 20,5 miljoen bestaande aandelen door drie aandeelhouders (Mallowdale, Melkpad en NS Telecom). Aan particulieren zijn 13,5 miljoen aandelen en aan overige beleggers 54 miljoen aandelen toegewezen tegen een prijs van € 43 per aandeel. De openingskoers van het aandeel World Online was € 50,20. Daarna is de koers van het aandeel vrijwel steeds gedaald. In de laatste week dat World Online een beursnotering had – in december 2000 – was de koers van het aandeel onder € 10 gedaald. Een van de factoren die heeft bijgedragen aan de snelle koersdaling van het aandeel WOL was de onduidelijkheid die bestond over de omvang van het belang dat Brink ten tijde van de beursgang hield in World Online. Brink zelf heeft bijgedragen aan deze ondui-

1. Voor zover mij bekend is dit het tot op heden langste arrest van de Hoge Raad.

Rechtspraak

delijkheid door in een drietal rechtstreekse contacten met de media vage uitspraken te doen. In *het Financieele Dagblad* van 1 maart 2000 geeft Brink het volgende antwoord op de vraag hoeveel procent zij bij de beursgang gaat cashen: 'Ik ga niet vertellen of ik iets cash. In de prospectus zal dat denk ik lastig te achterhalen zijn. Er zijn een aantal BV's tussengeschoven.' Tijdens de op 1 maart 2000 ter gelegenheid van de beursgang gehouden persconferentie antwoordt Brink op de haar gestelde vraag 'Gaat u uw aandelen ook cashen?' als volgt 'I didn't sell any shares at this time'. Op 8 maart 2000 heeft het televisieprogramma NOVA een bij Brink thuis opgenomen vraaggesprek uitgezonden. In het gesprek met de verslaggeefster antwoordt Brink op de vraag of zij haar aandelen gaat cashen 'Ik vind dat overigens minder relevant, maar nee ik ben het niet voornemens'.

Op 14 april 2000 heeft Nina Brink moeten terugtreden als bestuursvoorzitter.

De rechtbank² heeft voor recht verklaard dat World Online door noch de door Brink op 1 maart 2000 gedane uitlatingen te corrigeren noch de in de media verschenen onjuiste berichten, onrechtmatig heeft gehandeld jegens de beleggers die aandelen World Online bij of vlak na de beursintroductie hebben gekocht. World Online is veroordeeld alle schade te vergoeden die de deelnemers door deze bewuste onrechtmatige daad hebben geleden. Het Hof Amsterdam heeft op 3 mei 2007³ geoordeeld dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld door een te optimistisch beeld te geven van de waarde en de toekomstverwachting van World Online. Brink heeft volgens het hof onduidelijkheid in het leven geroepen over haar aandelenbezit ten tijde van de beursgang. Bovendien bevatte het prospectus onvolledige informatie en was het daarom misleidend.

Zowel de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: VEB) als World Online en de Banken zijn van dit arrest in cassatie gegaan.

Beslissing

De Hoge Raad bevestigt het oordeel van het hof dat de Stichting VEB-Actie WOL

(hierna: de Stichting) niet-ontvankelijk is. De Hoge Raad oordeelt evenals het hof dat de mededeling die ingevolge art. 3:94 lid 1 BW vereist is in ieder geval de in de akte vermelde naam van de cedent vermeldt. Zulks is niet alleen nodig met het oog op de in het rechtsverkeer vereiste duidelijkheid omtrent de vraag wiens vordering is overgedragen en op welk moment, maar ook ter bescherming van de belangen van de debiteur. Ten aanzien van de vraag of de Stichting geacht kan worden in deze procedure op te treden op eigen naam ten behoeve van haar deelnemers had het hof geoordeeld dat dit niet het geval was nu de Stichting heeft nagelaten het door World Online verlangde bewijs te verschaffen van de haar gegeven lasten. De Hoge Raad bevestigt dit oordeel. Ook in geval van lastgeving geldt de eis dat naast de achternaam en de woonplaats van de lastgever ook diens voornaam wordt bekend gemaakt.

In het incidentele cassatieberoep is als eerste de vraag aan de orde of de belangen van de door de VEB behartigde personen voldoende gelijksoortig zijn als bedoeld in art. 3:305a BW. De Hoge Raad oordeelt dat een vordering als de onderhavige zich bij uitstek leent voor bundeling van aanspraken van individuele beleggers in de vorm van een collectieve actie. Bij deze collectieve actie staat aldus de Hoge Raad 'immers uitsluitend ter beoordeling of het gedrag van World Online en de Banken bij de beursintroductie onrechtmatig is geweest'. Bij de beantwoording van die vraag kan geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van beleggers (...). Die omstandigheden zijn pas relevant bij vragen omtrent bijvoorbeeld schade(omvang), causaal verband en eigen schuld. Voor zover de onrechtmatigheid van de gedragingen van World Online en de Banken gegrond wordt op het openbaar maken van misleidende mededelingen, gaat het dus niet om de vraag of en in hoeverre (bepaalde) beleggers daadwerkelijk zijn misleid, maar om de vraag of World Online en de Banken zich vanwege het misleidende karakter van de mededelingen hadden moeten onthouden van het openbaar maken daarvan.

De Hoge Raad geeft vervolgens een algemene introductie over prospectus-

aansprakelijkheid en neemt als uitgangspunt dat een eventuele aansprakelijkheid van een uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in een prospectus – voor wat betreft de periode waarin de beursintroductie van World Online plaatsvond – beoordeeld dient te worden aan de hand van de algemene regeling voor misleidende reclame in art. 6:194 (oud) BW. Noch deze bepaling noch richtlijn 84/450/EEG die in deze bepaling is geïmplementeerd, maken een onderscheid naar gelang degene tot wie de misleidende reclame zich richt al dan niet beroepsmatig handelt. Bij de beantwoording van de vraag of een prospectus misleidend is in de zin van art. 6:194 BW, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt (de 'maatman-belegger', H.M. Vletter-van Dort). Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling onjuist of onvolledig is. De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter nog niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is, aldus nog steeds de Hoge Raad, nodig dat de mededeling 'de beleggers (in de woorden van art. 2 lid 2 van richtlijn 84/450/EEG) "misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter hun economische gedrag kan beïnvloeden"'. Bij de beoordeling of dit laatste het geval is, moet worden uitgegaan van de hiervoor bedoelde 'maatman-belegger'. De Hoge Raad vervolgt met de overweging 'Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig, is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de "maatman-belegger" te kunnen misleiden.' Het gaat er dus om

2. Rb. Amsterdam 17 december 2003, *JOR* 2004/79 (m.nt. M.W. den Boogert), zie tevens mijn noot in *Ondernemingsrecht* 2004, 26, p. 92-95 (afl. 3).
3. Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154 en mijn noot in *Ondernemingsrecht* 2007, 103, p. 331-335 (afl. 8).

of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft. Is dat het geval, dan behoort de uitgevende instelling zich vanwege het misleidende karakter van die mededeling te onthouden van openbaarmaking daarvan, en handelt zij onrechtmatig indien zij de mededeling toch openbaar maakt. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan benadeeld.

Vervolgens gaat de Hoge Raad in op het causaal verband en overweegt dat de nieuwe prospectusrichtlijn beoogt dat het nationale recht een effectieve rechtsbescherming biedt. Met het oog op deze effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen 'dat *condicio sine qua non*-verband tussen misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is'.⁴ Dat betekent dus dat in beginsel aangenomen moet worden dat indien geen sprake zou zijn geweest van misleiding de belegger niet (of niet tegen dezelfde voorwaarden) tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter, onder omstandigheden, tot het oordeel komen dat een uitzondering op deze regel geboden is. De gewone bewijsregels ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade alsmede het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, blijven echter, aldus de Hoge Raad, in beginsel gelden.

Na deze introductie bespreekt de Hoge Raad de vraag of onjuiste of onvolledige mededelingen zijn gedaan in het prospectus. Het hof was tot het oordeel gekomen dat een aantal mededelingen onderdaad misleidend dan wel onvolledig was en een aantal niet. De Hoge Raad oordeelt dat de VEB terecht opkomt tegen het oordeel van het hof dat niet gezegd kan worden dat beleggers belangrijke informatie is onthouden doordat niet in het prospectus is vermeld tegen welke prijs Brink haar aandelen eind december 1999 heeft verkocht. Het hof heeft in haar oordeel meegenomen dat Brink een winstde-

lingsregeling had afgesproken ten aanzien van deze aandelen en dat de verkoopprijs van \$ 6,04 onder andere omstandigheden en eerder tot stand was gekomen dan de introductieprijs. De Hoge Raad oordeelt dat deze motivering een ontoereikende weerlegging is van de stelling van de VEB dat het bij die \$ 6,04 gaat om een op zichzelf staand en zonder meer voor beleggers relevant gegeven. VEB heeft, aldus de Hoge Raad, terecht aangevoerd dat het destijds lastig was om de waarde van ICT-bedrijven in te schatten. 'Dit klemt temeer voor World Online, een onderneming die ten tijde van de beursgang slechts enkele jaren actief was en steeds verliezen had geleden, en waarvan de introductieprijs (mede daarom) grotendeels op verwachtingen was gebaseerd. Het betreft hier een gegeven dat voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger van materieel belang is en derhalve in het prospectus vermeld had moeten worden. Voor het overige wijst de Hoge Raad de klachten die zijn aangevoerd door de VEB respectievelijk de Banken tegen het arrest van het hof op het punt van de inhoud van het prospectus van de hand.

Het hof heeft daarnaast geoordeeld dat World Online aansprakelijk is voor mededelingen die zijn gedaan buiten het prospectus. Tegen dit oordeel zijn diverse cassatiemiddelen ingebracht. De Hoge Raad behandelt deze middelen nadat hij eerst een algemene uiteenzetting heeft gegeven over de reikwijdte van art. 6:194 e.v. BW. Deze artikelen hebben volgens de Hoge Raad ook betrekking op (schriftelijke of mondelinge) mededelingen van de uitgevende instelling die buiten het prospectus, maar wel in verband met het aanbieden van effecten, zijn gedaan. Voor dergelijke mededelingen geldt dat zij ingevolge art. 6:194 BW niet misleidend mogen zijn voor de maatman-belegger. Ten aanzien van dit soort mededelingen (die dus worden gedaan rondom een beursgang maar daarop niet rechtstreeks betrekking hebben en daarom niet kunnen gelden als 'mededelingen omtrent aangeboden goederen of diensten' in de zin van art. 6:194 e.v. BW) dient de uitgevende instelling de in het maatschappelijk verkeer betamende zorgvuldigheid in acht te nemen met het oog op de belangen van potentiële

beleggers (lees, de maatman-beleggers, H.M. Vletter-van Dort).

De Hoge Raad acht van algemene bekendheid dat potentiële beleggers niet altijd (uitsluitend) de informatie die in het prospectus vermeld is zullen raadplegen met welk gegeven de uitgevende instelling derhalve rekening moet houden bij het doen van mededelingen buiten het prospectus. De clausule in het prospectus waarin potentiële beleggers worden gewaarschuwd om niet af te gaan op andere informatie dan in het prospectus is vermeld,⁵ ontslaat de uitgevende instelling niet van haar verplichting zich te onthouden van het doen van mededelingen die misleidend zijn of niet stroken met hetgeen in het prospectus is vermeld. Op de uitgevende instelling rust volgens de Hoge Raad in beginsel niet de plicht om indien bij het publiek waarop het prospectus zich richt een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid heerst omtrent een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van belang is terwijl de in het prospectus opgenomen informatie juist en volledig is, dit beeld te corrigeren door bijvoorbeeld het openbaar maken van een persbericht. Dit betekent dat de uitgevende instelling in beginsel ook niet hoeft te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld bestaat over een relevant onderwerp. De Hoge Raad oordeelt dat deze regel uitzondering lijdt 'indien het onjuiste beeld, dan wel de verwarring of onduidelijkheid, een voor potentiële beleggers relevante kwestie betreft en in het leven is geroepen door mededelingen van of namens de uitgevende instelling zelf of die aan haar kunnen worden toegerekend. In een dergelijke geval rust op de uitgevende instelling een uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting om door het doen van een publieke mededeling in aanvulling op het prospectus, zoals bijvoorbeeld een persbericht, opheldering te geven over de desbetreffende aangelegenheid.' De Hoge Raad trekt deze regel nog verder door en oordeelt dat ook indien aan de uitgevende instelling *niet* (cursivering H.M. Vletter-van Dort)

4. R.o. 4.11.2.

5. Zoals onder het kopje Feiten geciteerd.

Rechtspraak

kan worden toegerekend dat sprake is van een onjuist beeld, dan wel van verwarring of onduidelijkheid, niet geheel uitgesloten is dat de uitgevende instelling toch gehouden is tot correctie of opheldering door het openbaar maken van mededelingen in aanvulling op het prospectus. Dit laatste zal met name het geval zijn indien het een onderwerp betreft dat voor de beleggingsbeslissing van aanmerkelijk belang is en op de relevante markt in aanzienlijke mate sprake blijkt te zijn van een onjuist beeld dan wel verwarring of onduidelijkheid. De klachten die waren gericht tegen het oordeel van het hof dat World Online onrechtmatig heeft gehandeld door na te laten de uitlatingen van Brink die ertoe hebben geleid dat onduidelijkheid is ontstaan over haar aandelenbezit te corrigeren, falen derhalve.

Vervolgens komen de klachten aan de orde die zijn gericht tegen het oordeel van het hof dat ook de Banken onrechtmatig hebben gehandeld door de uitlatingen van Brink niet te corrigeren. Ook nu begint de Hoge Raad weer met een algemene uiteenzetting over de grondslag van een eventuele aansprakelijkheid van een begeleidende bank voor uitlatingen die door of namens de uitgevende instelling zijn gedaan. Een dergelijke aansprakelijkheid dient, aldus de Hoge Raad, gebaseerd te worden op art. 6:162 BW en niet op art. 6:194 e.v. BW omdat de begeleidende bank de uitlatingen niet zelf heeft gedaan. Hierbij acht de Hoge Raad van belang dat de maatschappelijke functie van een bank die een emissie begeleidt een bijzondere zorgplicht met zich meebrengt ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. De reikwijdte van deze zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval.⁶ Hierbij dient ook uitgegaan te worden van de maatman-belegger. Een omstandigheid die van belang is voor de invulling van de zorgplicht, is dat de banken, zoals in casu ABN AMRO en Goldman Sachs, (joint) global coördinator, lead manager en bookrunner zijn. Volgens de Hoge Raad rust op de Banken als syndicaatsleider(s) een gehoudenheid om, voor zover dat binnen hun invloedssfeer ligt, te voorkomen dat bij potentiële beleg-

gers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat. Net zoals dat voor de uitgevende instelling geldt kan onder omstandigheden op de begeleidende banken de plicht rusten om een onjuist beeld dat is ontstaan bij potentiële beleggers over een relevante kwestie door uitlatingen (buiten het prospectus) die toerekenbaar zijn aan de uitgevende instelling, te corrigeren in een openbare mededeling. Deze plicht vloeit voort uit de bijzondere zorgplicht die op de bank rust als syndicaatsleider. De omstandigheid dat een syndicaatsleider, zoals Goldman Sachs, een in het buitenland gevestigde bank is, leidt niet tot een ander oordeel. De Hoge Raad bevestigt het oordeel van het hof dat de Banken als 'bij uitstek deskundigen' World Online zodanig hadden dienen te begeleiden dat zij de (leidinggevendens van) de bank voorbereiden en instrueren met het oog op bijvoorbeeld een persconferentie, teneinde te voorkomen dat publieke uitlatingen door of namens de uitgevende instelling bij die persconferentie afbreuk doen aan hetgeen in het prospectus is vermeld en aldus verwarring scheppen. De mededeling in het prospectus dat uitsluitend mag worden afgegaan op de inhoud van het prospectus vrijwaart de Banken niet indien en voor zover het gaat om mededelingen gedaan door functionarissen van World Online.

Tot slot acht de Hoge Raad de klacht van de VEB gegrond tegen het oordeel van het hof dat het op grote schaal aankopen van aandelen World Online door ABN AMRO sprake was geoorloofde koersstabilisatie. Ik schets kort de feiten. Voor de opening van de handel in aandelen World Online op 17 maart 2000 had de hoekman een indicatiequote van € 50 voor een aandeel afgegeven. Kort voor opening bleek dat er een enorm overschat aan aangeboden aandelen was. ABN AMRO heeft toen aan de hoekman de opdracht gegeven het volledige overschot op te kopen tegen een koers van € 50,20 per aandeel. In de loop van de handelsdag bleef het aanbod groot en heeft ABN AMRO nog meer aandelen opgekocht. Aan het einde van de handelsdag bleek ABN AMRO ruim 7,5 miljoen aandelen World Online te hebben opgekocht tegen een gemiddelde koers van € 48,97.

Vervolgens bleek op 20 maart 2000 dat geen overeenstemming bestond tussen ABN AMRO en Goldman Sachs over de vraag of de aankopen ten laste van het stabilisatieboek gebracht zouden mogen worden. Dit dispuut is geschikt waarbij is overeengekomen dat ABN AMRO 5 miljoen aandelen mocht overboeken naar het stabilisatieboek tegen een vergoeding van € 37,50 per aandeel (dit was de slotkoers op 20 maart 2000) vermeerderd met een bedrag van € 12 miljoen. De VEB heeft aangevoerd dat ABN AMRO door haar aankopen de schijn heeft gecreëerd dat er meer vraag was naar het aandeel World Online dan er in werkelijkheid was en dat geen sprake was van toelaatbare⁷ koersstabilisatie. De AFM had ABN AMRO een boete opgelegd wegens overtreding van de safe harbour-bepaling van art. 32 NR 1999. De rechtbank Rotterdam⁸ heeft het beroep van ABN AMRO tegen deze boete ongegrond verklaard en het CBB⁹ heeft dit oordeel van de rechtbank bevestigd. De Hoge Raad oordeelt dat, hoewel de burgerlijke rechter dient uit te gaan van het oordeel van de hoogste bestuursrechter in een met voldoende waarborgen omklede rechtsgang, dit niet betekent dat het hof ook moest uitgaan van het oordeel van het CBB dat ABN AMRO in strijd met art. 32 NR 1999 heeft gehandeld. Het CBB had immers te oordelen over de vraag of de AFM terecht en op juiste gronden een boete aan ABN AMRO heeft opgelegd, terwijl het hof had te oordelen over de – daarvan te onderscheiden – vraag of de Banken door hun handelwijze op en na 17 maart 2000 onrechtmatig hebben gehandeld jegens de (potentiële) beleggers in aandelen World Online. Het hof diende laatstgenoemde vraag zelfstandig te beantwoorden, zonder de oordelen van het CBB daarbij tot richtsnoer te nemen.¹⁰ De Hoge Raad

6. HR 23 december 2005, NJ 2006, 289.

7. Dat wil zeggen in overeenstemming met de safe harbour-bepaling van het toen geldende art. 32 lid 2 aanhef en onder b NR 1999.

8. Rb. Rotterdam 30 september 2003, JOR 2003/266 (m.nt. KF & J.F. de Groot), zie mijn noot in *Ondernemingsrecht* 2003, 51, p. 631-634 (afl. 16).

9. CBB 28 juli 2005, JOR 2005/248 (m.nt. KF & J.F. de Groot), zie mijn noot in *Ondernemingsrecht* 2005, 158, p. 455-458 (afl. 13).

10. R.o. 4.38.2.

beantwoordt deze vraag vervolgens zelf en oordeelt dat koersstabilisatie dient te berusten op een *vooraf* (cursivering H.M. Vletter-van Dort) genomen besluit van de syndicaatsleden waarvoor zij gezamenlijk de verantwoordelijkheid dragen en dat voor hun gezamenlijke rekening en risico komt. Volgens de toelichting hierbij is, aldus de Hoge Raad, de stabilisatiekoers feitelijk de minimumkoers die het syndicaat wil trachten vast te houden, en moet deze koers voorafgaand aan de stabilisatie vastgesteld worden. De door het hof vastgestelde gang van zaken voldoet hieraan niet, ook niet omdat de ingevolge de schikking naar het stabilisatieboek overgeboekte aandelen tegen een andere koers (lagere) koers dan de door ABN AMRO bewerkstelligde openingskoers. 'Derhalve kan niet gezegd worden dat Goldman Sachs heeft ingestemd met de gehanteerde openingskoers en die koers voor rekening en risico van het syndicaat heeft laten komen.'¹¹ Ook de klacht van de VEB dat het hof ten onrechte heeft geoordeeld dat de door ABN AMRO bewerkstelligde koers van € 50,20 niet zodanig afwijkend is van de introductieprijs van het aandeel World Online, dat niet gezegd kan worden dat ABN AMRO onvoldoende aansluiting heeft gezocht bij de introductieprijs, verklaart de Hoge Raad gegrond. Uit de tekst van art. 6.5 van Bijlage 6 bij NR 1999¹² en de toelichting daarbij volgt, aldus de Hoge Raad, dat het voorschrift ertoe strekt de ingreep in het marktmechanisme van vraag en aanbod op de effectenbeurs zo gering mogelijk te doen zijn, en dat het voorschrift bij het vaststellen van de stabilisatiekoers in een situatie waarin nog geen officiële notering bestaat hooguit een relatief geringe afwijking van de uitgifteprijs toelaat. De bewuste bepaling rechtvaardigde dan ook slechts de vaststelling van de stabilisatiekoers op of nabij de vastgestelde uitgifteprijs. Dat laatste zou naar het oordeel van de Hoge Raad voldoende zijn geweest om een tijdelijke bodem in de markt te leggen ter bescherming van de beleggers en de uitgevende instelling. De Hoge Raad doet dit geschilpunt verder zelf af en oordeelt dat ABN AMRO de schijn heeft gecreëerd dat er meer vraag was naar het aandeel World Online dan er in werkelijkheid was en dat hierdoor,

en door de mate waarin de door ABN AMRO gehanteerde aankoopprijs uitsteeg boven die van de (mede) door haar bepaalde uitgifteprijs (bijna 17% daarboven), een misleidende voorstelling van zaken (in de zin van art. 32 lid 3 NR 1999) is gecreëerd door ABN AMRO. De Hoge Raad verklaart voor recht dat de bedoelde handelwijze van ABN AMRO onrechtmatig is jegens de beleggers die aandelen World Online hebben gekocht op 17 maart 2000 dan wel die op basis van de misleidende openingskoers van 17 maart 2000 hun aandelen in de periode van 17 maart tot en met 3 april 2000 niet hebben verkocht. De Hoge Raad oordeelt dat onherroepelijk vaststaat dat World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs op de hiervoor genoemde punten onrechtmatig hebben gehandeld en dat tevens onherroepelijk vaststaat dat ABN AMRO onrechtmatig heeft gehandeld doordat zij op 17 maart 2000 een misleidende, ruim boven de vastgestelde uitgifteprijs liggende, openingskoers van € 50,20 heeft bewerkstelligd.

Commentaar

Aangezien, zoals eerder aangegeven, zowel de cassatiemiddelen als het arrest van Hoge Raad (46 pagina's) zeer omvangrijk zijn, ben ik genooddacht mij in dit commentaar te beperken tot die onderwerpen die ik het meest interessant acht. Ik bespreek daarom slechts (i) de ontvankelijkheid van Stichting VEB-Actie WOL (hierna: de Stichting), (ii) de collectieve actie als bedoeld in art. 3:305a BW, (iii) algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie, (iv) verkoopprijs van de Kalexer-aandelen, (v) de aansprakelijkheid van World Online voor mededelingen buiten het prospectus, (vi) de aansprakelijkheid van de Banken voor mededelingen buiten het prospectus, en (vii) het onrechtmatig handelen van ABN AMRO vanwege koersmanipulatie en het bewerkstelligen van een te hoge openingskoers.

Ad (i) Het hof was tot het oordeel gekomen dat de Stichting niet ontvankelijk was op de volgende gronden. Op grond van het tot 1 oktober 2004 geldende recht moest voor de rechtsgeldigheid van een cessie de inhoud van de tot levering bestemde akte worden

medegedeeld aan de schuldenaar. Tot de inhoud van deze akte moet niet alleen worden gerekend de gegevens waaruit kan blijken om welke vordering het gaat en de naam van de cessionaris, maar ook de naam van de cedent, aldus het hof. Aangezien in de door de Stichting aan World Online toegestuurde lijst geen voornamen van de cedenten waren opgenomen, bevatte deze volgens het hof onvoldoende gegevens om deze personen te individualiseren. Ook A-G Timmerman kwam in zijn conclusie tot de slotsom dat de vaststelling van de identiteit van de cedent weliswaar mag plaatsvinden nadat de mededeling van de cessie (ingevolge art. 3:94 lid 1 BW) is gedaan, maar wel had dienen te geschieden voordat i.c. World Online en de Banken in rechte werden betrokken. Indien vorderingen uitsluitend voldoende bepaalbaar zijn door de naam van de cedent mee te delen, dan dient dit naar zijn oordeel tijdig in de procedure te geschieden, hetgeen in dit geval betekent niet pas in een eventuele schadestaatprocedure (zoals was aangevoerd door de VEB). De Hoge Raad bevestigt het oordeel van het hof en volgt de A-G. De Hoge Raad voegt aan zijn oordeel nog als extra motivering toe 'dat het hof heeft vastgesteld dat de Stichting in haar mededeling van de cessies aan World Online en de Banken bewust persoonsgegevens van de deelnemers (cedenten) heeft weggelaten om te verhinderen dat zij geïdentificeerd zouden kunnen worden en tegeenvorderingen tegen hen zouden kunnen worden ingesteld'. World Online en de Banken moeten echter in staat worden gesteld zonder onevenredige moeite vast te stellen door wie de vorderingen op de Stichting zijn overgedragen.

Ten aanzien van de vraag of de Stichting kon optreden als lasthebber was het hof van mening dat de stelling dat dit bewijs pas in de schadestaatprocedure geleverd hoeft te worden, onjuist is. World Online kan er aanspraak op maken dat de Stichting beweist namens welke schuldeisers zij optreedt opdat World Online verweren

11. R.o. 4.48.4.

12. Bijlage 6 strekt tot uitvoering van art. 32 lid 3 NR 1999.

Rechtspraak

die zij tegen ieder van hen mocht hebben, dadelijk kan voeren. Onjuist acht het hof ook de stelling dat dit bewijs pas in de schadestaatprocedure geleverd hoeft te worden. World Online kan er aanspraak op maken dat de Stichting bewijst namens welke schuldeisers zij optreedt opdat World Online verweren die zij tegen ieder van hen mocht hebben, dadelijk kan voeren. De Hoge Raad bevestigt dit oordeel en volgt daarmee ook de A-G,¹³ die van mening was dat ongeacht of de Stichting handelt als lasthebber in eigen naam, dan wel als lasthebber namens de achterliggende beleggers, zij het bestaan van de lastgeving zal moeten bewijzen, indien het verweer van World Online en/of de Banken daartoe aanleiding geeft.

Ad (ii) Ten aanzien van de vraag of de belangen van beleggers voldoende gelijksoortig zijn in de zin van art. 3:305a BW volgt de Hoge Raad eveneens het hof en de A-G. Deze laatste was van mening dat in deze zaak de belangen van professionele beleggers en maatman-beleggers voldoende gelijksoortig zijn voor wat betreft de vraag of sprake is geweest van misleiding of anderszins onrechtmatig handelen. Opvallend is dat zowel de Hoge Raad als de A-G bij de beantwoording van de vraag of de belangen van de diverse beleggers voldoende gelijksoortig zijn daarbij direct de vraag betrekken of sprake is van misleiding. De Hoge Raad overweegt, zoals hiervoor geciteerd, dat een vordering als de onderhavige zich bij uitstek leent voor bundeling van aanspraken in een collectieve actie, omdat in een dergelijke procedure uitsluitend ter beoordeling staat of het *gedrag* van World Online en de Banken bij de beursintroductie onrechtmatig is geweest. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld.¹⁴ De Hoge Raad onderscheidt in de procedure dus duidelijk twee fases.

De benadering van de Hoge Raad betekent niet alleen dat de vraag of en zo ja in welke mate bij de toepassing van art. 6:98 BW en art. 6:101 BW gedifferentieerd moet worden in een ver-

volgprocedure de orde moet komen, maar ook dat geen onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende soorten beleggers. Deze benadering brengt onder meer met zich dat de door World Online ingebrachte klacht dat onderscheid gemaakt moet worden tussen beleggers die (a) hebben ingeschreven voordat de misleidende mededelingen door Brink zijn gedaan en beleggers die na haar mededelingen hebben ingeschreven, en (b) die hebben gekocht voor en na de beursintroductie, niet opgaat. Ik vraag mij af of World Online niet terecht heeft gesteld dat dit onderscheid van essentieel belang is. In geval (a) geldt dat beleggers die hebben ingeschreven voor de misleidende mededelingen zijn gedaan daardoor niet misleid kunnen. Ten aanzien van deze beleggers geldt dus dat alleen maar relevant is of het prospectus misleidend is. Nu dat in de onderhavige zaak inderdaad op onderdelen het geval is, maakt het in zoverre wat minder uit of beleggers nu alleen op het prospectus zijn afgestaan of (ook) op misleidende mededelingen: in beide gevallen is onrechtmatig gehandeld door World Online en de Banken. Ik kan mij echter voorstellen dat er ook een situatie denkbaar is waarin het prospectus niet misleidend is, maar mededelingen die met de beursgang verband houden wel. In een dergelijk geval lijkt het mij onder (a) gemaakte onderscheid wel van belang. Om die reden zou het mijn voorkeur hebben gehad als de motivering van de Hoge Raad op dit onderdeel wat uitgebreider zou zijn geweest. Hier komt bij dat het onder (b) gemaakte onderscheid potentieel verder kan strekken. Niet gezegd is namelijk dat beleggers die na de beursintroductie aandelen World Online hebben gekocht hebben vertrouwd op het prospectus en/of op de mededelingen van Brink. Het is niet onwaarschijnlijk dat op het moment dat zij hun aandelen kochten zowel het prospectus als de mededelingen al (een deel van) hun relevantie hadden verloren. Zonder in te willen gaan op het leerstuk van causaliteit, lijkt het mij de vraag of deze laatste beleggers wel een vordering toekomt ingevolge art. 6:194 BW. Ook op dit punt zou een nadere motivering van de Hoge Raad de voorkeur hebben verdiend. De Hoge Raad heeft op dit punt de A-G

gevolgd die zijn standpunt motiveert door te verwijzen naar het *TMF*-arrest.¹⁵ Dit arrest is bijzonder interessant voor de vraag welke schade nog in causaal verband staat met het onrechtmatig handelen, maar in dit arrest wordt echter niet – voor zover ik dit kan overzien – een onderscheid gemaakt zoals World Online heeft gedaan. De Hoge Raad oordeelt in de thans aan de orde zijnde zaak dat door World Online gemaakte onderscheid niet van belang is, omdat uitsluitend ter beoordeling voorligt of het gedrag van World Online en de Banken bij de beursintroductie onrechtmatig is geweest. Bij de beantwoording van die vraag kan, aldus de Hoge Raad, geabstraheerd worden van de bijzondere omstandigheden aan de zijde van beleggers. Hoewel dit oordeel naar alle waarschijnlijkheid beoogt bij te dragen aan het bereiken van een finale schikking tussen de al zo lang strijdende partijen, vraag ik mij af of de Hoge Raad niet een te grote stap neemt.

Ad (iii) Ik vind de wijze waarop de Hoge Raad dit arrest heeft opgebouwd door over bepaalde relevante leerstukken eerst een algemene uiteenzetting te geven voordat hij toekomt aan de specifieke aspecten van de zaak, erg mooi. Dit draagt bij aan een beter begrip van de algemene leerstukken. Interessant is dat de Hoge Raad duidelijk twee fases onderscheidt bij prospectusaansprakelijkheid. Ten eerste dient bij de beantwoording van de vraag of het prospectus misleidend is te worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van de maatman-belegger. Daarbij is van belang dat voor de kwalificatie van een mededeling als misleidend niet vereist is dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen of beïnvloed is door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de maatman-belegger te kunnen misleiden. Pas in de tweede fase, dus nadat is vastgesteld dat de mededeling inderdaad misleidend is ten opzichte van de maatman-belegger,

13. Onder 5.1.26.

14. R.o. 4.10.4.

15. HR 30 mei 2008, *JOR* 2008/209 (m.nt. B.J. de Jong), zie ook de noot van A.W. Pijls en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008, 104, p. 364-368 (afl. 9).

komt de vraag aan de orde of en zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld. De individualisatie vindt dus pas later plaats.¹⁶ De Hoge Raad geeft echter ten aanzien van de aansprakelijkheid van World Online al wel een voorzet door in r.o. 4.11.2 te oordelen dat met het oog op de effectieve rechtsbescherming van beleggers tot uitgangspunt mag dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Hoewel de Hoge Raad de rechter wel enige vrijheid laat door toe te voegen dat de rechter in een voorkomend geval tot het oordeel kan komen dat het bewuste uitgangspunt niet opgaat, vraag ik mij toch af of de Hoge Raad hier niet al te ver gaat. Eigenlijk geeft de Hoge Raad namelijk al een antwoord op een vraag die mijns inziens pas in fase twee beantwoord dient te worden. Praktisch is deze oplossing echter wel, gezien de eerder door mij vermoede wens van de Hoge Raad om het daarheen te leiden dat de procedure definitief afgerond wordt. Ik verwijs nog graag naar het interessante rechtsvergelijkend onderzoek naar prospectus-aansprakelijkheid in de Verenigde Staten, Engeland, Frankrijk en Duitsland dat is opgenomen in de conclusie van de A-G.

Ad (iv) De Hoge Raad oordeelt dat het hof de stelling van de VEB dat de prijs waartegen Brink de Kalexer-aandelen in december 1999 heeft verkocht in het prospectus had moeten worden vermeld, onvoldoende gemotiveerd heeft afgewezen. Het gaat volgens de Hoge Raad om een gegeven dat van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger en daarom had het in het prospectus moeten worden opgenomen. Hoewel ik het inhoudelijk volledig eens ben met de Hoge Raad, rijst wel de vraag of het hier niet om een feitelijk oordeel gaat en dus of de Hoge Raad wel bevoegd is om een dergelijk oordeel te geven.¹⁷

Ad (v) Dat de Hoge Raad met het hof van oordeel is dat World Online onrechtmatig heeft gehandeld door de uitlatingen van Brink niet te corrigeren, wekt eigenlijk weinig verbazing meer. Opvallend is wel dat de Hoge Raad zo duidelijk is over de reikwijdte van de

zorgvuldigheidsplicht die in dit verband op de uitgevende instelling rust. De Hoge Raad overweegt dat zelfs als het prospectus wél juiste en volledige informatie geeft en derhalve niet misleidend is, de uitgevende instelling toch aansprakelijk kan zijn voor misleidende of anderszins onrechtmatige mededelingen die buiten het prospectus door of namens haar, dan wel aan haar toerekenbaar, openbaar zijn gemaakt over een voor beleggers relevant onderwerp. Op de uitgevende instelling rust dan een uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting om opheldering te geven. Dit alles vanuit de gedachte dat potentiële beleggers niet altijd (uitsluitend) afgaan op de in het prospectus opgenomen informatie. Dit lijkt mij een voor een uitgevende instelling niet al te bezwaarlijk criterium. De Hoge Raad gaat echter verder en oordeelt dat ook indien aan de uitgevende instelling *niet* kan worden toegerekend dat sprake is van een onjuist beeld, niet geheel is uitgesloten dat de uitgevende instelling *toch* gehouden is tot correctie of opheldering. Dit zal met name het geval zijn als de verwarring bestaat over een onderwerp dat voor de beleggingsbeslissing van aanmerkelijk belang is. De Hoge Raad rekt hier mijns inziens de uit het ongeschreven recht voortvloeiende verplichting tot correctie naar mijn mening wel heel ver op. Ik kan mij voorstellen dat uitgevende instellingen door dit oordeel met een aanzienlijke last worden opgezadeld.

Ad (vi) De Hoge Raad bevestigt het oordeel van het hof dat ook de Banken onrechtmatig hebben gehandeld door onder meer na te laten het onjuiste beeld dat door Brink is gecreëerd bij het beleggend publiek te corrigeren. Omdat de Hoge Raad aan dit specifieke onderdeel toekomt geeft hij eerst in zijn algemeenheid aan dat een eventuele aansprakelijkheid van een bank die een emissie begeleidt voor uitlatingen die door of namens de uitgevende instelling buiten het prospectus zijn gedaan, slechts gegrond kan worden op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) en niet op art. 6:194 e.v. BW nu de begeleidende bank die uitlatingen niet zelf heeft gedaan. De Hoge Raad voegt daaraan toe dat de maatschappelijke functie die een bank vervult een bijzondere zorgplicht meebrengt ten op-

zichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden. Voor de invulling van de zorgplicht wordt in beginsel wederom uitgegaan van de maatman-belegger. Vervolgens overweegt de Hoge Raad dat op de bank die als syndicaatsleider optreedt 'een gehoudenheid [rust] om voor zover dat binnen haar invloedssfeer ligt (...) te voorkomen dat bij potentiële beleggers een onjuist beeld van de uitgevende instelling ontstaat'.¹⁸ Deze zorgplicht kan zover gaan dat de syndicaatsleider door het (doen) uitbrengen van een openbare mededeling opheldering geeft over een aangelegenheid waarover onduidelijkheid is ontstaan, zodat een onjuist beeld bij de beleggers zoveel mogelijk wordt voorkomen of weggenomen. Anders dan de A-G overwoog in zijn conclusie,¹⁹ is de Hoge Raad van oordeel dat de omstandigheid dat een syndicaatsleider – zoals Goldman Sachs – een in het buitenland gevestigde bank is, niet tot een andere beoordeling zal leiden. De redenering van de Hoge Raad is eigenlijk dat als een buitenlandse bank een emissie op de Nederlandse markt begeleidt, hij er ook maar voor moet zorgen dat hij op gelijke voet als een Nederlandse bank kan voldoen aan de zorgvuldigheidsverplichtingen die op hem, in zijn hoedanigheid van syndicaatsleider, rusten. De stelling van Goldman Sachs dat van haar niet verlangd kan worden dat zij Nederlandse media uitpluist, wordt aldus van tafel geveegd. Dit betekent dat minst genomen een nauw samenspel is vereist tussen de begeleidende banken, de uitgevende instelling en diens functionarissen voor wat betreft contacten met de media. Ik zou hier iets genuanceerder dan de Hoge Raad tegenaan willen

16. De Hoge Raad merkt in r.o. 4.11.3 nog op dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade, alsmede het causaal verband, als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden.

17. A-G Timmerman had zich in ieder geval beperkt tot het beantwoorden van de vraag of het hof een onjuist dan wel onbegrijpelijk oordeel heeft gegeven door te oordelen dat de koopprijs van de aandelen niet op grond van de op dat moment geldende wet- en regelgeving in het prospectus op behoeft te worden genomen.

18. R.o. 4.31.1.

19. Onder 4.7.4.14.

Rechtspraak

kijken. Als algemeen uitgangspunt lijkt mij juist dat beleggers niet door of namens de uitgevende instelling met verwarrende of conflicterende berichten moeten worden geconfronteerd. Anders kan dit mijns inziens echter liggen indien de media op zichzelf correcte informatie verkeerd interpreteert. Hoe ver gaat de onderzoeks- en correctieplicht van de begeleidende banken op dit punt? De Hoge Raad lijkt deze vraag terughoudend te beantwoorden door als uitgangspunt te nemen dat net zoals dat geldt voor de uitgevende instelling, de syndicaatsleider bij een beursintroduktie kan volstaan met het uitbrengen van het wettelijk voorgeschreven prospectus, waarin juiste en volledige informatie is opgenomen. Dit betekent dat de syndicaatsleider, evenals als de uitgevende instelling, in beginsel niet hoeft te reageren op berichten in de media waaruit blijkt dat een onjuist beeld bestaat over een relevant onderwerp. Maar als dit onjuiste beeld wordt veroorzaakt door mededelingen van of namens de uitgevende instelling dan rust op de syndicaatsleider in beginsel de plicht dit beeld te corrigeren. De Hoge Raad nuanceert wel enigszins door te overwegen dat het van de omstandigheden van het geval afhangt of op de syndicaatsleider in het concrete geval een plicht tot correctie rust ('gelet op de door deze in acht te nemen zorgvuldigheid'),²⁰ maar geeft toch als algemene regel dat gelet op de centrale rol die de bank als syndicaatsleider heeft, haar bijzondere zorgplicht kan meebrengen dat zij een corrigerend persbericht uitbrengt. Ik heb mijn twijfels bij deze min of meer 'hoofdelijke' plicht die volgens de Hoge Raad op de syndicaatsleider rust. Ten eerste omdat niet uit het oog mag worden verloren dat de syndicaatsleider aansprakelijk is uit hoofde van onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) en niet zoals de uitgevende instelling uit hoofde van misleidende reclame (art. 6:194 e.v. BW). De motivering die de Hoge Raad geeft voor de aansprakelijkheid van de syndicaatsleider is echter (vrijwel) identiek aan die voor de uitgevende instelling. Ten tweede omdat de Hoge Raad wel een erg groot grijs gebied creëert. Moet de begeleidende bank bijvoorbeeld ook de twitterende CEO corrigeren? Gevoelsmatig rust deze plicht in eerste instantie

en voornamelijk op de uitgevende instelling. Ten derde denk ik dat deze vergaande aansprakelijkheid ertoe leidt dat de tarieven van de begeleidende banken eerder zullen stijgen dan dalen, voor zover begeleidende banken überhaupt nog wel zin hebben om emissies te begeleiden. Ten vierde is niet duidelijk of en zo ja hoe ver de aansprakelijkheid van een begeleidende bank gaat die geen syndicaatsleider is.

Ad (vii) Tot slot komt aan de orde de vraag of de aankopen door ABN AMRO van grote aantallen aandelen World Online aangemerkt kunnen worden als geoorloofde koersstabilisatie. In mijn noot bij de uitspraak van het CBB van 28 juli 2005²¹ heb ik al beargumenteerd dat mij het oordeel van de rechtbank en het CBB juist leek dat ABN AMRO niet heeft voldaan aan de vereisten die art. 32 lid 3 NR 1999 stelt waardoor de door ABN AMRO verrichte aankopen niet als geoorloofde koersstabilisatie getypeerd kunnen worden. De Hoge Raad is deze mening eveneens toegedaan en vernietigt op dit punt het arrest van het hof. De Hoge Raad oordeelt dat het hof niet zomaar mocht uitgaan van het oordeel van het CBB dat ABN AMRO in strijd met art. 32 NR 1999 heeft gehandeld, omdat het CBB uitsluitend een oordeel diende te geven over de vraag of de AFM terecht en op juiste gronden een boete aan ABN AMRO had opgelegd en niet over de vraag of de Banken door hun handelwijze op en na 17 maart 2000 onrechtmatig hebben gehandeld jegens potentiële beleggers World Online. Het oordeel van de Hoge Raad dat art. 6.2 lid 3 Bijlage 6 NR 1999 vereist dat (geoorloofde) koersstabilisatie dient te berusten op een vooraf genomen besluit van het syndicaat, lijkt mij juist. Dat daarvan in casu geen sprake was, lijkt mij evident. Verhelderend acht ik dat de Hoge Raad nog eens duidelijk uiteenzet dat bij het vaststellen van een stabilisatiekoers aansluiting gezocht dient te worden bij de vastgestelde uitgifteprijs. De bedoeling van het bewuste artikel is immers om de ingreep in het marktmechanisme van vraag en aanbod op de effectenbeurs zo gering mogelijk te doen zijn. Vervolgens is dan de vraag aan de orde of de openingskoers van € 50,20 niet misleidend was. Het hof had al geconstateerd dat ABN AMRO door haar aankopen de schijn creëerde

dat er meer vraag was naar aandelen World Online dan er in werkelijkheid was. De door ABN AMRO gehanteerde aankoopkoers lag zelfs 17% boven de door haar bepaalde uitgiftekoers (€ 43). De Hoge Raad oordeelt dan ook dat het creëren van de misleidende voorstelling van zaken met betrekking tot de openingskoers een aan ABN AMRO toerekenbare onrechtmatige daad oplevert. De door de VEB in dit verband gevraagde verklaring voor recht wordt echter in zoverre beperkt dat de Hoge Raad de handelwijze van ABN AMRO alleen onrechtmatig verklaart jegens beleggers die hebben gekocht op 17 maart 2000 dan wel die op basis van de misleidende openingskoers van 17 maart 2000 hun aandelen in de periode van 17 maart 2000 tot en met 3 april 2000 niet hebben verkocht. Beleggers die dus direct na de beursgang hun aandelen (met verlies) hebben verkocht, kunnen aan deze verklaring voor recht geen rechten ontleen.

Ook de omstandigheid dat de Hoge Raad het geschilpunt over de openingskoers zelf afdoet, draagt bij aan het algemene gevoel dat uit het arrest spreekt: de Hoge Raad wil dat de zaak nu eindelijk tot een einde komt. Of dit doel bereikt gaat worden is echter de vraag. De VEB heeft naar zij zelf op haar website aangeeft, tevergeefs gewacht op een uitnodiging van de Banken en Tiscali (als rechtsopvolger van World Online) om schikkingsonderhandelingen te starten. De VEB heeft die uitnodiging nu maar zelf doen uitgaan. Desondanks geeft zij aan optimistisch te zijn over de positieve afloop van deze onderhandelingen.

Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort

20. R.o. 4.31.2.

21. Zie noot 9.