

Aan de voorzitter en de leden
van de Vaste Commissie voor Economische Zaken en Klimaat
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA Den Haag

Den Haag, 23 augustus 2021

Ref: B21.20

Betreft: Wetsvoorstel veiligheidstoets investeringen, fusies en overnames (Kamerstukken II 2020/21, 35 880, nr. 1 e.v.)

Geachte heer/mevrouw,

Eumedion, het corporate governance en duurzaamheidsforum voor institutionele beleggers, heeft met zorg kennis genomen van het bij uw Kamer ingediende wetsvoorstel veiligheidstoets investeringen, fusies en overnames. Helaas is er weinig gedaan met onze eerder geuite bezwaren op het voorontwerp van het wetsvoorstel.¹ Samenvattend vindt Eumedion de reikwijdte van de meldingsplicht voor kapitaalverschaffers nog steeds onduidelijk, de aantasting van rechten van onschuldige derden disproportioneel en heeft zij twijfels bij de uitvoerbaarheid en afdwingbaarheid van het wetsvoorstel. Wij zouden het zeer op prijs stellen wanneer u onze gezichtspunten, die wij hieronder uiteenzetten, bij de schriftelijke behandeling van het wetsvoorstel zou willen betrekken.

1. Algemeen: bescherming door de overheid van ‘strategische’ ondernemingen is onder bepaalde omstandigheden passend

Het doel van het wetsvoorstel is het vastleggen van regels om risico's voor de nationale veiligheid als gevolg van bepaalde economische activiteiten zoals investeringen en fusies te beheersen. Ter bescherming van de nationale veiligheid wordt voorzien in een toets op verwervingsactiviteiten die leiden tot wijzigingen in de zeggenschap over vitale aanbieders of tot wijzigingen in de zeggenschap over, of verkrijging dan wel vergroting van significante invloed op, ondernemingen die beschikken over sensitieve technologie. Indien er een risico is voor de nationale veiligheid, dan kan de Minister van Economische Zaken en Klimaat eisen en/of voorschriften verbinden aan het uitvoeren van de verwervingsactiviteit en deze in het uiterste geval verbieden. De bescherming door de overheid van ‘strategische’ ondernemingen staat – mede gelet op de huidige economische omstandigheden door

¹ <https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Commentaar-voorontwerp-investeringstoets-def.pdf?v=210723091546>.

de COVID-19-uitbraak en de oproep van de Europese Commissie² – volop in de maatschappelijke discussie. Eumedion heeft in het verleden de voor- en nadelen voor institutionele beleggers afgewogen en is tot de conclusie gekomen dat wetgeving die de overheid in staat stelt om ‘strategische’ ondernemingen te beschermen onder bepaalde omstandigheden passend is. Concreet vindt Eumedion dat overheidsingrijpen alleen mogelijk zou moeten zijn bij een overnamepoging van een vennootschap die i) actief is in één van de door de overheid aangewezen vitale processen danwel over in het wetsvoorstel of bij algemene maatregel van bestuur genoemde sensitieve technologie beschikt én ii) waarbij het maatschappelijk belang van (een deel van) de ondernemingsactiviteiten voldoende duidelijk, specifiek en substantieel is. Gelet op het voorgaande kan Eumedion de achterliggende doelstelling van het wetsvoorstel van harte steunen. Wel heeft zij verschillende bedenkingen bij de voorgestelde uitwerking van het wetsvoorstel.

2. Eerste bedenking: de reikwijdte van de meldingsplicht voor kapitaalverschaffers is nog onduidelijk

Eén van de nadelen die kleeft aan de voorgestelde toetsingsbevoegdheid – welke kan uitmonden in een verbod – is dat kapitaalverschaffers mogelijk minder bereid zullen zijn om te beleggen in Nederlandse bedrijven die vitale processen aanbieden of beschikken over sensitieve technologie. Onbedoeld zouden hierdoor beleggingen in Nederlandse bedrijven die vitale processen aanbieden of beschikken over sensitieve technologie kunnen worden afgeremd. Om deze negatieve effecten voor het investeringsklimaat te beperken, is het van belang dat het voor kapitaalverschaffers klip en klaar is op welke bedrijven het wetsvoorstel betrekking heeft en wanneer zij een melding moeten doen. Aan deze randvoorwaarden wordt – ondanks de doorgevoerde verduidelijkingen – volgens Eumedion nu niet voldaan.

Niet alle verwervingsactiviteiten in bedrijven die vitale processen aanbieden of beschikken over sensitieve technologie vallen ook onder de meldingsplicht uit het wetsvoorstel. Daar is alleen sprake van indien de verwervingsactiviteit ook leidt tot zeggenschap respectievelijk significante invloed in die bedrijven. De wettekst is op dit punt onvoldoende duidelijk. Voor de definitie van zeggenschap wordt aansluiting gezocht bij art. 26 van de Mededingingswet. Het is voor Eumedion niet duidelijk wanneer een kapitaalverschaffer de mogelijkheid heeft om op grond van feitelijke of juridische omstandigheden een beslissende invloed uit te oefenen op de activiteiten van een onderneming en er dus sprake is van zeggenschap. Uit de toelichting (p. 34) volgt dat zeggenschap een materieel criterium is. En dat een meerderheidsaandelenbelang, een minderheidsaandelenbelang, bijzondere aandelen of bepaalde preferente aandelen, hybride of in aandelen converteerbare leningen en

² Mededeling van de Commissie - Gecoördineerde economische respons op de uitbraak van Covid-19 – COM(2020) 112, 13/3/2020; paragraaf 2, vierde alinea en de daarin aangekondigde aanwijzingen en de Mededeling van de Commissie - Richtsnoeren voor de lidstaten betreffende buitenlandse directe investeringen en vrij verkeer van kapitaal uit derde landen en de bescherming van de strategische activa van Europa, in afwachting van de toepassing van Verordening (EU) 2019/452 (“Verordening screening BDI”), PbEU 2020, C 99 I/1.

venture debt of zelfs leningsovereenkomsten of langjarige afnemersovereenkomsten tot zeggenschap kunnen leiden. Deze zeer ruime opsomming geeft beleggers weinig houvast. Voor Eumedion is het in het geval van beursvennootschappen bijvoorbeeld onduidelijk of een 29%-aandeelhouder op grond van het wetsvoorstel zeggenschap kan uitoefenen, wanneer tijdelijk een beschermingsconstructie tegen een ongewenste overname of concentratie van zeggenschap in stelling is gebracht waardoor een beschermingsstichting de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering kan uitoefenen. In dat geval is het de vraag of de andere aandeelhouders nog wel zeggenschap kunnen uitoefenen.

Evenmin is het voor Eumedion duidelijk wanneer een kapitaalverschaffer significante invloed heeft. In het wetsvoorstel (art. 4) wordt – kort gezegd – bepaald dat bij algemene maatregel van bestuur voor specifieke categorieën van ondernemingen die actief zijn op het gebied van sensitieve technologie kan worden bepaald bij welk percentage van de stemmen in de algemene vergadering er sprake is van de verkrijging of vergroting van significante invloed. Het wetsvoorstel hanteert de volgende drempelwaardes voor de verkrijging of vergroting van significante invloed: tien, twintig of vijftwintig procent van het aantal stemmen dat in de algemene vergadering van een doelonderneming kan worden uitgebracht. Voor Eumedion is het in het geval van beursvennootschappen bijvoorbeeld onduidelijk op welke wijze een 10%-aandeelhouder ‘significante invloed’ kan uitoefenen, terwijl een dergelijke aandeelhouder geen invloed heeft op het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap (art. 2:129 lid 1 BW). Ook is het onduidelijk of er sprake is van ‘significante invloed’ wanneer een beursvennootschap ‘permanente’ beschermingsconstructies (zoals prioriteitsaandelen en ‘repeterende bindende benoemingsvoordrachten’) heeft.

Concluderend, door het gebruik van vage definities is het voor kapitaalverschaffers op grond van de voorgestelde wettekst nog niet duidelijk en onvoorspelbaar wanneer zij een melding moeten doen. De proportionaliteit van het wetsvoorstel³ en de rechtszekerheid voor beleggers komen daarmee in het geding. Eumedion is er daarom voorstander van dat nader wordt verduidelijkt wanneer een verwervingsactiviteit leidt tot zeggenschap of significante invloed.

3. Tweede bedenking: aantasting rechten van onschuldige derden is disproportioneel

Aandelen van beursvennootschappen worden vaak gehouden via een zogenoemde bewaarketen van intermediairs. Op verschillende plaatsen in het wetsvoorstel wordt aan de schakels van deze bewaarketen een medewerkingsplicht opgelegd. Het gaat daarbij om medewerking bij:

- de tenuitvoerlegging van het vervreemden of terugbrengen van het aandelenbelang (art. 43); en
- de uitlevering van het aandelenbelang (art. 44).

³ Uit de memorie van toelichting (p. 16) volgt dat de minister bij het opstellen van het wetsvoorstel is uitgegaan van een aantal uitgangspunten om de proportionaliteit te waarborgen, waaronder het beperken van de gevolgen voor het investeringsklimaat. Dat betekent onder meer zo min mogelijk onzekerheid voor verwervers.

In het wetsvoorstel wordt, kort gezegd, geregeld dat de laatst geïdentificeerde partij in de bewaarketen de opdracht krijgt om over te gaan tot vervreemding of terugbrenging van het aandelenbelang respectievelijk uitlevering van het aandelenbelang. In het wetsvoorstel wordt er rekening mee gehouden dat het kan voorkomen dat één van de schakels in de bewaarketen niet mee wil werken. Indien een partij geen medewerking verleent, schuift de medewerkingsplicht door naar de volgende partij in de keten en zo verder totdat een partij wordt bereikt die wel meedoet. Op p. 60 van de memorie van toelichting valt het volgende te lezen: *'Indien onduidelijkheid over de eigendomsstructuur en -verhoudingen van de verwerver bestaat, zal de partij die als laatste is geïdentificeerd in de bewaarketen degene zijn die het dichtste bij de verwerver staat. Door een actie op het vervreemden of terugbrengen van de bij deze als laatste bekende partij aanwezige aandelenbelang, zullen zo min mogelijk andere deelgenoten of cliënten in het depot waarin de verwerver direct of indirect deelneemt getroffen worden*. En op p. 61: *'De verplichte vermindering van het aandelenbelang in het depot voor het aandelenbelang dat deze professionele partij houdt, zal in beginsel iedere deelgenoot of cliënt treffen. Die deelgenoten of cliënten zullen zich tot de professionele partij wenden en bezwaar maken tegen een vermindering die hen treft, terwijl zij daar part noch deel aan hebben'*. Verder wordt op p. 171 nog het volgende opgemerkt: *'Deze partijen hebben zelf er ook belang bij om zoveel mogelijk aan deze vermindering medewerking te verlenen om te voorkomen dat andere deelgenoten of cliënten in het gehouden depot consequenties daarvan ondervinden'*.

Het gevolg van het voorgaande is dat onschuldige derden (lees: alle klanten van de niet-meewerkende partij zoals particuliere en institutionele beleggers) kunnen worden getroffen. Eumedion meent dat dat disproportioneel is temeer omdat de 'uiteindelijke' houder van zeggenschap of significante invloed vaak helemaal niet kan bepalen of buitenlandse schakels in de bewaarketen zullen voldoen aan de medewerkingsplicht uit het wetsvoorstel. Overigens druist deze aanpak ook in tegen de kritiek die de Raad van State eerder heeft geuit over de identificatieregeling zoals neergelegd in hoofdstuk 3a van de Wet giraal effectenverkeer waarop het wetsvoorstel is gebaseerd. Deze kritiek luidde als volgt: *'De Raad acht een handhavingsregeling waarbij niet degene wordt getroffen door een repressieve sanctie die in gebreke is gebleven in het naleven van de wettelijke plicht die op hem rust, maar een derde, en het vervolgens aan deze derde wordt overgelaten om de geleden schade te verhalen op degene die in gebreke is gebleven, buiten proportie, en daarmee niet aanvaardbaar. Een sanctie op niet-naleving van een in een wettelijke regeling neergelegde verplichting behoort naar zijn oordeel neer te slaan op diegene die daadwerkelijk in gebreke is gebleven'*.⁴ Deze kritiek had destijds weliswaar betrekking op het voorstel om als sanctie het dividendrecht te schorsen indien – kort gezegd – een schakel in de bewaarketen verzuimde om te voldoen aan de verplichting tot beantwoording van een identificatieverzoek maar deze fundamentele

⁴ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 4.

kritiek geldt net zo goed voor de in het wetsvoorstel voorgestelde sanctie op niet-naleving. Gelet op het voorgaande meent Eumedion dat de sanctie op niet-naleving die op diverse plaatsen in het wetsvoorstel wordt voorgesteld waarbij rechten van onschuldige derden kunnen worden aangetast, moet worden aangepast.

4. Derde bedenking: de uitvoerbaarheid en afdwingbaarheid van het wetsvoorstel is kwetsieus

Zoals hierboven al is aangegeven, wordt er op verschillende plaatsen in het wetsvoorstel vanuit gegaan dat verplichtingen kunnen worden opgelegd aan buitenlandse partijen, zoals in art. 40 lid 2, art. 43 lid 2 tot en met 5, art. 44 lid 4 en 5 en art. 45 lid 1 en 3 van het wetsvoorstel. Het gaat hierbij – kort gezegd – om medewerkings- en doorgeleidingsplichten alsmede om verplichtingen om zich van bepaalde gedragingen te onthouden. In art. 51 van het wetsvoorstel wordt vervolgens voorzien in de handhaving van voornoemde wetsbepalingen. Hoewel Eumedion de achterliggende gedachte van deze bepalingen begrijpt, plaatst zij wel vraagtekens bij de afdwingbaarheid van de in het wetsvoorstel opgenomen bepalingen met extraterritoriale werking. Tegen deze achtergrond vraagt Eumedion zich af hoe effectief en afdwingbaar de in het wetsvoorstel opgenomen verplichtingen met extraterritoriale werking zijn. Eumedion vindt het wenselijk dat aan deze punten nadere aandacht wordt besteed.

5. Afsluitend: een aantal detailopmerkingen

Reikwijdte van het wetsvoorstel

- In het wetsvoorstel (art. 1) is een definitie van het begrip aandeel opgenomen. Voor de definitie van aandeel wordt onder meer verwezen naar de in art. 5:33 lid 1 onderdeel b van de Wft opgenomen definitie van aandeel. In de memorie van toelichting (p. 127) wordt in dit kader het volgende opgemerkt: *‘Gelet op de verwijzing in artikel 187 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek naar artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht kan het bij aandelen van een beursgenoteerde onderneming ook gaan om een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid’*. Hoewel deze constatering over de beurs-BV waar is, vindt Eumedion het wel verwarrend dat aan art. 5:33 lid 1 onderdeel b van de Wft in het kader van het wetsvoorstel een van de Wft afwijkende uitleg wordt gegeven. Wat Eumedion betreft ligt het meer voor de hand om het begrip aandeel in het wetsvoorstel zelf te definiëren.
- In het wetsvoorstel (art. 1) is ook een definitie opgenomen van het begrip stemmen. In de memorie van toelichting (p. 131) wordt onder andere het volgende opgemerkt: *‘Ook voor stemmen in een besloten vennootschap waarop artikel 187 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek van toepassing is en stemmen in een niet beursgenoteerde onderneming, vereniging of coöperatie wordt zoveel mogelijk aangesloten bij de bepalingen in de Wft’*. Ook in definitie van

effecten met een aandelenkarakter (art. 36) wordt verwezen naar ‘aandelen van de besloten vennootschap als bedoeld in artikel 187 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek’. De in art. 2:187 BW opgenomen schakelbepaling heeft kort gezegd alleen betrekking op beurs-BV’s waarvan de aandelen zijn toegelaten tot een gereguleerde markt gelegen binnen de Europese Economische Ruimte (EER).⁵ Eumedion vraagt zich af hoe dit gerijmd moet worden met de opmerking in de memorie van toelichting (p. 128) dat in het wetsvoorstel rekening is gehouden met de mogelijkheid dat een doelonderneming een beursnotering heeft op een gereguleerde markt in het buitenland, buiten de EU. Eumedion vindt het wenselijk dat wordt verduidelijkt of beurs-BV’s waarvan aandelen worden verhandeld op een buiten de EER gelegen beurs onder de reikwijdte van het wetsvoorstel vallen.

- Het wetsvoorstel is – kort gezegd – niet van toepassing op beschermingsstichtingen die ten tijde van een vijandig bod de vennootschap wil beschermen tegen een overname door een ongewenste partij middels het nemen van beschermingspreferente aandelen (art. 5 onderdeel d). Wij kunnen ons daarin vinden en menen dat dit de handelingsnelheid en effectiviteit van de bescherming ten goede kan komen. In de praktijk zijn er meer beschermingsconstructies dan beschermingsstichtingen. Eumedion vraagt zich af hoe daarmee wordt omgegaan en vindt het wenselijk dat dat wordt verduidelijkt.

Verhouding met bestaande rechten van aandeelhouders

- Het wetsvoorstel (art. 33) voorziet erin dat de minister één of meer personen kan aanwijzen die het bestuur of de leiding van een doelonderneming die een vitale aanbieder is, vervangt dan wel vervangen. Eumedion vraagt zich af hoe deze bepaling zich verhoudt tot het reeds bestaande recht van aandeelhouders om bestuurders van niet-structuurvennootschappen te benoemen en vindt het wenselijk dat dat wordt verduidelijkt.

Verhouding met EVRM en Grondwet

- Zoals hierboven in paragraaf 3 al uiteen is gezet, kunnen de rechten van onschuldige derden worden geraakt door het wetsvoorstel. Tegen deze achtergrond vindt Eumedion het wenselijk dat nader wordt ingegaan op de verhouding tussen de schending van de rechten van onschuldige derden en a) de bescherming van het recht op ongestoord genot van eigendom zoals voorzien in art. 1, Eerste Protocol, EVRM en b) art. 14 van de Grondwet.

Verhouding met biedingsregels

- In art. 37 van het wetsvoorstel wordt bepaald dat een verplicht bod niet gestand wordt gedaan voordat een mededeling is gedaan dat geen toetsingsbesluit nodig is of een toetsingsbesluit is

⁵ In art 2:187 BW wordt verwezen naar een gereguleerde markt als bedoeld in art. 1:1 Wft. Zie ook: OK 19 april 2011, JOR 2011/180 (Casca). In deze uitspraak kwam de OK tot het oordeel dat het begrip gereguleerde markt zoals bedoeld in art. 1:1 Wft slechts ziet op een gereguleerde markt gelegen binnen de EER.

genomen. Eumedion vraagt zich af in hoeverre deze bepaling verenigbaar is met de in het Besluit openbare biedingen Wft opgenomen biedingsregels. Eumedion vindt het wenselijk dat dat wordt verduidelijkt.

Verhouding met bestaande regels over uitlevering

- Uit art. 44 lid 2 onderdeel c van het wetsvoorstel volgt dat de minister de doelonderneming (onder meer) kan opdragen om het (buitenlandse) centraal instituut te verzoeken om het girodepot te verminderen met het tegoeed dat overeenkomt met het aandelenbelang dat op naam van de verwerver is ingeschreven. Voornoemde bepaling roept enkele vragen op bij Eumedion. Ten eerste vraagt Eumedion zich af of een (buitenlands) centraal instituut op grond van de geldende wet- en regelgeving wel tot uitlevering mag overgaan. Enkele jaren geleden heeft de Nederlandse wetgever de uitlevering van effecten op grond van de Wge in beginsel onmogelijk gemaakt.⁶ Effecten kunnen alleen nog maar worden uitgeleverd in de in de wet (art. 45 Wge) opgesomde gevallen. Zo is uitlevering (onder meer) nog toegestaan indien dat noodzakelijk is voor de deelgenoot om een aan de effecten verbonden recht uit te kunnen oefenen.⁷ Kennelijk gaat de minister er vanuit dat gebruik kan worden gemaakt van één van de bestaande gronden voor uitlevering. Eumedion vindt het omwille van de rechtszekerheid wenselijk dat wordt verduidelijkt op welke bestaande grond voor uitlevering een beroep kan worden gedaan. Daarnaast vraagt Eumedion zich af hoe in het geval van uitlevering door het (buitenlands) centraal instituut moet worden omgegaan met de situatie waarin het beheerde depot een tekort heeft. Thans volgt uit de Wge dat in dat geval slechts zoveel effecten worden uitgeleverd als in verband met de rechten van de andere aangesloten instellingen mogelijk is.⁸ Het wetsvoorstel lijkt hiermee op gespannen voet te staan. Eumedion vindt het daarom wenselijk dat nader wordt ingegaan op de verhouding tussen art. 44 van het wetsvoorstel en de reeds bestaande regels voor uitlevering uit hoofde van de Wge. Aangezien het in art. 44 van het wetsvoorstel opgenomen verzoek tot uitlevering ook ziet op buitenlandse centrale instituten vindt Eumedion het wenselijk dat ook wordt ingegaan op de toepasselijke buitenlandse wet- en regelgeving over uitlevering.

⁶ Kamerstukken II 2008/09, 31 830, nr. 1 e.v.

⁷ Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat het gaat om de situatie '*waarin uitlevering nodig is om een aan de effecten verbonden recht jegens de uitgevende instelling, zoals stemrecht, recht op dividend etc., of in voorkomende gevallen jegens derden, zoals verkooprecht van minderheidsaandeelhouders etc., uit te kunnen oefenen*' (Kamerstukken II 2009/10, 31 830, nr. 8).

⁸ Art. 45 lid 2 Wge.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Met vriendelijke groet,

Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid-Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG