

# Reactie NautaDutilh Conceptwetsvoorstel

*Reactie NautaDutilh op het Concept voorstel van wet tot 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*

NautaDutilh N.V.

Bastiaan Assink  
Paul Olden  
Geert Raaijmakers

14 februari 2008

### 1. Inleiding

- 1.1 NautaDutilh heeft met belangstelling kennis genomen van het Concept voorstel van wet tot 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 (het "Concept").
- 1.2 Met het Concept loopt de Nederlandse regering vooruit op wetgevingsinitiatieven in Europees verband. Dat heeft als voordeel, dat niet hoeft te worden gewacht met het aanpakken van knelpunten die door de Monitoring Commissie zijn gesignaleerd. Dat heeft als nadeel, dat Nederland in een zeker isolement dergelijke knelpunten aanpakt, hetgeen een negatieve invloed kan hebben op het vestigingsklimaat. Het "schipperen" tussen effectiviteit en de wens om het Nederlandse corporate governance systeem in internationaal verband aantrekkelijk te houden of zelfs aantrekkelijker te maken, treedt naar onze mening hier en daar aan de oppervlakte. Anderzijds heeft de regering gemeend thans af te moeten zien van het formuleren van nationale wetgeving met betrekking tot "empty voting" en "securities lending", teneinde te voorkomen dat nationale regelgeving wordt voorbereid die conflicteert met een eventuele Europese aanpak. Dergelijke keuzes maken het Concept wat onevenwichtig.
- 1.3 Desondanks verwelkomt NautaDutilh het Concept. Een deel van de voorgestelde wijzigingen houdt zonder meer een verbetering in van het bestaande corporate governance systeem.

### 2. Artikelgewijs commentaar

#### 2.1. Artikel I

- 2.1.1 Van het melden van de intenties met betrekking tot een eventuele uitbreiding van het aantal stemmen waarover een aandeelhouder beschikt en de uitoefening van zijn stemrecht, verwachten wij

weinig. Dat geldt te meer, indien geen verplichting bestaat tot het actualiseren van gemelde intenties, hetzij periodiek, hetzij op het moment dat deze intenties zijn gewijzigd.

- 2.1.2 Onze (beperkte) ervaring met meldingen onder Rule 13d(1) van de Securities Exchange Act van 1934 leert dat zich een praktijk heeft ontwikkeld van "boiler plate" meldingen<sup>1</sup> met name ten aanzien van intenties tot uitbreiding van het aantal stemmen.
- 2.1.3 Rule 13d(1) schrijft meldingsplichtigen overigens niet voor dat zij hun intenties met betrekking tot het gebruik van het stemrecht (in het algemeen) moeten melden. De meldingsplichtige moet plannen of voorstellen melden die betrekking hebben op of kunnen leiden tot een reeks omschreven transacties of acties met een grote impact op de uitgevende instelling. Voorbeelden zijn het veranderen van de samenstelling van het bestuur, een fusie, verkoop van een materiële hoeveelheid activa, etc. Het gaat met name om handelingen die controle over de uitgevende instelling vergen.
- 2.1.4 De Memorie van Toelichting vermeldt dat in het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen zal worden uitgewerkt, welke gegevens verstrekt moeten worden. De Memorie van Toelichting noemt dat gedacht wordt aan gegevens met betrekking tot voornemens tot gebruikmaking van (eventuele) rechten tot ontslag en benoeming van bestuurders en commissarissen en tot actieve beïnvloeding van de strategie van de onderneming bijvoorbeeld door uitoefening van rechten zoals geregeld in artikel 107a van Boek 2 van het BW. "Wanneer een aandeelhouder niet voornemens is gebruik te maken van deze bevoegdheden, dient hij dat aan te geven.", zo vervolgt de Memorie van Toelichting.

---

<sup>1</sup> Dit resulteert in nietszeggende meldingen als: "*XX Holding intends to review its holdings in the Issuer on a continuing basis and, depending upon the price and availability of the Issuer's securities, subsequent developments affecting the Issuer, the business prospects of the Issuer, general stock market and economic conditions, tax considerations and other factors deemed relevant, may consider increasing or decreasing its investment in the Issuer.*"

# Reactie NautaDutilh

## Conceptwetsvoorstel

- 2.1.5 Naar onze verwachting zal geen enkele aandeelhouder bereid zijn om van dergelijke "gewone" aandeelhoudersrechten op voorhand afstand te doen. Het voorzienbare gevolg zal zijn een (boilerplate) melding waarin aandeelhouders zich het recht voorbehouden om van al hun rechten gebruik te maken naar gelang de omstandigheden dat nodig of wenselijk maken.
- 2.1.6 Het is naar onze mening ook redelijk, noch zinvol om te verlangen dat aandeelhouders zich over het gebruik van dergelijke rechten op voorhand uitspreken, ook niet als zij een belang van 10% of meer gaan houden. Het kabinet spreekt elders in de Memorie van Toelichting uit dat het hem voorkomt dat een aandeelhouder die enkel zijn reguliere stemrecht gebruikt niet hoeft te melden dat hij voornemens is om de strategie van de onderneming te beïnvloeden. Dat standpunt onderschrijven wij en wij achten daarom de voorbeelden ("indicaties") van mogelijk te melden gegevens in de Memorie van Toelichting met dit standpunt moeilijk te verenigen.
- 2.1.7 De kernvraag is ons inziens: "bestaat op het moment van drempeloverschrijding het voornemen om controle over de uitgevende instelling te verwerven<sup>2</sup>?" Mogelijk moet de vraag worden uitgebreid met een zekere "horizon" ten aanzien van dat voornemen, bijvoorbeeld een termijn van een half jaar. Is het antwoord "ja", dan zou nog een antwoord op aanvullende vragen verlangd kunnen worden. Alternatief is de "Amerikaanse oplossing", waarbij gevraagd wordt naar plannen en voornemens die in meer of mindere mate controle vergen; het voornemen om controle te verwerven blijkt dan niet uitdrukkelijk, maar wel impliciet. Daartoe zou de meldingsplicht van intenties o.i. beperkt dienen te blijven.

## 2.2. Artikel II

- 2.2.1 Afgezien van problemen met betrekking tot de handhaafbaarheid,

---

<sup>2</sup> Of, in geval van een verlaging van het belang, wordt op het moment van drempeloverschrijding een voornemen tot het verwerven van de controle over de uitgevende instelling verlaten?

waarop in de Memorie van Toelichting al wordt gewezen, achten wij het een goede zaak dat uitgevende instellingen de mogelijkheid wordt gegeven om rechthebbenden te identificeren.

- 2.2.2 De definitie van "rechthebbende" heeft o.i. nadere uitwerking. Wie "voor eigen rekening aandelen houdt" zal in de praktijk niet eenvoudig zijn vast te stellen. Een voorbeeld moge dit illustreren. De inlener van aandelen onder een overeenkomst van verbruiklening ("securities lending") draagt geen economisch risico. Hij is echter vennootschapsrechtelijk en "Wge-rechtelijk" aandeelhouder. Houdt hij de aandelen voor eigen rekening, nu het economisch risico bij de uitlener blijft?
- 2.2.3 De voorgestelde regeling zal ertoe leiden dat de uitgevende instelling beschikt of kan beschikken over de identiteit van haar rechthebbenden, terwijl de rechthebbenden die informatie wordt onthouden. Wij hebben begrip voor privacy-overwegingen, maar het resultaat is een verstoring van het level playing field. Het bestuur en de raad van commissarissen van een uitgevende instelling zullen in een betere positie zijn om steun te verwerven voor hun standpunt dan een aandeelhouder. Een systeem waarbij transparantie regel is en rechthebbenden zich door een "opt-out" mogelijkheid aan de regel kunnen onttrekken, zou o.i. de voorkeur verdienen.
- 2.2.4 Artikel 49i lid 3 bevat een opsomming van informatie die niet wordt verzonden. De uitgevende instelling dient te toetsen of de haar ter verzending aangeboden informatie in één of meer van de opgesomde categorieën valt en beslist vervolgens om de informatie wel of niet te verzenden. Het is zeer wel denkbaar dat een rechthebbende de uitgevende instelling verzoekt informatie te verzenden die het bestuur en/ of de raad van commissarissen van de uitgevende instelling niet welgevallig is. Het verzoek zal allicht worden gecombineerd met een verzoek tot het behandelen van zekere onderwerpen op de voet van art. 2:114a BW. Er kan met name in dat geval het bestuur en/ of de raad van commissarissen iets aan gelegen zijn om bepaalde informatie niet te hoeven

verzenden. De opsomming in lid 3 geeft hiertoe veel aanknopingspunten.

- 2.2.5 Daarnaast zien wij niet in waarom de informatie onder c (die "gericht is op het verwerven van persoonlijk voordeel;") en e (die "gericht is op het verkrijgen van steun voor een bepaald standpunt, met uitzondering van een stemadvies;") als categorie van verzending zou moeten worden uitgesloten. Vrijwel steeds zal de drijfveer voor het doen van een verzoek op de voet van art. 49i juist zijn het verwerven van steun voor een bepaald voorstel teneinde persoonlijk voordeel te behalen. Binnen zekere grenzen staan de aandeelhoudersrechten de aandeelhouder juist ten dienst om persoonlijk voordeel te behalen.
- 2.2.6 Evenmin zien wij de noodzaak tot het verbieden van het verzenden van stemformulieren of van informatie die gericht is op het verwerven van een stemvolmacht. Indien de vrees bestaat dat rechthebbenden zullen worden bestookt met informatie in het kader van een "proxy fight", zou eerder voor de hand liggen om specifieke maatregelen te richten tegen de excessen van een dergelijke strijd.
- 2.2.7 Resumerend zouden wij bepleiten om slechts de informatie onder a. (die "onjuist, onduidelijk of misleidend is;"), g (die "geen verband houdt met het beleid of de bedrijfsvoering van de uitgevende instelling;") en h (die "van zodanige aard is dat verzending in redelijkheid niet van de uitgevende instelling kan worden verlangd.") in lid 3 van art. 49i te handhaven.
- 2.2.8 Lid 4 geeft de uitgevende instelling de mogelijkheid om af te zien van het plaatsen van verzonden informatie op haar website indien een zwaarwegend belang zich tegen plaatsing verzet. Hoewel aangenomen mag worden dat een dergelijk zwaarwegend belang zich niet snel zal voordoen, achten wij het niet juist dat de uitgevende instelling deze mogelijkheid wordt gegeven. Het is zeer wel voorstelbaar dat verzonden informatie rechthebbenden buiten hun schuld niet bereikt (onder meer vanwege uitvoeringsproblemen bij

# Reactie NautaDutilh

## Conceptwetsvoorstel

het achterhalen van de naam en adresgegevens via - kortweg - het intermediair). Plaatsing op de website biedt deze rechthebbenden de enige mogelijkheid om alsnog van die informatie kennis te nemen. In de tweede plaats is slecht voorstelbaar dat informatie de toets van art. 491 lid 3 passeert, naar een (zeer) grote groep rechthebbenden wordt gestuurd en desondanks zodanig vertrouwelijk van aard is, dat een zwaarwegend belang zich tegen publicatie op de website verzet.

### 2.3. Artikel III

2.3.1 Wij steunen het voornemen om de drempel van art. 2:114a BW van 1% naar 3% te verhogen en de absolute drempel (beurswaarde) te laten vervallen. Het is een verbetering dat het agenderingsrecht niet langer toekomt aan een rechthebbende met een zodanig gering belang, dat het niet voor melding in aanmerking komt. Dit draagt bij aan een betere machtsbalans.

NautaDutilh N.V.