

## Inleiding

1. De Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen ("**VEUO**"), is kort gezegd de vereniging van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, waarvan de leden zo'n 90% van de waarde van beursgenoteerde ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam vertegenwoordigen.
2. Vanuit dit perspectief zoekt de VEUO altijd naar de balans op basis waarvan Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen enerzijds zo succesvol mogelijk kunnen zijn doordat zij toegang hebben tot de kapitaalmarkt en betrouwbare partijen zijn voor Nederlandse en niet-Nederlandse beleggers om in te investeren. Anderzijds moeten deze ondernemingen bij hun handelen de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders steeds zorgvuldig in afweging nemen en daartoe ook de gelegenheid hebben, zoals dat onder andere wordt gewaarborgd door de Nederlandse Corporate Governance Code. Bij het opstellen van die Code is de VEUO ook nauw betrokken geweest.

## **Afweging van belangen van alle stakeholders en de aantrekkelijkheid voor investeerders en het Wetsvoorstel ongewenste zeggenschap telecommunicatie**

3. De fundamentele principes die in de Nederlandse Code zijn neergelegd en in de rechtspraak uitgewerkt, brengen mee dat de ondernemingsleiding en de raad van commissarissen ook bevoegdheden hebben om in geval van al of niet vijandige pogingen tot overnames, die stakeholdersbelangen mee te wegen en zich ook op die gronden tegen een overname te verzetten. Het Nederlands vennootschapsrecht stelt het zogenaamde '*stakeholdermodel*' centraal. De gedachte is dat het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap zich te allen tijde dienen te richten naar het belang van de vennootschap, en dat omvat mede het belang van alle bij de vennootschap betrokkenen, zoals werknemers, aandeelhouders, leveranciers.
4. De instrumenten die Nederlandse beursondernemingen in dit verband hebben (denk aan de bij een aantal vennootschappen bestaande beschermingsstichtingen die een optie hebben om zogenaamde beschermingspreferente aandelen te verkrijgen) zullen, naar het zich laat aanzien, op betrekkelijk korte termijn worden uitgebreid met de introductie van een wettelijke regeling die in een wettelijke bedenktijd zal voorzien als ofwel een vijandige overname wordt beoogd of bepaalde aandeelhouders substantiële controle over de onderneming willen verkrijgen<sup>1</sup>. Het onderhavige [wetsvoorstel](#) "Ongewenste zeggenschap telecommunicatie" houdt op dit moment onvoldoende rekening met deze maatregelen en lijkt deze op bepaalde punten zelfs te doorkruizen. Zo zou er onder meer een uitzondering moeten worden opgenomen voor beschermingsstichtingen om overwegende zeggenschap te verkrijgen. Als de uitoefening van een optie om beschermingsaandelen te verkrijgen van tevoren zou moeten worden gemeld bij de minister, zou de stichting daarmee namelijk onbedoeld in haar beschermingsdoelstelling worden beperkt.

---

<sup>1</sup> <https://www.internetconsultatie.nl/wetsvoorstelbedenktijd>

5. Het is tegen de achtergrond van het voorgaande dat het huidige wetsvoorstel moet worden beoordeeld waarbij een evenwicht moet worden gevonden tussen de aantrekkelijkheid voor de kapitaalmarkt en het waarborgen van de belangen van alle stakeholders. Onderdeel van die belangen van alle stakeholders is uiteraard dat de ongestoorde werking van vitale diensten wordt beschermd. Dat moet echter wel op een zodanige wijze dat aan de aantrekkelijkheid voor de kapitaalmarkt en investeerders niet meer dan nodig afbreuk wordt gedaan.
6. Het voorgaande verlangt dat een wettelijke regeling zo veel mogelijk voorspelbaar moet zijn en dat ingrepen op basis van die wettelijke regeling niet verder gaan dan strikt nodig zijn en dat er voldoende betrouwbare rechtsbescherming is ingebouwd. In het huidige voorstel is dat niet het geval en worden zeer vergaande instrumenten aangereikt, waar ook met aanzienlijk minder ingrijpende maatregelen hetzelfde resultaat kan worden bereikt. Dat geldt met name ook voor beursgenoteerde ondernemingen en hun bijzondere aard en kenmerken. De huidige vormgeving van het voorstel houdt daar te weinig rekening mee.

### **Vitale belangen verdienen wettelijke bescherming, maar dat kan op minder vergaande wijze**

7. Het [wetsvoorstel](#) neemt als uitgangspunt dat sprake is van een *meldplicht bij de minister van Economische Zaken van degene die het voornemen heeft overwegende zeggenschap in een "telecommunicatiepartij" te verkrijgen (de "verkrijger") (art. 14a.2).*
8. Dat uitgangspunt kan van harte worden onderschreven. Dat geldt ook voor het voorschrift dat de minister na een melding de verkrijging kan verbieden indien hij oordeelt dat overwegende zeggenschap in een telecommunicatiepartij door een bepaalde partij kan leiden tot een bedreiging van het publiek belang (*art. 14a.4*).
9. Minder geslaagd is echter de zeer ruime definitie van het begrip *"telecommunicatiepartij"*. Het gaat hierbij niet alleen om een in Nederland gevestigde rechtspersoon, eenmanszaak of vennootschap, maar ook om een (onzelfstandig) bijkantoor (dat niet zelf rechtspersoonlijkheid heeft) van een niet in Nederland gevestigde rechtspersoon. Als gevolg daarvan is het toepassingsbereik van de wet niet slechts erg ruim, maar vooral ook zeer onduidelijk. Voor zowel vennootschappen zelf, als potentiële investeerders, is het daarmee heel lastig te beoordelen of zij onder deze regeling vallen.
10. Dat geldt ook voor het ruime criterium dat een verkrijging *"kan leiden tot een bedreiging van het publiek belang"* (*art. 14a.2*). Dat is voor de investeerder, maar ook voor de onderneming waarin wordt geïnvesteerd een wel heel weinig inzichtelijk criterium om toe te passen.
11. Gaat het om een vijandige overname dan zal dit criterium niet noodzakelijk een probleem vormen. Dan zal immers ook de onderneming zelf dit veelal als bedreiging van de betrokken belangen beschouwen en de minister daarop wijzen. Dat wordt anders als het gaat om een vriendelijke overname en de onderneming zelf meent dat het samengaan met een partner in het belang is van de onderneming en alle daarbij betrokkenen. In dat geval zal er in beginsel

geen grond zijn om aan te nemen dat de overname verboden moet worden. Toch kan de minister dat onverminderd, en zonder de onderneming zelf te horen, doen.

12. De onzekerheid die hierbij bestaat is onnodig groot. Daarop heeft ook de Raad van State gewezen. In dat kader sluit de VEUO zich volledig aan bij het [advies](#) (p. 2) van de Afdeling advisering van de Raad van State waarin onder meer wordt gesteld *"Het wetsvoorstel bevat evenwel een opsomming van vaag omschreven omstandigheden waarin ondernemingen een voornemen tot verwerving van zeggenschap moeten melden en waarin de Minister vervolgens een verbod zal kunnen uitvaardigen. Deze benadering leidt tot een ruime mate van onzekerheid en doet vragen rijzen over de verhouding tot de bescherming van het eigendomsrecht [...]"*.
13. In haar [advies](#) (p. 12) wijst de afdeling advisering van de Raad van State ook op het feit dat het investeringsklimaat in de telecommunicatiesector in negatieve zin kan worden geraakt. Daarmee kan ook de bedrijfseconomische continuïteit van telecommunicatiepartijen (dus de ondernemingen zelf) ernstig geraakt worden.

### **Onzekerheid en onduidelijkheid en grote en niet zonder meer proportionele consequenties**

14. Na een verbod door de minister moet de verkrijger zijn overwegende zeggenschap beëindigen door zijn aandelen te verkopen. Doet hij dat niet, dan kan de minister de telecommunicatiepartij opleggen dit te doen namens de verkrijger die zijn investering dus reeds heeft gedaan (*art. 14a.11*). Totdat de overwegende zeggenschap is beëindigd, mag de verkrijger zijn aandeelhoudersrechten niet uitoefenen (o.m. het recht om een algemene vergadering bij te wonen en zijn stemrecht uit te oefenen) (*art. 14a.7 (1)*). Ondertussen kan de minister ook een zogenaamde "aangewezen persoon" benoemen die opdrachten kan verstrekken aan de telecommunicatiepartij en/of zelfs het bestuur van de telecommunicatiepartij overnemen (*art. 14a.9*).
15. Zo'n ingrijpen door de minister kan ook in een later stadium (nadat een overname allang is afgerond) nog plaatsvinden. Deze dreiging hangt daarmee letterlijk boven de markt en kan zo de waarde en aantrekkelijkheid van het aandeel sterk beïnvloeden. Komt toch een 'vriendelijke' overeenkomst tot stand, dan blijft onzeker of de Minister op enig moment nog zal ingrijpen en de overeenkomst ter discussie zal stellen.
16. Hetzelfde geldt voor eventuele beheersovereenkomsten die de telecommunicatiepartijen aan gaat of is gegaan (*art. 14a.15*), welke toestemming van de minister vereisen. Die toestemming kan op een later moment bovendien weer worden ingetrokken. Het zou de voorkeur verdienen dat betrokken partijen daar – voorafgaand aan het sluiten van de deal of de overeenkomst – zekerheid over kunnen verkrijgen.
17. Het gehanteerd juridische instrumentarium is op deze wijze onevenwichtig en daarmee ongewenst. De nu voorgestelde wettelijke regeling kent per saldo slechts één sanctie en dat is verkoop van de aandelen, en onder omstandigheden zelfs verkoop door de telecommunicatiepartij zelf. Dat is een draconische maatregel. Ten eerste zal een gedwongen verkoop van zo'n groot pakket aandelen moeilijk te realiseren zijn zeker omdat dit het gevolg is van een

beslissing van de minister die daarmee aangeeft dat dit een grote discretionaire bevoegdheid is en dus ook een opvolgende koper daarmee te maken kan krijgen. Ten tweede zal het voorgaande een zwaar negatief effect op de prijs hebben en ook op de langere termijn de koers van het aandeel enorm kunnen drukken en daarmee de financieringslasten van de onderneming verhogen en zo de onderneming verder in haar groei en bloei belemmeren. Nog daargelaten de diverse regels (en beperkingen) die gelden voor beursondernemingen om te handelen in aandelen in het eigen kapitaal, brengt het voor de onderneming ook de nodige andere risico's met zich mee, zoals bijv. het risico op een koersdaling, wanneer grote pakketten aandelen op de markt worden gebracht in een heel korte periode. Dat zou de kwetsbaarheid van de onderneming onbedoeld kunnen vergroten. En in het verlengde daarvan bijvoorbeeld ook de mogelijkheid dat de oorspronkelijke aandeelhouder het door hem geleden verlies wenst te verhalen op de telecommunicatiepartij.

18. Zoveel vergaande bevoegdheden bij de minister (en een eventuele derde) leggen, is ons inziens onevenwichtig en daarmee onwenselijk. Zoals de afdeling advisering van de Raad van State terecht schrijft (zie haar [advies](#) p. 13) *"zal de Minister een balans moeten vinden tussen het voorkomen van ongewenste beïnvloeding die een risico kan opleveren voor beschikbaarheid en integriteit van telecommunicatie-infrastructuur en het belang van het zoveel mogelijk ongemoeid laten van het investeringsklimaat. Tegelijkertijd kan hij in een voorkomend geval worden geconfronteerd met politieke druk of ophef"*. Ook daarom is van belang dat veel meer checks en balances in het systeem worden ingebouwd.

### **Pleidooi voor minder ingrijpende algemene sancties en meer maatwerk**

19. De vormgeving van de bevoegdheden van de minister zoals hierboven geschetst gaat wel erg ver, zeker zonder dat sprake is van rechterlijke toetsing althans civielrechtelijke toetsing. Er is nu een heel ingewikkelde grotendeels publiekrechtelijke regeling in het leven geroepen, waarbij de vraag kan worden gesteld of niet beter zou kunnen worden aangesloten bij privaatrechtelijke instrumenten die zowel meer ruimte bieden voor maatwerk als ook beter voorzien in rechterlijke toetsing op een wijze die beleggers in het algemeen meer vertrouwen zal inboezemen. Indachtig ook de eventuele, op zichzelf overigens begrijpelijke, politieke druk die op de minister kan worden uitgeoefend in bepaalde situaties, zoals ook door de Raad van State gesignaleerd (zie hierboven onder 18.), en om te voorkomen dat het beeld zou kunnen ontstaan dat beslissingen worden ingegeven door louter politieke overwegingen, lijkt eens te meer wenselijk dat er zulke onafhankelijke waarborgen worden opgenomen in de procedure.
20. Op basis van alle voorgaande argumenten geeft de VEUO graag nadrukkelijk in overweging om niet alle bevoegdheden (en de daarmee gepaard gaande risico's) bij de minister te concentreren en juist aansluiting te zoeken bij reeds bestaande bevoegdheden in de wet. In de ondernemingsrechtpraktijk vervult de Ondernemingskamer een belangrijke rol. De Ondernemingskamer is de centrale rechter in het ondernemingsrecht die door een ruime ervaring met een grote hoeveelheid zaken en de continuïteit van haar samenstelling een gespecialiseerde rechter is geworden.
21. De Ondernemingskamer heeft onder meer ook de mogelijkheid om de zeggenschap van aandeelhouders en door deze aandeelhouders benoemde

bestuurders en commissarissen te schorsen en bijvoorbeeld aandelen ten titel van beheer over te dragen aan een beheerder. In dit geval zou dat bijvoorbeeld een publiekrechtelijk lichaam kunnen zijn. Dat zou dan indien nodig ook de bevoegdheid kunnen krijgen om de aandelen te vervreemden. Dat lijkt een veel betere optie dan dat aan de onderneming zelf over te laten. De onderneming komt immers, gelet op de verschillende te dienen, tegenstrijdige, belangen (het eigen belang, het belang van de staat en het belang van degene die zeggenschap had) in een veel te lastig parket. In het verlengde daarvan kan de Ondernemingskamer ook functionarissen benoemen zoals tijdelijke bestuurders of commissarissen.

22. Daarbij heeft de Ondernemingskamer veel ervaring met het op maat maken van maatregelen in de vorm van zowel onmiddellijke als definitieve voorzieningen. Dat sluit aan bij wat in het kader van dit wetsvoorstel lijkt te ontbreken: het zoeken naar maatwerk op zo'n wijze dat de minst schadelijke oplossing wordt gevonden die overigens uiteraard recht doet aan het doel dat wordt nagestreefd: het bewaken van de nationale veiligheid. Die nationale veiligheid en de openbare orde kunnen echter nu juist veel meer gediend zijn met het nemen van proportionele maatregelen die recht doen aan alle belangen en tegelijkertijd het vertrouwen en de terechte wens van zekerheid van investeerders niet nodeloos op de proef te stellen. Ook dat is een Nederlands belang.

Wij hopen met het voorgaande een nuttige bijdrage te hebben geleverd voor het komende Rondetafelgesprek over het wetsvoorstel Ongewenste zeggenschap telecommunicatie en danken de Tweede Kamercommissie graag voor de gelegenheid om die bijdrage te hebben mogen leveren. Vanzelfsprekend houden wij ons graag beschikbaar om het voorgaande nader toe te lichten en al uw vragen te beantwoorden.

Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO)  
namens deze  
Prof Harm-Jan de Kluiver  
Algemeen Secretaris

\* \* \* \*