

Golden Shares II

3486643

22 september 2005

Inhoudsopgave		<i>Pagina</i>
1	Inleiding	3
2	Golden shares in Europees perspectief	4
3	Samenvatting eerste ICER-advies	5
4	De zaak Commissie <i>tegen</i> Verenigd Koninkrijk	8
5	De opvattingen van de Europese Commissie	9
6	Golden shares in Nederland: de zaken KPN en TPG	10
7	De gevolgen voor de inzet van vennootschasprechtelijke constructies	11
8	Aandachtspunten bij privatiseringen en deelnemingen	14

1 Inleiding

De overheid is op verschillende beleidsterreinen bezig zijn positie als aandeelhouder opnieuw te definiëren. De overheid is aandeelhouder in in ondernemingen die vanuit een bijzonder zwaarwegend economisch of openbaar belang een bijzondere overheidsbetrokkenheid met zichmeebrengen. Het gaat daarbij om ondernemingen die belangrijke infrastructuur beheren zoals energiebedrijven, en mainports zoals (lucht)havens , maar ook om financiële instellingen. Daarnaast zijn sommige overheidsdeelnemingen in het aandelenkapitaal erfenissen uit het verleden zoals bijv. de aandelen in KPN. Deze tendens heeft ook aandacht gekregen van de Algemene Rekenkamer door de publicatie op 20 april 2005 van het rapport over Garanties, leningen en deelnemingen van het Rijk.¹ In dit rapport constateert de Rekenkamer dat het beleid op het terrein van staatsdeelnemingen voldoende ontwikkeld is, maar wel doet de Rekenkamer verschillende aanbevelingen om het rijksbeleid inzake deelnemingen verder te ontwikkelen.

Bij de privatisering van een staatsbedrijf willen overheden nogal eens gebruik maken van een zogenaemde *golden share* constructie om, zonder een meerderheidsbezit van aandelen, bepaalde bevoegdheden te behouden. Vaak kent zij zichzelf bepaalde rechten toe om besluiten goed te kunnen keuren, bij voorbeeld over het vervreemden van aandelen.

In de rechtspraak van het Hof van Justitie van de EG is enige jaren geleden een ontwikkeling ingezet die vragen oproept over de verenigbaarheid met het gemeenschapsrecht van het gebruik (door Nederlandse overheden) van zulke golden shares. Het gaat daarbij niet alleen om gouden aandelen in handen van de Rijksoverheid, maar ook gouden aandelen in handen van decentrale overheden zoals gemeenten, waterschappen, etc.

Begin 2003 bracht de ICER een advies uit over de gevolgen van deze rechtspraak voor de Nederlandse situatie. Daarin werd geconcludeerd dat golden share constructies steeds moeilijker verenigbaar zijn met het Europese recht. Het nu voorliggende advies strekt er toe om het eerdere rapport en advies van de ICER² aan te vullen en te herzien in verband met de actuele ontwikkelingen. Ook deze aanvulling zal op termijn

¹ TK, 2004-2005, 30086 nr. 2

² Interdepartementale Commissie Europees Recht, 4 februari 2003, Advies "golden-share" arresten, ICER 2003/28.

waarschijnlijk onvoldoende blijken in verband met de dynamische ontwikkeling in de Europese jurisprudentie. Op termijn zal dan ook een extra aanvulling volgen.

2 Golden shares in Europees perspectief

In een drietal arresten van 4 juni 2002 is het vraagstuk van de verhouding van golden shares met het Europese recht aan de orde gekomen. In inbreukprocedures tegen Portugal, Frankrijk en België werd de verenigbaarheid van enkele golden share constructies met het vrije verkeer van kapitaal (artikel 56 EG) door de Europese Commissie betwist.³ In deze zaken ging het om wettelijke en bestuursrechtelijke maatregelen waarmee de overheid zichzelf uit hoofde van haar positie van aandeelhouder bijzondere rechten toekende met betrekking tot het bestuur en het beheer van geprivatiseerde ondernemingen. Het gaat hier dus niet om het houden van een eenvoudig meerderheidsbelang.

De door de Commissie betwiste wettelijke en bestuursrechtelijke maatregelen waarom het in deze arresten ging betreffen:

- Het Portugese verbod voor buitenlandse investeerders om meer dan een vastgesteld aantal aandelen in bepaalde Portugese bedrijven te verwerven;
- De Portugese verplichting om een voorafgaande vergunning van de bevoegde Portugese autoriteiten te verkrijgen om een deelneming boven een bepaald maximum in bepaalde Portugese ondernemingen te verwerven;
- Het Franse vereiste van voorafgaande goedkeuring door de minister van Economische Zaken van elke overschrijding van de voor het rechtstreekse of indirecte aandelenbezit geldende maxima van een tiende, een vijfde of een derde van het kapitaal of het stemrecht binnen de Franse staatsoliemaatschappij door een natuurlijke of rechtspersoon die alleen of samen met anderen handelt, zonder dat voor het verlenen van die goedkeuring voldoende nauwkeurige en objectieve criteria zijn vastgesteld;
- De Franse mogelijkheid van verzet achteraf tegen de overdracht of het in zekerheid geven van de meerderheidsparticipatie in het kapitaal van de vier dochterondernemingen van de moederonderneming van de Franse staatsoliemaatschappij, terwijl bovendien voor de uitoefening

³ HvJEG 4 juni 2002, zaak C-483/99, Commissie tegen Frankrijk; HvJEG 4 juni 2002, zaak C-503/99, Commissie tegen België; HvJEG 4 juni 2002, zaak C-367/98, Commissie tegen Portugal.

van dat verzet geen voldoende nauwkeurige en objectieve criteria zijn vastgesteld;

- Het Belgische vereiste van voorafgaande ter kennis bringing aan de toezichthoudende minister van elke overdracht, zekerheidstelling of verandering van de bestemming van leidingen van de nationale pijpleidingenmaatschappij en het nationale gasdistributiebedrijf, die grote infrastructuren voor het binnenlands vervoer van energieproducten uitmaken of hiervoor in aanmerking komen. De toezichthoudende minister heeft het recht zich daartegen te verzetten indien hij van oordeel is dat debetreffende verrichting de nationale belangen op energiegebied schaadt;
- De bevoegdheid van de Belgische minister om twee vertegenwoordigers van de federale regering te benoemen in de raad van bestuur van de maatschappij. Deze kunnen de minister voorstellen beslissingen van de raad van bestuur die zij strijdig achten met de krachtlijnen van 's lands energiebeleid, met inbegrip van de doelstellingen van de regering betreffende de bevoorrading van het land in energie, te vernietigen.

Het Hof oordeelde in deze zaken dat overheidsregelingen die het verwerven van aandelen van een onderneming blokkeren en investeerders uit andere lidstaten ervan weerhouden in die ondernemingen te investeren, het vrije verkeer van kapitaal illusoir kunnen maken. Dit betekent dat overheidsregelingen die ten aanzien van aandelentransacties of bedrijfsbeslissingen in bepaalde ondernemingen instemming van een overheidsorgaan vooraf voorschrijven of verzet achteraf mogelijk maken, naar het oordeel van het Hof een beperking van het kapitaalverkeer vormen die in beginsel verboden is.

3 Samenvatting eerste ICER-advies

In het ICER-advies van 4 februari 2003⁴ wordt onderzocht in hoeverre de overheid gebruik kan maken van golden share constructies zonder dat daarbij sprake is van strijd met het vrij verkeer van kapitaal.

Het advies concludeert dat een dergelijke constructie in beginsel kan worden gerechtvaardigd met een beroep op de uitdrukkelijk in artikel 58 EG opgenomen uitzonderingsgronden, zoals de bescherming van de openbare orde en de openbare veiligheid. Zelfs maatregelen die

⁴ Interdepartementale Commissie Europees Recht, 4 februari 2003, Advies "golden-share" arresten, ICER 2003/28.

discrimineren naar nationaliteit zijn geoorloofd, wanneer zij vallen onder één van de in het Verdrag genoemde uitzonderingen.

Daarnaast kunnen ook *niet* in het Verdrag genoemde dwingende redenen van algemeen belang aanleiding zijn om beperkingen te stellen aan het vrij verkeer van kapitaal. Het moet hierbij gaan om uitzonderingen van niet-economische aard. In dit geval mag er géén sprake zijn van onderscheid naar nationaliteit.

Zowel een stelsel van voorafgaande goedkeuring als een stelsel van verzet achteraf is door het Hof in beginsel aanvaardbaar. Hierbij stelt het Hof aan een stelsel van voorafgaande goedkeuring wel zwaardere proportionaliteitseisen. Verder moet de wijze waarop van de bevoegdheid gebruik gemaakt wordt vantevoren kenbaar zijn uit objectieve en nauwkeurige criteria, die zijn gepubliceerd.

Beperkingen van het kapitaalverkeer kunnen - aldus het eerdere advies - ook gerechtvaardigd zijn op grond van een dwingende reden van algemeen belang. Dergelijke maatregelen mogen echter geen onderscheid maken naar nationaliteit. De beperking moet voorts noodzakelijk zijn om het gestelde doel te bereiken en niet verder gaan dan noodzakelijk is. De maatregel moet van toepassing zijn op alle personen of ondernemingen die een activiteit uitoefenen op het grondgebied van de lidstaat.⁵

Het moet gaan om excepties van niet-economische aard. Tot de dwingende redenen van algemeen belang behoort in ieder geval niet de bescherming van een algemeen financieel belang van de staat. Overwegingen van economische aard kunnen evenmin dienen ter rechtvaardiging. Het maakt ook geen verschil of het daarbij gaat om doelstellingen van economisch beleid, of de keuze van een strategische partner, de versterking van de mededingingsstructuur van de betrokken markt en de modernisering en versterking van de doeltreffendheid van de productiemiddelen.

De bijzondere rechten voor de staat vloeiden in de onderzochte golden share arresten voort uit een publiekrechtelijke handeling (wetten, decreten). Ook de bevoegdheden die zijn neergelegd in de statuten van een onderneming of bevoegdheden die zijn vastgelegd in een privaatrechtelijke overeenkomst tussen de overheid en een onderneming kunnen een verboden beperking van het kapitaalverkeer vormen. Doorslaggevend lijkt daarbij – zo wordt in het advies aangegeven - dat de overheid bepaalde rechten te harer gunste doet strekken. De overheid kan zich ook niet verschuilen achter de verdragsbepaling inzake het eigendomsrecht (artikel 295 EG)

⁵ Zie bijvoorbeeld zaak C-483/99, punt 45. Vergelijk echter de conclusie van AG Jacobs in zaak C-136/00. Jacobs lijkt de vraag naar de (on)aanvaardbaarheid van een discriminerende maatregel onderdeel te willen laten uitmaken van de proportionaliteitstoets, zie punt 40.

omdat de overheid volgens het Hof bij de uitoefening van het eigendomsrecht op geen enkele wijze afbreuk mag doen aan de vrijheid van kapitaalverkeer.

Het eerdere advies leidt uit de rechtspraak af dat overheidsinmenging in bepaalde vormen en onder bepaalde voorwaarden geoorloofd is. Zowel een stelsel van voorafgaande goedkeuring als een stelsel van verzet achteraf is in beginsel aanvaardbaar.⁶ Het Hof legt wel strikte voorwaarden op aan de uitoefening van deze bevoegdheden. De wijze waarop de overheid van de bevoegdheid gebruik maakt, moet vooraf kenbaar zijn uit objectieve en nauwkeurige criteria, die gepubliceerd zijn. De beslissing moet voorts ten volle voor rechterlijke toetsing vatbaar zijn.

Het ICER advies stelt ten slotte dat golden shares alleen *onverenigbaar* worden geacht met artikel 56 EG, indien er sprake is van maatregelen die afwijken van de gewone voorschriften van het vennootschapsrecht. Verder meende de werkgroep, dat het Hof niet zou aanvaarden dat een lidstaat het vrij verkeer van kapitaal zou kunnen omzeilen, door een bepaalde maatregel niet als overheid, maar als particuliere marktdeelnemer te nemen. Het Hof ging ervan uit, in navolging van de Mededeling van de Commissie over dit onderwerp,⁷ dat het moest gaan om maatregelen die afwijken van de gewone voorschriften van het vennootschapsrecht. Omdat in de zaken KPN en TPG sprake is van gebruikelijke vennootschapsrechtelijke constructies, achtte de ICER destijds de redenering van de Nederlandse regering in die zaken verdedigbaar.

Omdat in de zaken KPN en TPG sprake is van gebruikelijke vennootschapsrechtelijke constructies, acht de ICER de redenering van de Nederlandse regering voor het Hof in die zaken verdedigbaar. Momenteel heeft het Hof nog geen uitspraak in deze beide zaken gedaan. Wèl wees de werkgroep reeds in 2003 op de mogelijkheid, dat het Hof in de toekomst elke verhindering van een golden share om daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur of de controle over een vennootschap als gevolg van het houden van een bijzonder aandeel door de overheid in beginsel als een belemmering van het kapitaalverkeer moet worden aangemerkt.

⁶ Het stelsel van verzet is expliciet door het Hof van Justitie, onder voorwaarden, verenigbaar geacht met het gemeenschapsrecht; zie in dit verband HvJEG 4 juni 2002, zaak C-503/99, Commissie tegen België, overwegingen 47-57

⁷ Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen, Pb 1997, C 220, blz. 15.

4 De zaak *Commissie tegen Verenigd Koninkrijk*

Enkele maanden na het verschijnen van het ICER advies bepaalde het Hof van Justitie dat, er toch sprake kan zijn van strijd met artikel 56 EG ,ook indien een golden share op vennootschapsrechtelijke mechanismen was gebaseerd,.

Op 13 mei 2003 heeft het Hof van Justitie een arrest gewezen in een inbreukprocedure van de *Commissie tegen Verenigd Koninkrijk*⁸, waarin het Verenigd Koninkrijk werd veroordeeld, omdat zij een golden share bezat in een vliegvelDENmaatschappij in strijd met vrij verkeer van kapitaal (artikel 56 EG).

In deze zaak was er sprake van een geprivatiseerd luchthavenbedrijf, waarin de Britse koningin een 'One Pound Share' had, waaraan bepaalde goedkeuringsrechten voor belangrijke beslissingen verbonden waren. Het Verenigd Koninkrijk verdedigde zich met de stelling dat enkel een normaal vennootschapsrechtelijk mechanisme werd toegepast.

Het Hof aanvaardde deze verdediging niet: het Hof stelde dat Groot-Brittannië handelde in de hoedanigheid van overheid. De toepassing van de desbetreffende vennootschapsrechtelijke mechanismen is zodanig, dat niet van een normale toepassing gesproken kan worden: de door de Golden share bewerkstelligde beperkingen, zoals het feit dat de statuten van BAA door de Secretary of State worden goedgekeurd vloeien niet voort uit een normale toepassing van het vennootschapsrecht.

Hoewel de betrokken beperkingen op het gebied van investeringen zonder onderscheid van toepassing zijn op ingezetenen en niet-ingezetenen, stelt het Hof toch vast dat zij de situatie van de verkrijger van een participatie als dusdanig aantasten en de investeerders uit andere lidstaten dus afhouden van deze investeringen en derhalve de toegang tot de markt aan voorwaarden onderwerpen. Er is derhalve sprake van strijd met artikel 56 EG.

Dit arrest gaat een stap verder dan de eerdere arresten die in 2002 waren geweest. De betrokken beperkingen vloeiden voort uit het optreden van de lidstaat in zijn hoedanigheid als overheid en niets als aandeelhouder. Het op specifieke wijze aanwenden van die constructies voor bepaalde belangen van de staat werd onverenigbaar geacht met artikel 56 EG.

⁸ HvJEG 13 mei 2003, zaak C-98/01, Commissie tegen Verenigd Koninkrijk

5 De opvattingen van de Europese Commissie

Gesteund door de golden share arresten uit 2002 en de hierboven behandelde uitspraak in het arrest *Commissie v. Verenigd Koninkrijk* heeft de Commissie in de loop der jaren haar standpunt ten aanzien van het gebruik van golden shares door overheden verhard. Zo richt de meest recent door haar geïnitieerde inbreukprocedure zich bijvoorbeeld tegen de bijzondere rechten die de federale Duitse regering en een deelstaat als minderheidsaandeelhouders bezitten in Volkswagen teneinde een vijandelijke overname te blokkeren (verzoekschrift Commissie in zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*)⁹.

Deze verharde opstelling blijkt ook uit de volgende stellingen die de Commissie inneemt in de KPN- en TPG-procedures:

1. De Commissie betwist de stelling van de Nederlands regering dat artikel 56 EG niet van toepassing is op maatregelen die de overheid niet neemt ter uitoefening van publieke taken.
2. Het gegeven dat de overheid een “wezenlijk verdergaande invloed” heeft op een onderneming dan mogelijk is op grond van “normaal aandeelhouderschap”, vormt op zichzelf reeds een afwijking van het normale vennootschapsrecht en daarmee een beperking van het vrij verkeer van kapitaal.
3. De Commissie stelt dat de Staat bij het beschermen van de solvabiliteit van KPN en TPG niet primair handelt ter bescherming van zijn financiële belangen maar in het algemeen belang.

De Commissie is derhalve van mening dat een hogere maatstaf moet worden aangelegd bij een overheid om te bepalen of deze handelt enkel ter bescherming van zijn financiële belangen dan dat het geval is bij een particuliere aandeelhouder. Indien de argumentatie van de Commissie zou worden gevolgd, zou een aan een Golden share verbonden recht in veel gevallen niet kunnen kwalificeren als onderdeel van een normale vennootschapsrechtelijke constructie.

In de TPG-zaak wordt door Nederland, in tegenstelling tot de KPN-zaak, wel een beroep gedaan op een rechtvaardiging van de inbreuk op artikel 56 EG om een dwingende reden van algemeen belang. De Commissie benadrukt op dit punt dat eenduidige wettelijke voorschriften ten aanzien van bijvoorbeeld solvabiliteit een minder vergaande maatregel zou vormen dan handhaving van het bijzonder aandeel.

⁹ PbEU van 11 juni 2005, nr. C 143, blz. 15, zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*

6 Golden shares in Nederland: de zaken KPN en TPG

De golden shares die de Nederlandse Staat heeft in KPN en TPG stuiten op dezelfde bezwaren van de Commissie. De Commissie is van mening dat de *handhaving* van de golden shares door de Nederlandse Staat in KPN en TPG een inbreuk op artikelen 43 en 56 EG oplevert. De Commissie beroept zich in haar verzoekschrift vooral op de zaken *Commissie v Spanje*¹⁰ en *Commissie v Verenigd Koninkrijk*.

Het Nederlandse verweer met betrekking tot de door de Commissie veronderstelde inbreuk op artikelen 43 en 56 EG loopt in beide zaken parallel. Het verschil in de verweren ligt in het feit dat in de KPN zaak is gekozen om geen subsidiair verweer te voeren ter rechtvaardiging van de inbreuk op artikelen 43 en 56 EG, terwijl bij de TPG zaak wel een subsidiair verweer gevoerd is.

De kern van het Nederlandse verweer in beide zaken is dat artikel 56 EG niet van toepassing is wanneer de overheid handelt als een privaatrechtelijke partij, in dit geval als (groot)aandeelhouder. Het verbod van belemmering van het kapitaalverkeer geldt namelijk alleen wanneer de overheid ook daadwerkelijk als overheid optreedt. Aanknopingspunt om te toetsen of de overheid ook als overheid handelt kan worden ontleend uit het arrest van het Hof in de zaak *Commissie v Verenigd Koninkrijk*. Het Hof liet daar doorschemeren dat wanneer een lidstaat zich niet bedient van de normale toepassing van het vennootschapsrecht, dit een aanwijzing is dat de lidstaat handelt in zijn hoedanigheid van overheid.

Om dit verweer te ondersteunen heeft Nederland aangevoerd dat de overheid –anders dan in de zaak *Commissie v Verenigd Koninkrijk*- het golden share verkregen heeft volgens de normale nationale vennootschapsrechtelijke regelgeving. Bovendien wijken de betrokken golden shares niet af van het nationale vennootschapsrecht. Tenslotte heeft Nederland aangevoerd dat de overheid primair handelt als houder van een groot aandelenpakket.

Voort het geval het Hof toch tot de conclusie mocht komen dat artikel 56 EG van toepassing is, heeft Nederland beargumenteerd dat het voor handen hebben van een golden share door de Nederlandse overheid niet automatisch een schending oplevert van artikel 56 EG. Volgens Nederland

¹⁰ HvJEG 13 mei 2003, zaak *Commissie v. Koninkrijk Spanje*. Dit arrest borduurt voort op de eerdere jurisprudentie uit 2002.

heeft de Commissie dan ook niet voldaan aan haar bewijslast wat betreft de inbreuk van Nederland op het EG recht.

Indien het Hof toekomt aan de vraag of er een belemmering van het kapitaal verkeer is, heeft Nederland aangevoerd dat het verzoek van de Commissie moet worden afgewezen. Voor zover de Commissie zich beroept op de eerdere Golden shares zaken, wijst Nederland erop dat de betwiste maatregelen in die zaken fundamenteel verschillen van de Nederlandse zaken. Verder heeft de Nederlandse regering aangevoerd dat het niet duidelijk is waarin de belemmering van het kapitaalverkeer precies is gelegen. Deelneming in het bestuur van de vennootschap is niet noodzakelijk voor een investeerder om een rendement op een belegging te behalen. Bovendien wordt de vennootschap bestuurd door het Bestuur. De houder van aandelen kan wel zijn stemrechten uitoefenen in de algemene vergadering van aandeelhouders, maar heeft geen controle over de onderneming.

Tot slot is het verband tussen de Golden shares en de beslissing om in KPN/TPG te investeren zo onzeker en indirect dat niet kan worden gezegd dat het vrij verkeer van kapitaal erdoor wordt belemmerd. Voorzover artikel 43 EG, betreffende de vrijheid van vestiging, geschonden is, heeft Nederland opgemerkt dat alleen het verwerven van controle binnen de materiele werkingssfeer van artikel 43 EG valt.

Met betrekking tot TPG heeft de Nederlandse overheid subsidiair aangevoerd dat de belemmering van het kapitaalverkeer kan worden gerechtvaardigd om dwingende reden van algemeen belang, in dit geval een betrouwbare postvoorziening. Het Golden share in TPG is volgens Nederland noodzakelijk om de tot nu toe enige beschikbare *dienstverlener* te beschermen tegen onverantwoorde investeringsbeslissingen op grond van niet-universele dienstverlening die de universele dienstverlening in gevaar kunnen brengen. Deze maatregel is, anders dan aangevoerd door de Commissie, volgens Nederland geschikt voor het beoogde doel en proportioneel.

7 De gevolgen voor de inzet van vennootschapsrechtelijke constructies

In de zaak tegen het Verenigd Koninkrijk oordeelt het Hof dat er geen sprake was van een normale toepassing van het vennootschapsrecht. Het Hof wijst er daarbij op dat de statuten van de vennootschap krachtens de Airport Act 1986 door de Secretary of State moesten worden goedgekeurd

en dat de lidstaat aldus handelt in zijn hoedanigheid van overheid, er toch sprake kan zijn van strijd met artikel 56 EG. Het arrest van het Hof geeft voor het overige weinig aanknopingspunten voor beantwoording van de vraag wanneer wel sprake is van een normale toepassing van het vennootschapsrecht.

In dit verband is ondermeer van belang dat het op grond van het Nederlandse vennootschapsrecht mogelijk is om een vetorecht ten aanzien van statutenwijzigingen toe te kennen aan een bijzondere categorie (prioriteits)aandeelhouders.

Prioriteits aandelen zijn aandelen waaraan in de statuten bijzondere rechten op het gebied van de zeggenschap zijn toegekend. Preferente aandelen geven bijzondere rechten ten aanzien van de winstverdeling. Voorbeelden van bevoegdheden die kunnen worden toegekend aan de prioriteit zijn, naast het genoemde vetorecht bij statutenwijziging, besluiten tot winstreservering en bevoegdheden in het kader van een blokkeringsregeling. Prioriteits aandelen zijn verbonden aan specifieke bevoegdheden die in de statuten zijn omschreven. Bevoegdheden die de wet dwingendrechtelijk toekent aan de algemene vergadering, het bestuur of de Raad van Commissarissen, mogen niet worden overgeheveld naar de prioriteit.

Van belang is nog richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod.¹¹ Deze richtlijn is van toepassing op beursgenoteerde ondernemingen in overnamesituaties. De artikelen 9 en 11 van de richtlijn pakken diverse restricties van juridische aard aan die als belemmeringen voor een bod kunnen worden beschouwd, waaronder restricties op de uitoefening van het stemrecht die de overnemende partij kunnen belemmeren in het uitoefenen van de zeggenschap in de doelvennootschap. In het ICER advies van januari 2003 is reeds ingegaan op het (toen al ver gevorderde) voorstel voor deze richtlijn (zie par. 59 e.v. van dat rapport).

In de uiteindelijk vastgestelde richtlijn hebben de artikelen 9 en 11 een optioneel karakter gekregen. Lidstaten kunnen zelf bepalen of zij vennootschappen verplichten tot de toepassing van deze artikelen, m.a.w. of zij vennootschappen verplichten om onbeschermd te blijven bij een vijandig overnamebod. Schrijven de lidstaten dit niet verplicht voor, dan moet in ieder geval worden toegestaan dat vennootschappen de artikelen uit eigen beweging toepassen, m.a.w. dat vennootschappen er zelf voor kiezen

¹¹ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU L 142.

om onbeschermd te blijven. Nederland is voornemens om de artikelen 9 en 11 niet verplichtend voor te schrijven.

Artikel 11 lid 7 van de richtlijn bepaalt uitdrukkelijk dat artikel 11 niet van toepassing is wanneer lidstaten aandelen hebben in de doelvennootschap die de lidstaat speciale rechten verschaffen welke verenigbaar zijn met het verdrag. Golden Shares worden dus bij een overnamebieding niet door de richtlijn buiten werking gesteld, mits deze bijzondere rechten van de overheid niet in strijd zijn met het EG-verdrag. Veel duidelijkheid biedt deze uitzonderingsclausule verder niet omdat deze geen uitsluitel geeft omtrent de toelaatbaarheid van die constructies. De golden shares-constructie moet dus toch weer worden afgemeten aan de golden shares-jurisprudentie van het Hof.

In verband met de implementatie van de richtlijn in de Nederlandse wetgeving is inmiddels een consultatiedocument gepubliceerd. Daaruit blijkt het voornemen om artikel 9 en 11 niet verplicht voor te schrijven. Nederlandse beursvennootschappen kunnen dus ook na de implementatie van de richtlijn kiezen of zij beperkingen op het stemrecht of op de overdracht van aandelen willen blijven toepassen. Tegelijkertijd bevat het consultatiedocument een doorbraakregeling waaraan vennootschappen die niet kiezen voor het ‘onbeschermd’ regime van de artikelen 9 en 11 van de richtlijn, onderworpen zijn.

Ingevolge deze regeling kan een aandeelhouder die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, zes maanden na het uitbrengen van het bod een algemene vergadering bijeen roepen. In deze vergadering gelden bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders in verband met een besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris niet. Dit betekent dat eventuele bijzondere benoemingsrechten die onderdeel zijn van een Golden Share constructie in die vergadering niet kunnen worden uitgeoefend. Met andere woorden, de in het consultatiedocument opgenomen doorbraakregeling wordt in deze opzet relevant voor golden shares-constructies bij een openbaar bod door een aandeelhouder die tenminste 75% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt van de bewuste vennootschap.

In het arrest *Commissie tegen het Verenigd-Koninkrijk* overweegt het Hof nog dat een regeling die de verwerving van participaties beperkt of die op een andere wijze de mogelijkheid beperkt om daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur van of de controle over een vennootschap een beperking op

het kapitaalverkeer vormt.¹² Hieruit kan worden afgeleid dat het vrije verkeer van kapitaal meebrengt dat een investeerder niet alleen de mogelijkheid moet hebben om aandelen te verwerven in een vennootschap, maar tevens de mogelijkheid moet hebben om de onderneming daadwerkelijk onder controle te krijgen.

8 Aandachtspunten bij privatiseringen en deelnemingen

Overheden die bij de privatisering van een onderneming of bij het participeren in het aandelenkapitaal van een onderneming, voor de beslissing staan hoe hun invloed in de desbetreffende onderneming te regelen, zullen daarbij een goede afweging moeten maken over de belangen die ze wensen te waarborgen.

Eén van de belangrijkste factoren daarbij is de vraag of er sprake is van een algemeen niet-economisch belang dat bij de desbetreffende onderneming rust of waar de desbetreffende onderneming aan bijdraagt.

Is daar sprake van, dan zal dit algemeen belang op de één of andere manier moeten worden gewaarborgd. Gelet op de beperkingen en strikte randvoorwaarden die aan het instellen en gebruiken van golden shares zijn verbonden, heeft het de voorkeur om dit belang niet via een golden share te waarborgen, maar zo veel mogelijk via wet- of regelgeving.

Deze voorkeur is des te sterker nu uit de implementatie van richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod volgt dat bepaalde bevoegdheden die verbonden kunnen zijn aan het golden share (bijv. benoemingsrechten) onder bepaalde omstandigheden opzij geschoven kunnen worden door een marktpartij.

Mocht het algemeen belang toch een golden share vergen, dan zijn de richtsnoeren die de ICER in het advies van 2003 heeft geformuleerd relevant:

¹² HvJEG 13 mei 2003, zaak C-98/01, Commissie tegen Verenigd Koninkrijk, overweging 44.

1. Zowel een stelsel van voorafgaande goedkeuring van bepaalde besluiten als een stelsel van verzet achteraf is in beginsel aanvaardbaar;
2. Wel moet worden goed worden onderbouwd waarom niet met een stelsel van verzet achteraf kan worden volstaan. Bij de huidige stand van de jurisprudentie zijn de vereisten voor deze onderbouwing zwaar: tot nu toe is geen enkel stelsel van voorafgaande goedkeuring door het Hof van Justitie verenigbaar met het vrij verkeer van kapitaal gevonden.
3. De wijze waarop van de bijzondere rechten verbonden aan het golden share gebruik wordt gemaakt, moet vooraf kenbaar zijn uit objectieve en nauwkeurige criteria die gepubliceerd zijn.
4. De beslissingen die gebaseerd zijn op de bijzondere rechten verbonden aan het golden share van een overheid, moeten in voorkomend geval zijn toegesneden op de situaties waarin het te beschermen algemeen belang aan de orde is. Bovendien moeten dergelijke beslissingen ten volle voor rechterlijke toetsing vatbaar zijn, zodat de door een overheid aangevoerde omstandigheden op basis van de gestelde criteria kunnen worden gecontroleerd.

Tenslotte past nog de waarschuwing dat de Europese Commissie de visie aanhangt dat een hogere maatstaf moet worden aangelegd bij een overheid om te bepalen of deze handelt enkel ter bescherming van zijn financiële belangen dan dat het geval is bij een particuliere aandeelhouder.

Bijlage 1

Samenstelling van de werkgroep

Mr. P.R. vann den Berghe (EZ/WJZ), voorzitter

Mw. Dr. D.E. Comijs (BZ/DJZ/ER), secretaris

Mw. Mr. M.W.H. Gort (Fin/JZ)

Mr. D.J.M. de Grave, (BZ/DJZ/ER)

Mr. F. Grondman (Fin/JZ) (*)

Mr. M.J.H. Langendoen (Justitie/DGWRR) (*)

Mr. K. Sevinga (V&W/ABJZ) (*)

Mw. Mr. I.E.I. Voskamp-Ter Borg (EZ/WJZ)

Redacteur(en):

Irene Voskamp-Ter Borg

Diana Comijs

Leden achter wier naam (*) staat, maakten ook deel uit van werkgroep die leidde tot het eerste advies van de ICER inzake Golden Shares.