

HENK ARNOLD SIJNJA

De nieuwe biedingsregels met betrekking tot het openbaar bod

O & F

32

Nr. 70 / mei 2006

Met ingang van 5 september 2001 zijn de regels over het openbaar bod neergelegd in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte), artikelen 6a tot en met 6c en het Besluit toezicht effectenverkeer 1995, artikelen 9a tot en met 9v.¹ Met deze wijzigingen beoogde de wetgever in eerste instantie de bestaande regels betreffende openbare biedingen van een wettelijke basis te voorzien. Er werden geen inhoudelijke wijzigingen beoogd.² De wetgever had destijds reeds aangekondigd dat de biedingsregels later zouden moeten worden gemoderniseerd en aangepast in het licht van de ontwikkelingen in de markt (deze fase door de wetgever aangeduid als de 'Tweede Fase OBE'). Ook kondigde de totstandkoming van de dertiende EG-richtlijn betreffende het openbaar bod zich aan, dat eveneens tot nieuwe regelgeving in Nederland over het openbaar bod zou leiden.³ Dit moment is nu aangebroken. Op 23 december 2005 is een wetsvoorstel tot uitvoering van de dertiende EG-richtlijn betreffende het openbaar overnamebod bij de Tweede Kamer ingediend

(de 'Wet').⁴ Voorts werkt het Ministerie van Financiën aan een nieuw Besluit openbare biedingen (het 'Besluit') ter vervanging van de huidige regeling in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995.⁵ De Wet voorziet voorts in een wijziging van boek 2 BW in verband met de vennootschappelijke regels in de dertiende EG-richtlijn. In boek 2 BW zullen de bepalingen over de bescherming van vennootschappen en het uitkoop- en uitstotingsrecht betreffende minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod worden opgenomen.⁶ De bescherming van vennootschappen was het onderwerp van wetsvoorstel TK 1997-1998, 25 732 tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap. In afwachting van de dertiende EG-richtlijn heeft het kabinet in augustus 2002 aangegeven dat dit wetsvoorstel zou worden heroverwogen. Nu wordt het wetsvoorstel ingetrokken. Over dit onderwerp gaat de bijdrage van P.W.A. Goes in dit nummer.

¹ Wet openbare biedingen op effecten van 22 maart 2001, *Stb.* 2001, 181 en Besluit van 3 juli 2001 houdende opening in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen, *Stb.* 2001, 316.

² Over de overheveling van de biedingsregels naar de Wte en het Bte en over de verschillen met de regeling in het SER-besluit Fusiegedragsregels, G. van Solinge, Het openbaar bod in Wte 1995 en Bte 1995, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 503-509 en W.D. de Boer, Het openbaar bod onder de nieuwe biedingsregels en de 'één-op-één'-benadering, *V&O*, 2001, p. 183-188.

³ Richtlijn nr. 2004/25/EG, van het Europees Parlement en de raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PBEU L 142). Zie over de dertiende EG-Richtlijn onder meer L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, *Implementatie van de Dertiende EG-richtlijn. Een terreinverkenning*, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2000, V.P.G. de Serière, Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-Richtlijn, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 504-509, M.J.G.C. Raaijmakers, Herbezinning op een Europese regeling voor openbare biedingen, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2001, p. 139-148 en L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, B.J. Drijber en M.P. Nieuwe Weme in het Themanummer over de definitieve dertiende EG-richtlijn, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 367-392.

⁴ Op 23 januari 2006 is een nota van wijziging op de Wet naar de Tweede Kamer gestuurd met enkele technische reparaties en kleine aanvullingen.

⁵ Het Ministerie van Financiën heeft een voorontwerp van het Besluit openbare biedingen op de website geplaatst.

⁶ Memorie van Toelichting, paragraaf 4.

De dertiende EG-richtlijn bepaalt dat de Wet uiterlijk op 20 mei van dit jaar moet zijn geïmplementeerd.

Met de Wet en het Besluit is het wetgevingsproces niet afgelopen. De biedingsregels zullen te zijner tijd worden opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). De Wet voorziet daarom tevens in een wijziging van de Wft met betrekking tot de biedingsregels in het geval dat de Wft reeds in werking is getreden of treedt na inwerkingtreding van de Wet.⁷

In dit artikel wordt getracht een globaal overzicht van de voornaamste wijzigingen in de biedingsregels te geven. Hier wordt alleen ingegaan op de regels ten aanzien van een vriendelijk vast, of in de nieuwe terminologie, volledig openbaar bod.

Enige begrippen

Definitie openbaar bod

In de Wet wordt de definitie van een openbaar bod aangepast aan de definitie van een openbaar bod in artikel 2 lid 1 onder a van de dertiende EG-richtlijn. Een openbaar bod wordt nu gedefinieerd als een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in artikel 217 lid 1 van boek 6 van het Burgerlijk Wetboek op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te verwerven. In deze definitie keert het besloten-kring-criterium niet meer terug.⁸

Vast bod

In de Wet keert ook de term ‘vast bod’, zijnde een openbaar bod op alle aandelen (van een bepaalde soort) in een vennootschap dat de geboden prijs of ruilverhouding vermeldt, niet meer terug. Voor een dergelijk openbaar bod wordt de term ‘volledig bod’ geïntroduceerd.

Verplicht bod

De dertiende EG-richtlijn verplicht Nederland om een verplicht-bodregeling in te voeren. Krachtens deze regeling wordt eenieder die alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwe-

gende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap (...) waarvan aandelen of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, verplicht een openbaar bod uit te brengen op de aandelen van deze vennootschap of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten.

Van overwegende zeggenschap is sprake indien ten minste dertig procent van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders kan worden uitgeoefend. Ook een persoon die ten minste dertig procent van certificaten van aandelen verkrijgt, wordt geacht overwegende zeggenschap te hebben verkregen. Ook al zijn aan de certificaten geen stemrechten verbonden, krachtens artikel 2:118a BW nieuw hebben certificaathouders altijd het recht om een stemvolmacht van de aandeelhouder (stichting administratiekantoor) te verkrijgen.

Reikwijdte

Verbodsbepaling

Het huidige artikel 6a Wte bepaalt dat het verboden is een openbaar bod te doen op effecten die zijn toegelaten tot de notering aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs of geregeld worden verhandeld in Nederland. Het verbod geldt niet indien terzake van het openbaar bod een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is dat voldoet aan de regels zoals die zijn neergelegd in het Bte.

Artikel 6e Wte nieuw bepaalt dat het verboden is een openbaar bod uit te brengen op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt als bedoeld in de Richtlijn beleggingsdiensten⁹ in Nederland¹⁰, tenzij voorafgaand aan het bod een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld dat is goedgekeurd door Onze Minister of door een toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat. Ten opzichte van de huidige verbodsbepaling valt op dat de Nederlandse biedingsregels zich ook uitstrekken tot biedingen op effecten die weliswaar niet in Nederland genoteerd zijn, maar wel toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland. Daardoor bestaat er aan de toevoeging ‘of geregeld

⁷ Artikelen VI tot en met VIII van de Wet. De biedingsregels zullen worden opgenomen in hoofdstuk 5.5 van het Deel gedragstoezicht financiële markten.

⁸ Zie voor een pleidooi voor verwijdering van het element besloten kring P.E.B. Corten, Het openbaar bod en de biedingsregels, *Onderneming & Financiering* 2003, p. 58-59.

⁹ Richtlijn nr. 93/22/EEG van de raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, artikel 1 onder 13 (PbEU L 141).

¹⁰ Het verbod geldt niet indien, geparafraseerd, een biedingsbericht terzake van het bod verkrijgbaar is gesteld dat voldoet aan de voorschriften van de Bte respectievelijk dat is goedgekeurd door de AFM of door een toezichthoudende instantie in een andere lidstaat.

worden verhandeld' in het huidige artikel 6a Wte geen behoefte meer. Voorts kan een openbaar bod ook in Nederland worden gedaan als een biedingsbericht wordt uitgebracht dat is goedgekeurd door een toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat. Dit betekent dat indien ter zake van een openbaar bod op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland een biedingsbericht beschikbaar is gesteld dat is goedgekeurd door de relevante toezichthoudende autoriteit van een andere lidstaat, de AFM het biedingsbericht dient te erkennen.

Dertiende EG-richtlijn

De dertiende EG-richtlijn is van toepassing op alle openbare overnamebiedingen op effecten van vennootschappen die worden beheerd door het recht van een lidstaat wanneer een deel of alle effecten van de betreffende vennootschap zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de zin van de Beleggingsdienstenrichtlijn. Effecten zijn gedefinieerd als overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap verbonden zijn.

De dertiende EG-richtlijn is niet van toepassing op effecten in zogenaamde 'open-end' beleggingsinstellingen. Krachtens artikelen 6b lid 1 onder a Wte nieuw en artikel 2:359a BW nieuw zijn de verplichtbodregels en de bepalingen betreffende de doorbraak van bescherming en uitkoopregelingen niet van toepassing op dergelijke beleggingsinstellingen. Voorts is de dertiende EG-richtlijn niet van toepassing op effecten die zijn uitgegeven door centrale banken van de lidstaten.

- Ten opzichte van de huidige biedingsregels is de reikwijdte van de nieuwe biedingsregels ruimer in de zin dat zij ook van toepassing zijn op een bod dat betrekking heeft op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt als bedoeld in de Richtlijn Beleggingsdiensten.¹¹ Dat betekent dat ook effecten die niet in Nederland zijn genoteerd, maar wel aan de Nederlandse beurs worden verhandeld ook onderworpen zijn aan de biedingsregels. Daardoor bestaat aan de toevoeging 'geregeld worden verhandeld' in artikel 6a Wte ook geen behoefte meer.

- Ten opzichte van de dertiende EG-richtlijn is de reikwijdte van de biedingsregels ruimer in de zin dat ook een bod op andere effecten dan effecten waaraan stemrecht is verbonden onder de biedingsregels valt. Overigens kwalificeren ook certificaten van aandelen als 'effect' in de zin van de dertiende EG-richtlijn.¹² Temeer omdat door de voorgestelde wijziging van artikel 2:118a BW een houder van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten altijd een volmacht moet worden gegeven om de stemrechten op de onderliggende aandelen in de algemene vergadering van aandeelhouders uit te oefenen.

Toezichthouder

De dertiende EG-richtlijn heeft als uitgangspunt dat er slechts één toezichthouder bevoegd is ten aanzien van het biedingsproces.¹³ Toch is het mogelijk dat er meerdere toezichthouders bevoegd zijn. Afgezien van het feit dat de verschillende nationale wetgevingen mogelijk niet op elkaar aansluiten als gevolg waarvan meerdere toezichthouders mogelijk competentie opeisen, schept de dertiende EG-richtlijn zelf deze mogelijkheid. De dertiende EG-richtlijn maakt een onderscheid tussen zogenaamde 'marktregels' en 'zetelregels'. De marktregels zijn de regels waarvoor bepalend is tot welke gereglementeerde markt de effecten waar het bod betrekking op heeft zijn toegelaten en de zetelregels zijn de regels waarvoor bepalend is waar de doelvennootschap haar zetel heeft.¹⁴ Kort gezegd is de toezichthouder van het land waar de effecten van de doelvennootschap tot een gereglementeerde markt zijn toegelaten bevoegd in kwesties terzake van de voorbereiding van een bod, de biedingprocedure en inhoud van het biedingsbericht. De toezichthouder van het land waar de doelvennootschap haar zetel heeft is met name bevoegd in kwesties van vennootschappelijke aard en informatieverstrekking aan werknemers. Indien een doelvennootschap haar zetel heeft in de ene lidstaat, maar waarvan de effecten zijn toegelaten tot een markt in een andere lidstaat, zijn er twee bevoegde toezichthouders.

Voor wat betreft de bevoegdheid van de Autoriteit Financiële Markten ('AFM') bepaalt artikel 6e lid 2

¹¹ Artikel 1 onder 13 van richtlijn 93/22/EEG van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, PbEG L 141.

¹² Zie ook M. van Olffen, Certificering van aandelen en de dertiende EG-richtlijn, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 451-454.

¹³ Artikel 4 lid 2 dertiende EG-richtlijn. Over deze verwijzingsregels: L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, *Implementatie van de Dertiende EG-richtlijn. Een terreinverkenning*, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2000 en B.J. Drijber, *De dertiende EG-richtlijn tussen Europese politiek en Europees recht*.

¹⁴ Vgl. L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, *Implementatie van de Dertiende EG-richtlijn. Een terreinverkenning*, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2000, p. 4, 15 e.v., 157-168.

Wte nieuw dat indien de doelvennootschap haar zetel in Nederland heeft én de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland, de AFM bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren.¹⁵ Artikel 6e lid 2 bepaalt voorts dat de AFM ook bevoegd is indien de doelvennootschap niet haar zetel in Nederland heeft, maar waarvan de effecten wel zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt in Nederland en niet tevens tot de handel op een gereglementeerde markt in een andere lidstaat. In het geval dat de doelvennootschap haar zetel heeft in een andere lidstaat en haar effecten zijn toegelaten tot de handel van een gereglementeerde markt in Nederland en een andere lidstaat, is de AFM bevoegd indien de effecten als eerste waren toegelaten tot de handel in Nederland. In het geval dat, uitgaande van de voorgaande situatie, de effecten van de doelvennootschap gelijktijdig en voor het eerst tot de handel op een gereglementeerde markt in zowel Nederland als een andere lidstaat waar de doelvennootschap niet haar zetel heeft, zijn toegelaten, kiest de doelvennootschap de bevoegde autoriteit. In de Wet staat, in afwijking van de corresponderende artikelen 4 leden 2 b) en c) van de dertiende EG-richtlijn, dat de bevoegde autoriteit de autoriteit van de lidstaat is waar de betreffende effecten als eerste tot de handel op een gereglementeerde markt werden toegelaten, respectievelijk die door de doelvennootschap als bevoegde autoriteit is gekozen, *mits* haar effecten niet zijn toegelaten tot de handel van een gereglementeerde markt in het land waar zij haar zetel heeft. Onder de dertiende EG-richtlijn was het de vraag of in het geval de effecten van een doelvennootschap zijn toegelaten tot de handel van gereglementeerde markten in verschillende lidstaten, waaronder een markt in de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft, de autoriteit van het land waar de doelvennootschap haar zetel heeft dan de bevoegde autoriteit zou zijn of dat in dat geval toch de markt waar de effecten als eerste zijn toegelaten of die door de doelvennootschap is gekozen, de bevoegde autoriteit zou zijn. Uit de Wet valt af te leiden dat indien de doelvennootschap haar zetel in een andere lidstaat heeft en haar effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland en in de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft, de AFM niet bevoegd is. Krachtens overgangsrecht geldt dat voor doelvennootschappen waarvan de effecten voor het eerst gelijktijdig zijn toegelaten tot

de handel op een erkende effectenbeurs in Nederland en op een andere van overheidswege toegelaten effectenbeurs die niet is gelegen in de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft, de minister uiterlijk op 17 juni 2006 een afspraak maakt met de toezichthoudende autoriteit in de andere lidstaat over de autoriteit die bevoegd is tot goedkeuring van het biedingsbericht. Indien een dergelijke afspraak niet tot stand is gekomen op 17 juni 2006, maakt de doelvennootschap op de eerste handelsdag na 17 juni 2006 haar keuze voor de bevoegde toezichthoudende autoriteit bekend.¹⁶

Artikel 2 van het Besluit bepaalt dat de biedingregels als daarin neergelegd van toepassing zijn indien de AFM de bevoegde autoriteit is ten aanzien van de goedkeuring van het biedingsbericht. Alleen artikel 12 van het Besluit is ook van toepassing als de AFM niet de bevoegde autoriteit is. Dit artikel geeft aan de AFM de bevoegdheid om de bieder aanvullende informatie in het biedingsbericht of in een aanvullend document te laten opnemen voorzover het informatie betreft die specifiek is voor de Nederlandse financiële markten en die betrekking heeft op formaliteiten in verband met de aanvaarding van het bod en het ontvangen van de biedprijs, alsmede op belastingtechnische consequenties die zijn verbonden aan de biedprijs. Of de AFM van deze bevoegdheid gebruik wil maken, moet hij binnen vijf dagen na ontvangst van het biedingsbericht beslissen. De bieder moet het goedgekeurde biedingsbericht voorafgaand aan het bod aan de AFM zenden. Vervolgens heeft de AFM vijf dagen om te beslissen of er aanvullende informatie nodig is. Als de AFM oordeelt dat aanvullende informatie nodig is dan zal de verwerking daarvan in of in aanvulling op het biedingsbericht nog wel een paar dagen in beslag nemen. Als de biedingregels van de lidstaat van de bevoegde toezichthoudende autoriteit een met de Nederlandse biedingregels vergelijkbare bepaling kennen dat het biedingsbericht binnen zes werkdagen na de goedkeuring algemeen verkrijgbaar moet worden gesteld, dan bestaat het risico dat de bieder of de toepasselijke biedingregels niet kan naleven of de AFM moet negeren. Zou de bieder, vooruitlopende op de mogelijk conflicterende termijnen, een concept-biedingsbericht al mogen voorleggen aan de AFM? De soep zal in de praktijk wel niet zo heet gegeten worden, maar het is wellicht toch raadzaam om in de structurering van een bod hier rekening mee te houden.

¹⁵ De AFM is bevoegd krachtens artikel 40 Wte in samenhang met het Overdrachtsbesluit Wte 1995 van 31 december 1995, als gewijzigd.

¹⁶ Aangenomen mag worden dat de minister ook deze bevoegdheid aan de AFM delegeert.

Openbaarmaking

Wijze van openbaarmaking

De Wet beoogt de openbaarmakingverplichtingen krachtens de biedingregels en de artikelen 46 en 47 Wte op elkaar af te stemmen. Ook in openbare biedingen gelden de regels over marktmisbruik in beginsel onverkort. De wijze waarop koersgevoelige informatie overeenkomstig artikel 47 Wte moet worden openbaar gemaakt is van overeenkomstige toepassing verklaard voor mededelingen die moeten worden gedaan op grond van het Besluit en die niet zelfstandig onder artikel 47 Wte vallen. De openbaarmaking moet onverwijld, dat wil zeggen zo spoedig mogelijk, geschieden. Openbaarmaking vindt plaats door middel van een persbericht dat gelijktijdig wordt uitgebracht in Nederland en in iedere andere lidstaat waar de door de vennootschap uitgegeven effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Gelijktijdig met het uitbrengen van het persbericht wordt de toezichthoudende autoriteit op de hoogte gebracht van de inhoud van de openbare mededeling. Het is derhalve niet langer nodig om dergelijke openbare mededelingen voorafgaand aan de openbaarmaking aan de AFM te zenden.¹⁷ Voorts dient de informatie op de website van de vennootschap te worden geplaatst. Hier moet voorzichtig mee worden omgegaan. Als de informatie op een website wordt geplaatst die voor iedereen toegankelijk is, zouden toezichthoudende instanties in andere jurisdicties wel eens kunnen oordelen dat het bod eveneens in hun jurisdictie wordt gedaan. In dat geval zou het bod eveneens kunnen worden onderworpen aan de biedingregels van die andere jurisdictie en is er nog een toezichthoudende instantie. De kans dat in dat geval buitenlandse biedingregels zijn overtreden is dan aanwezig met alle nadelige gevolgen voor het biedingproces.

De uitvoeringsregels van het Besluit marktmisbruik¹⁸ zijn eveneens op de wijze van openbaarmaking van toepassing. Het betreft hier met name de artikelen 12 en 13 van het Besluit marktmisbruik, die – geparafraseerd – voorschrijven dat koersgevoelige informatie op zodanige wijze openbaar wordt gemaakt dat deze onverwijld en voor eenieder toegankelijk is en zodanig wordt gepresenteerd dat het voor beleggers mogelijk is om deze informatie volledig, correct en tijdig te kunnen inschatten. Dergelijke informatie mag niet worden gecombineerd op mogelijk misleidende wijze met reclame-uitingen. Een

openbaarmaking van koersgevoelige informatie door middel van een persbericht of op de website geschiedt in de Nederlandse of Engelse taal.

Ten slotte wordt bepaald dat indien al een mededeling is gedaan krachtens artikel 47 Wte, dit niet nogmaals hoeft te gebeuren op grond van het Besluit.

Reikwijdte

De reikwijdte van artikel 47 Wte betreffende openbaarmaking van koersgevoelige informatie wordt uitgebreid krachtens artikel 6f lid 2 Wte nieuw tot een bieder waarvan geen effecten met diens instemming zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland. Een dergelijke bieder is immers niet rechtstreeks onderworpen aan artikel 47 Wte, maar er bestaat wel een gelegiti-meerd belang, bijvoorbeeld van de aandeelhouders van de doelvennootschap bij de openbaarmaking van informatie betreffende de bieder die verband houdt met het bod. Zeker in het geval dat het een ruilbod betreft. De bieder wordt dan ook krachtens dit artikel 6f verplicht koersgevoelige informatie verband houdende met het bod onverwijld openbaar te maken waarbij de bieder aandelen in zijn kapitaal aan de aandeelhouders van de doelvennootschap uitgeeft. Het is mogelijk dat de algemene vergadering van aandeelhouders van de bieder een dergelijke uitgifte niet goedkeurt (met andere woorden, de overname afwijst). Ook valt te denken aan andere benodigde goedkeuringen waarvan de niet-verkrijging aan het bod in de weg zou staan.

Tijdstip openbaarmaking koersgevoelige informatie

Artikel 47 lid 3 Wte staat toe dat koersgevoelige informatie later openbaar wordt gemaakt indien het uitstel een rechtmatig belang van de rechtspersoon, vennootschap of instelling dient, van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is en de betreffende rechtspersoon, vennootschap of instelling de vertrouwelijkheid van de informatie kan waarborgen. In een biedingproces zijn tal van gebeurtenissen te identificeren die met een beroep op de uitzonderingsmogelijkheid van artikel 47 lid 3 eerst op een later moment openbaar zouden hoeven te worden gemaakt. Denk hierbij aan het moment waarop partijen onderhandelingen zijn aangegaan, er overeenstemming wordt bereikt met één of meer belangrijke aandeelhouders van de doelvennootschap over de aanmelding van hun aandelen, een beslissing over het al dan niet doorzetten van het bod, gebeurtenissen in

¹⁷ Zie artikel 9 v Bte.

¹⁸ Besluit van 14 september 2005, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van de Wet marktmisbruik.

verband met de financiering van het bod, aanpassing van de biedprijs en dergelijke. In het Besluit heeft het ministerie ten aanzien van een aantal onderwerpen bepaald dat openbaarmaking niet kan worden uitgesteld. Het betreft de aankondiging van een bod, de vaststelling van de prijs of ruilverhouding, de mededeling dat een biedingsbericht verkrijgbaar is en de niet-ervulling van een voorwaarde voor gestanddoening van een bod. De aangeduide mededelingen worden noodzakelijk geacht voor het biedingproces. Er zou in het concrete geval geen rechtmatig belang bestaan voor het uitstellen van deze mededelingen, dan wel, indien al sprake zou zijn van een rechtmatig belang, misleiding van het publiek te duchten zijn.

Dat de mededeling betreffende het niet vervuld zijn of kunnen worden van een voorwaarde voor gestanddoening van het bod niet kan worden uitgesteld, zou wel eens problematisch kunnen zijn. Artikel 13 lid 2 Besluit bepaalt dat zodra vast komt te staan dat een door de bidder gestelde voorwaarde niet wordt vervuld, hij dit openbaar mededeelt, alsmede zijn beslissing of op grond daarvan het openbaar bod vervalt. Een zeer gebruikelijke voorwaarde is dat een derde geen bod op de effecten van de doelvennootschap zal hebben aangekondigd of uitgebracht. Als tijdens een aanmeldingsperiode een derde een concurrerend bod doet, kan de voorwaarde niet meer worden vervuld. Dit zal de bidder onmiddellijk openbaar moeten medelen ('zodra' in de aanhef van artikel 13 lid 2). Dit is op zichzelf geen probleem, maar volgens artikel 13 moet de bidder tegelijkertijd mededelen of het bod is komen te vervallen. Ik verwacht dat aan dit laatste voorschrift in de praktijk niet kan worden voldaan. Als zich een concurrerend bod voordoet, zal de bidder enige tijd nodig hebben om zijn positie te bepalen. Daartoe dient hij de gelegenheid te hebben om het concurrerende bod te evalueren (is het een serieus bod, wie is de bidder, hoe reageert de markt, wat zou de strategie van de bidder zijn, welke middelen heeft de bidder om een biedingoorlog in te gaan). Vervolgens zal de bidder zijn eigen positie in ogenschouw nemen en op basis daarvan het bod al dan niet (gewijzigd) doorzetten. Het verdient wellicht aanbeveling deze regel aan te passen in de zin dat de bidder het feit dat een voorwaarde niet is of kan worden vervuld onverwijld openbaar maakt en dat hij zodra hij daarover een beslissing heeft genomen een nadere openbare mededeling over het al dan niet doorgaan van het bod doet. Eventueel zou kun-

nen worden bepaald dat de bidder een dergelijke beslissing binnen een zekere periode moet nemen, bijvoorbeeld 3 of 5 dagen.

Het Besluit

Grondslag voor het Besluit

Krachtens artikel 6g Wte nieuw kunnen met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten regels worden gesteld met betrekking tot a. de voorbereiding, het aankondigen, het uitbrengen, het verloop, de gestanddoening en de te verstrekken informatie omtrent een openbaar bod, en b. de door de bidder te verstrekken tegenprestatie.

De Wet vormt de basis voor de biedingregels die van toepassing zijn op openbare biedingen in Nederland. Krachtens artikel 6g Wte nieuw zal een nieuw Besluit worden vastgesteld waarin de typische marktregels uit de dertiende EG-richtlijn zullen worden neergelegd. In de Wet zelf en in boek 2 BW zullen de zetelregels van de dertiende EG-richtlijn worden neergelegd. Dat betekent onder meer dat de verplicht-bodregeling in de Wet zelf is opgenomen. Dit is ook te verklaren vanuit het feit dat de zetel van de doelvennootschap bepaalt welke verplicht-bodregels van toepassing zijn. Het Besluit is alleen van toepassing indien de AFM ter zake van de goedkeuring van het biedingsbericht de bevoegde autoriteit is.

Eerste openbaarmaking; voorwaardelijke overeenstemming

De vereiste openbare mededeling bij een zodanige stand van de besprekingen ter voorbereiding van een openbaar bod dat de verwachting is gerechtvaardigd dat overeenstemming kan worden bereikt, keert niet meer terug.¹⁹ Dit is tot genoegen van velen in de praktijk.²⁰ In lijn met de internationale praktijk kunnen partijen een overeenkomst over het bod aangaan voordat een openbare mededeling over het bod moet worden gedaan. Zowel de Wet als het Besluit spreken over 'voorwaardelijke' overeenstemming. De Nota van Toelichting op het Besluit zegt dat voorwaardelijke overeenstemming inhoudt dat er tussen partijen overeenstemming is, maar dat die overeenstemming nog beïnvloedbaar is door derden. De toevoeging 'voorwaardelijke' is mede ingegeven door het feit dat aan de medezeggenschapsrechten van werknemers geen afbreuk mag worden gedaan.²¹ Indien partijen overeenstemming bereiken zonder dat de onderne-

¹⁹ Artikel 9b lid 2, onder a. Bte.

²⁰ Zie o.m. L.J. Hijmans van den Bergh, De rol van de AFM op het gebied van openbare biedingen, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 184 en R.P. ten Have, Ongerechtvaardigde verwachtingen, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 320-324.

²¹ Zie in dit verband Overweging 23 van de dertiende EG-richtlijn.

mingsraad is geïnformeerd, laat staan advies heeft kunnen uitbrengen, dan moet, zo begrijp ik het ministerie, de overeenstemming voorwaardelijk zijn. De overeenstemming hangt dan nog af van het advies dat de ondernemingsraad zal geven. In dat geval kan het advies van de ondernemingsraad nog van wezenlijke invloed zijn op het bod en de modaliteiten daarvan.²² De vraag is of dat zo is. Als dat zo is dan zou deze praktijk op alle fusies en overnames kunnen worden toegepast en niet alleen in openbare biedingen. De Wet op de ondernemingsraden beoogt de ondernemingsraad in een vroeg stadium bij het besluitvormingsproces te betrekken zodat de ondernemer een besluit neemt met inachtneming van het advies van de ondernemingsraad.²³ Of vertaald naar de openbaar-bodsituatie: de bereikte overeenstemming houdt reeds rekening met het advies van de ondernemingsraad. Met de door het ministerie gegeven onderbouwing voor het standpunt dat de 'voorwaardelijke overeenstemming' constructie in overeenstemming is met de Wet op de ondernemingsraden, begeeft het ministerie zich op glad ijs. Het is beter om de realiteit van openbare biedingen te erkennen dat de bij een bod betrokkenen er gegeven de belangen bij het welslagen van het bod in samenhang met de strikte regels over marktmisbruik er de voorkeur aan geven de ondernemingsraad in een zo laat mogelijk stadium in het proces te betrekken. Als deze realiteit wordt aanvaard, dan kan het conflict met de Wet op de ondernemingsraden worden opgeheven door in deze wet een afwijkende procedure voor openbare biedingen voor te schrijven. Vergelijk ook artikel 3 lid 2 van het SER-besluit Fusiegedragsregels 2000, dat toestaat dat de kennisgeving aan de vakbonden over de voorbereiding of totstandkoming van een fusie niet voorafgaand aan een openbare mededeling behoeft te worden gedaan als een algemeen voor het effectenverkeer geldend voorschrift zich daartegen verzet. Overigens is de wens om de kring van betrokkenen zo gering mogelijk te houden in verband met het risico dat de plannen uitlekken, begrijpelijk. Vanuit juridisch oogpunt is er echter geen bezwaar om de ondernemingsraad en vakbonden tijdig in het proces te betrekken. Zij zijn immers gebonden aan geheimhoudingsverplichtingen (artikel 20 WOR en artikel 7 SER-besluit Fusiegedragsregels 2000). Ook in het geval dat de ondernemingsraad en vakbonden worden betrokken in het proces kan worden voldaan aan de voorwaarden van artikel 47 lid 3 Wte, zodat er geen openbare mededeling over de voorbereidingen van het bod zou hoeven te worden gedaan. In de praktijk durft men toch niet al te snel op de adequate werking van deze geheim-

houdingsverplichtingen te vertrouwen.

Het ministerie stelt vervolgens dat het moment van voorwaardelijke overeenstemming doorgaans later zal zijn dan het in de Bte opgenomen moment van gerechtvaardigde verwachting. Naar de letter van de regel is dat inderdaad waar, maar in de praktijk zal het niet veel uitmaken. Deze nieuwe regel sluit beter aan bij de praktijk en vergroot de rechtszekerheid voor alle betrokkenen over het moment waarop een eerste openbare mededeling moet worden gedaan. In die zin is het een verbetering.

Volgens het ministerie is het moeilijk voorstelbaar dat er van voorwaardelijke overeenstemming sprake is als er nog onderhandelingen gaande zijn waarvan, als deze zouden worden openbaar gemaakt, de uitkomst of het normale verloop van het bod zou worden beïnvloed. Dit lijkt mij een juiste constatering en onderschrijft de regel dat partijen hun afspraken over het bod kunnen uitonderhandelen voordat een eerste openbare mededeling moet worden gedaan. Het ministerie neemt ook aan dat voorwaardelijke overeenstemming niet kan bestaan als er nog een besluit tot goedkeuring door de raad van commissarissen dient te worden genomen.

Aankondiging van het bod

De termijnen voor het uitbrengen van het bod en de aanmeldingstermijnen wijzigen ten opzichte van de huidige biedingregels. Onder de huidige biedingregels dient de bieder binnen dertig dagen na de eerste openbare mededeling over het bod een openbare mededeling te doen waarin de bieder (i) een openbare mededeling doet die ten minste de prijs of ruilverhouding vermeldt, (ii) hetzij meedeelt dat geen bod wordt uitgebracht dan wel (iii) gemotiveerd aangeeft waarom nog geen bod kan worden gedaan of geen besluit is genomen tot het niet-uitbrengen van een bod. Voorts dient de bieder in dit laatste geval aan te geven wanneer hij verwacht een dergelijke mededeling wel te kunnen doen. De bieder moet vervolgens binnen zes weken na de mededeling dat hij een bod uitbrengt, het biedingsbericht uitbrengen. Het biedingsbericht is het bod.

De nieuwe biedingsregels beogen meer duidelijkheid te scheppen in de verschillende fasen van het biedingproces. Het biedingproces vangt aan met de 'aankondiging van het bod'. Met de aankondiging van het bod wordt bedoeld het eerste moment waarop door middel van een openbare mededeling het bod wordt openbaar gemaakt. Artikel 5 Besluit bepaalt dat het bod moet worden aangekondigd in de volgende situaties:

- tussen de bieder en de doelvennootschap is voor-

²² Memorie van Toelichting, paragraaf 3.2.

²³ Zie F.W.H. Vink en R.H. van het Kaar, Inzicht in de ondernemingsraad, *Editie* 2005, p. 120.

waardelijke overeenstemming bereikt over een uit te brengen openbaar bod;

- zeven dagen zijn verstreken nadat de doelvennootschap in kennis is gesteld van het voornemen van de bieder om een bod op de doelvennootschap uit te brengen (vijandelijk bod);
- indien de bieder de doelvennootschap niet in kennis heeft gesteld van zijn voornemen om een bod uit te brengen, dan wordt het bod geacht te zijn aangekondigd indien de bieder een openbare mededeling over de inhoud van het voorgenomen bod heeft gedaan;
- een verplicht bod wordt geacht te zijn aangekondigd indien (i) de persoon of personen met overwegende zeggenschap in de doelvennootschap hebben aangekondigd een verplicht bod te doen; (ii) de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam de persoon of personen met overwegende zeggenschap in de doelvennootschap heeft geboden een verplicht bod uit te brengen of (iii) een verplicht bod moet worden uitgebracht naar het recht van een andere lidstaat en waarover een openbare mededeling is gedaan overeenkomstig artikel 47 Wte.

De biedingregels worden eerst in volle omvang van toepassing met de aankondiging van het bod. Dat betekent dat eventuele openbare mededelingen van de bij de voorbereiding van een bod betrokken partijen voorafgaand aan de aankondiging van het bod niet zijn onderworpen aan de biedingregels. Onder de huidige biedingregels vonden dergelijke mededelingen nogal eens plaats krachtens artikel 9b lid 1 Bte, zie bijvoorbeeld het persbericht van VNU van 16 januari 2006 over het mogelijke bod van een consortium van private equity investeerders op VNU.²⁴ Dit artikel verplicht tot een openbare mededeling indien zich een omstandigheid voordoet die openbaarmaking noodzakelijk maakt ter bevordering van een gerechtvaardigde koersvorming van de effecten van de bieder en de doelvennootschap. Deze verplichting komt te vervallen. Dat wil uiteraard niet zeggen dat er geen openbare mededeling meer behoeft te worden gedaan in die omstandigheden. Openbaarmaking blijft verplicht krachtens de regels betreffende openbaarmaking in het kader van marktmisbruik (artikelen 46 en 47 Wte).

Goedkeuring biedingsbericht

Onder de huidige biedingregels heeft de AFM geen goedkeuringsbevoegdheid. Artikel 9v Bte bepaalt dat het biedingsbericht uiterlijk 10 beursdagen voor de openbare mededeling van de verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht aan de AFM moet worden gezonden. De AFM kan krachtens artikel 9i v Bte voorschrijven dat bepaalde gegevens die naar het oordeel van de AFM in het desbetreffende geval noodzakelijk zijn voor een adequate beoordeling van het bod door degene tot wie het bod zich richt in het biedingsbericht moeten worden opgenomen. Artikel 6g Wte nieuw bepaalt dat de AFM het biedingsbericht goedkeurt indien het voldoet aan bij AmvB gestelde regels. Deze goedkeuringsbevoegdheid is primair ingegeven door de regeling te harmoniseren met de praktijk in andere lidstaten, waar de toezichthoudende autoriteit het biedingsbericht pleegt goed te keuren. De AFM moet het biedingsbericht goedkeuren indien het alle krachtens het Besluit vereiste gegevens bevat. Hieruit volgt dat de beoordeling door de AFM van het biedingsbericht niet anders wordt dan de huidige beoordeling door de AFM van het biedingsbericht. De AFM dient immers al te controleren of het biedingsbericht de vereiste informatie bevat en, zo niet, op grond van artikel 9i v Bte opname van aanvullende gegevens verlangen. De AFM bevestigt schriftelijk aan de bieder dat hij geen opmerkingen meer heeft op het biedingsbericht. Dat is in feite een goedkeuring.²⁵

Artikel 8 Besluit schrijft voor dat de bieder binnen vier weken na de aankondiging van het bod een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht bij de AFM in moet dienen. De AFM verleent goedkeuring aan het biedingsbericht indien het alle vereiste gegevens bevat. Deze gegevens zijn opgenomen in bijlagen bij het Besluit. Op de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht is de Algemene wet bestuursrecht van toepassing. Dat betekent dat de AFM de bieder in de gelegenheid moet stellen een onvolledige aanvraag aan te vullen of van zijn zienswijze blijk te geven indien het biedingsbericht niet goedgekeurd dreigt te worden. Zie in dit verband ook uitdrukkelijk artikel 6h Wte nieuw, dat overigens een afwijking van de termijnen voor behandeling van een aanvraag tot het geven van een beschikking als bedoeld in titel 4.1 van de Algemene wet bestuursrecht bevat (zie hieronder).²⁶ Aangenomen kan wor-

²⁴ Vergelijk ook de recente persberichten van Cornelis Geber over een mogelijk bod op TNT.

²⁵ Beleidsregel 01-02 van de AFM van 4 september 2001. Deze beleidsregel bevat richtlijnen voor de beoordeling van concepten van een biedingsbericht, waaronder de termijnen voor de beoordeling van het biedingsbericht. Deze zullen met het oog op de aanpassing van de beoordelingsprocedure aan de procedure die geldt in het geval van goedkeuring van een prospectus, moeten worden aangepast.

²⁶ Zie over de rol van de Algemene wet bestuursrecht in openbare biedingen, K. Berg, *Biedingsregels, toezicht en rechtsbescherming*, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2004, p. 4-11 en G.P. Roth, *De Wet openbare biedingen op effecten en de ingrijpende gevolgen voor de praktijk; enige beschouwingen vanuit procedureel en processueel oogpunt*, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 121-126.

den dat de AFM de procedureregels met betrekking tot de beoordeling van het biedingsbericht zoals neergelegd in de Beleidsregel biedingsbericht in beginsel zal blijven toepassen. Deze beleidsregel behoeft overigens wel aanpassing aan de nieuwe regels. De procedureregels en toelichting op de in het biedingsbericht op te nemen informatie blijven echter een welkome aanvulling op de relevante bepalingen van het Besluit.

Artikel 6h Wet bepaalt dat de AFM binnen tien werkdagen na ontvangst van de aanvraag tot goedkeuring van een biedingsbericht zijn besluit bekendmaakt. Indien de AFM om aanvullende informatie verzoekt, begint de termijn waarbinnen de AFM zijn beslissing over de goedkeuring moet medelen opnieuw te lopen vanaf het moment dat de aanvullende informatie is verstrekt. Dit wijkt af van artikel 4:15 Algemene wet bestuursrecht dat voorziet in een schorsing van een behandelingstermijn.

Op verzoek van de bieder verstrekt de AFM aan de toezichthoudende autoriteit van iedere andere lidstaat waar de effecten van de doelvennootschap tot de handel van een gereguleerde markt zijn toegelaten een verklaring dat het biedingsbericht in overeenstemming met de dertiende EG-richtlijn is opgesteld, alsmede een afschrift van het goedgekeurde biedingsbericht (artikel 10 Besluit).

Uitbrengen van het bod

De bieder dient ingevolge artikel 6i Wte nieuw binnen 6 dagen nadat de AFM het biedingsbericht heeft goedgekeurd hetzij het openbaar bod uit te brengen door het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen, hetzij een openbare mededeling te doen dat hij geen bod zal uitbrengen.

De termijn voor het verkrijgbaar stellen van een biedingsbericht is verkort ten opzichte van de huidige regels. In grote lijnen komt het erop neer dat een biedingsbericht 48 dagen na de aankondiging van het bod verkrijgbaar moet worden gesteld.

Artikel 9g lid 1 Bte verplicht de bieder om binnen dertig dagen na de eerste openbare mededeling betreffende het bod een openbare mededeling te doen die ten minste de prijs of ruilverhouding bevat. Binnen zes weken na deze mededeling dient de bieder het bod uit te brengen door middel van de verkrijgbaarstelling van een biedingsbericht. Tussen het moment van de eerste aankondiging en de verkrijgbaarstelling van een biedingsbericht zitten 72 dagen. Het lijkt dus een aanzienlijke verkorting van de termijn waarbinnen een biedingsbericht moet worden gepubliceerd. Er moet echter wel rekening mee worden gehouden dat het moment waarop de eerste aan-

kondiging over het bod moet worden gedaan eerder ligt in de Bte dan krachtens het Besluit (al valt dat in de praktijk nogal mee) en dat in de praktijk partijen er in de regel naar streven om een biedingsbericht tegelijkertijd met de vereiste openbare mededeling na dertig dagen uit te brengen. Een termijn van 48 dagen lijkt daarmee niet onredelijk. Bovendien kan de AFM in voorkomend geval ontheffing verlenen van de verplichting om binnen een bepaalde termijn een biedingsbericht verkrijgbaar te stellen.

Het biedingsbericht kan op de volgende manieren algemeen verkrijgbaar worden gesteld (artikel 11 Besluit):

- door publicatie in een landelijk verspreid dagblad;
- door een drukwerk dat kosteloos kan worden verkregen ten kantore van de houder van de gereguleerde markt waar de effecten waarop het openbaar bod wordt gedaan, tot de handel zijn toegelaten;
- door plaatsing op de website van de bieder of de doelvennootschap;
- door plaatsing op de website van de houder van de gereguleerde markt waar de effecten zijn toegelaten;
- door plaatsing op de website van de toezichthoudende autoriteit, indien deze mogelijkheid wordt geboden.

De bieder moet door middel van een openbare mededeling bekendmaken dat een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is. De Nota van Toelichting op het Besluit zegt dat in deze mededeling ook moet worden aangegeven op welke wijze het biedingsbericht verkrijgbaar is gesteld. Dit artikel lijkt ervan uit te gaan dat er één gereguleerde markt is waar de effecten tot de handel zijn toegelaten. Het is echter mogelijk dat de effecten tot de handel van meerdere gereguleerde markten zijn toegelaten. Ik zou menen dat publicatie van het biedingsbericht dan ook op de website van de houders van die markten en de aldaar competente toezichthouders zou kunnen plaatsvinden (voor zover de mogelijkheid tot plaatsing van een biedingsbericht op de website van deze instanties onder de nationale regels van de betreffende lidstaten wordt geboden). Het is in Nederland nog niet mogelijk om het biedingsbericht op de website van de AFM te plaatsen.

Aanmeldingstermijn

Ook de aanmeldingstermijnen veranderen onder de nieuwe regels. Ten eerste wordt de incongruentie in de huidige biedingregels dat de aanmeldingstermijn in het geval van een vriendelijk bod niet korter zal zijn dan twintig dagen hersteld door nu in artikel

15 Besluit op te nemen dat de aanmeldingstermijn niet korter zal zijn dan 25 dagen. Nu is ook een maximumtermijn van tien weken opgenomen. Het Bte bevat geen maximumtermijn.

Interessant is dat het Besluit ook bepaalt dat een aanmeldingstermijn slechts eenmaal kan worden verlengd. De dertiende EG-richtlijn laat in het midden hoeveel keer een aanmeldingstermijn zou kunnen worden verlengd en bepaalt slechts dat de (totale) termijn van tien weken verlengd kan worden, mits de bieder in dat geval ten minste twee weken van tevoren van zijn voornemen tot sluiting van het bod kennis geeft. Betekent dit nu dat de verlenging waardoor de totale aanmeldingstermijn langer duurt dan tien weken, niet korter mag zijn dan twee weken? En stel dat de bieder, zelfs na verlenging van de termijn, binnen de totale tien weken aanmeldingstermijn blijft, mag de termijn van de verlenging dan wel korter zijn dan twee weken? De Nota van Toelichting op het Besluit zegt dat de dertiende EG-richtlijn bepaalt dat de verlengingstermijn niet meer dan tien weken mag bedragen. Ik vind dat niet terug in de richtlijn. In het Besluit worden deze vragen opgelost door te bepalen dat de termijn van een verlenging niet korter mag zijn dan twee weken en niet langer dan tien weken. Aangezien er slechts eenmaal verlengd mag worden, bedraagt de totale aanmeldingstermijn dus maximaal twintig weken. Mijns inziens is het Besluit restrictiever dan de dertiende EG-richtlijn ten aanzien van het aantal keer dat kan worden verlengd. Dit kan een bieder parten spelen in het geval dat een derde bieder opkomt in een biedingstrijd. Deze zou vlak voor het einde van de verlengde aanmeldingstermijn een bod kunnen aankondigen en z'n voordeel kunnen doen met de beperkte bewegingsvrijheid die de eerste bieder alsdan heeft.

De bestaande praktijk waarbij de bieder na gestanddoening van het bod aan de overige aandeelhouders van de doelvennootschap die hun aandelen niet hebben aangemeld, alsnog de mogelijkheid biedt om hun aandelen onder de voorwaarden van het bod aan te melden, is in het Besluit vastgelegd. De AFM heeft zijn goedkeuring aan deze praktijk verleend en enige voorwaarden gesteld ten aanzien van een na-aanmeldingstermijn. Deze zijn gepubliceerd op zijn website. De regeling in het Besluit neemt de door de AFM gestelde voorwaarden over met een paar verschillen waarvan de belangrijkste is dat de na-aanmeldingstermijn ingevolge het Besluit niet meer dan twee weken mag bedragen terwijl de AFM een termijn van vijftien beursdagen (effectief drie weken) toestond.

Informatieve vergadering

Ingevolge artikel 9q Bte dient de doelvennootschap uiterlijk vier dagen voor de informatieve vergadering van aandeelhouders over het bod een bericht voor haar aandeelhouders beschikbaar te stellen dat ten minste een gemotiveerde standpuntbepaling van het bestuur, financiële informatie over het lopende boekjaar indien meer dan een kwartaal van het boekjaar is verstreken en andere gegevens die noodzakelijk zijn voor een adequate beoordeling van het bod door degene tot wie het bod zich richt, bevat. Dit bericht kan worden gecombineerd met het biedingsbericht. De Beleidsregel biedingsbericht bepaalt dat aan dit vereiste in vriendelijke openbare biedingen wordt voldaan door de mededeling dat het bestuur (en eventueel de commissarissen) van de doelvennootschap het bod steunt. Dat is ook de praktijk.²⁷

Het Besluit schrijft voor dat een bericht ter beschikking moet worden gesteld aan de aandeelhouders van de doelvennootschap dat ten minste de gegevens bevat die in een bijlage bij het Besluit staan vermeld. Nieuw zijn de gegevens over de gevolgen van het bod voor de werkgelegenheid, arbeidsvoorwaarden en vestigingsplaatsen van de vennootschap. De Nota van Toelichting op dit artikel 20 van het Besluit vermeldt dat het bericht in een apart document moet worden opgenomen. Het bericht mag nog wel tegelijk met het biedingsbericht beschikbaar worden gesteld. Dat heeft tot gevolg, aldus de Nota van Toelichting, dat het bericht niet aan de goedkeuring van de AFM is onderworpen. De vraag is of het bericht niet ook aan de goedkeuring van de AFM zou moeten worden onderworpen. De wijze waarop het bestuur en de raad van commissarissen momenteel hun standpunt verwoorden kan nauwelijks bevredigend worden genoemd voor de aandeelhouders van de doelvennootschap. Het bestuur is bij uitstek geschikt om een bod op zijn merites te beoordelen en daarover de aandeelhouders, maar ook de andere stakeholders van de doelvennootschap te informeren. Het verdient bepaald aanbeveling de standpuntbepaling meer serieus te nemen, in welk kader de goedkeuringsbevoegdheid van de AFM ten aanzien van het bericht zou kunnen helpen. Overigens valt in dit verband misschien wel meer heil te verwachten van de druk van de (buitenlandse) investeringsmaatschappijen en verenigingen van belangenbehartigers van aandeelhouders die, gegeven onder meer de recente verwickelingen bij CSM, TNT en VNU, in toenemende mate van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennoot-

²⁷ Zie ook L.J. Hijmans van den Bergh, *Informatievoorziening aan doelwitaandeelhouders*, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 493.

schap goed onderbouwde standpunten eisen. Zij nemen geen genoegen meer met de bezweringsformule dat het bestuur en de raad van commissarissen ‘na zorgvuldige afweging van alle betrokken belangen, [en met inachtneming van de fairness opinion van ...] tot de conclusie zijn gekomen dat het bod redelijk en evenwichtig is en in het belang van de vennootschap, haar aandeelhouders en andere stakeholders en het daarom unaniem aan haar aandeelhouders aanbevelen’.

*Certainty of funds*²⁸

Nieuw in de Nederlandse biedingsregels is ook het vereiste dat de bidder er zorg voor draagt dat hij de biedprijs kan betalen of alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken om het bod gestand te kunnen doen, artikel 7 van het Besluit. Op het moment dat de bidder de biedprijs kan betalen of alle hiervoor genoemde maatregelen heeft genomen, dient hij een openbare mededeling te doen. De Nota van Toelichting op het Besluit zegt dat de ‘certain funds’ regel in de biedingsregels is opgenomen omdat de dertiende EG-richtlijn hiertoe verplicht. Het gaat kennelijk niet van harte en dat blijkt ook wel uit het artikel want er rijzen nog wel enige vragen over de uitwerking van de bepaling.

De belangrijkste vraag is wel of deze bepaling bijdraagt aan haar doel, te weten zekerheid verschaffen aan de aandeelhouders van de doelvennootschap dat de bidder in staat is om de biedprijs te voldoen. Overigens wordt ook wel als reden voor deze regel genoemd het tegengaan van zogenaamde spookbiedingen. Op basis van de tekst van het artikel en de toelichting daarop kan deze vraag niet worden beantwoord. Want wanneer mag de bidder de openbare mededeling doen dat hij in staat is om de tegenprestatie voor de aandelen te betalen? Hoe ‘hard’ moet de bankfinanciering zijn die een bidder eventueel heeft aangetrokken? Wat wordt bedoeld met alle redelijke maatregelen om een andere vergoeding dan geld te kunnen betalen? Bij de toepassing van deze regel moet er naar het buitenland worden gekeken waar al langer ervaring bestaat met deze regel. In essentie zou kunnen worden gekozen uit een regeling (i) waarbij naast de bidder een derde (de financieel adviseur) kan onderschrijven dat de bidder in staat zal zijn om de biedprijs te betalen of (ii) krachtens welke de bidder aan de toezichthouder moet aantonen dat hij aan de certain funds-regel voldoet, bijvoorbeeld door overlegging van relevante documentatie. Immers, een derde die over de schouder meekijkt, biedt de beste garantie dat de bidder serieus werk maakt van de

zekerstelling van de betaling van de tegenprestatie. Het voorgestelde artikel 7 volgt geen van beide regelingen en laat het volledig aan de bidder over. Hierdoor bestaat het risico dat de betreffende openbare mededeling een loze verklaring wordt.

De Nota van Toelichting op het Besluit werkt wel uit op welke wijze de bidder kan voldoen aan het vereiste dat hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om een andere vergoeding dan geld te betalen. Als de vergoeding voor de aandelen in de doelvennootschap nieuw uit te geven aandelen in de bidder zijn, heeft de bidder aan het vereiste voldaan als hij al een algemene vergadering van aandeelhouders heeft uitgeschreven waarin over de uitgifte zal worden besloten. Afgezien van de vraag of de timing wel zo gelukkig is waarop deze algemene vergadering moet zijn uitgeschreven, vallen tal van situaties te bedenken waardoor het bijeenroepen van een algemene vergadering geen zekerheid biedt. In dit verband hoeft maar gewezen te worden op VNU, waar duidelijk werd dat de aandeelhouders in de algemene vergadering de voorstellen van het bestuur in verband met de overname van IMS Health zouden verwerpen.

Indien men van mening is dat de certain funds regel een belangrijke aanvulling is op de Nederlandse biedingsregels dan voldoet de voorgestelde regeling niet en dient zij te worden aangescherpt. Is men het tegenovergestelde van mening dan zou toch in ieder geval nog moeten worden gekeken naar het moment waarop een algemene vergadering moet zijn bijeengeroepen om te voldoen aan het vereiste dat alle redelijke maatregelen zijn getroffen om een andere vergoeding dan geld te betalen.

Het verplicht bod

In de praktijk komt vaak de vraag op of een partij die een (potentieel) belang heeft van om en nabij de dertig procent na inwerkingtreding van de Wet verplicht een bod zou moeten doen op de overige uitstaande aandelen van de doelvennootschap. Ogenscheinlijk lijkt de Wet vrij duidelijk.

Artikel 6a Wte nieuw bepaalt dat een ieder die alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap met zetel in Nederland waarvan aandelen of met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen, zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, een openbaar bod uit moet brengen op alle aandelen en op alle met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen. Overwegende zeggenschap bestaat als

²⁸ Zie over de certain funds-regel ook V.P.G. de Serière, Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-richtlijn, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 505.

degene die overwegende zeggenschap heeft ten minste dertig procent van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap kan uitoefenen.

Degene die op het moment van inwerkingtreding van de Wet dertig procent of meer van de stemrechten kan uitoefenen, wordt niet verplicht om een bod uit te brengen. Immers, artikel 6a van de Wet heeft het over het *verkrijgen* van overwegende zeggenschap. Een persoon kan ook overwegende zeggenschap hebben doordat deze samen met anderen in onderling overleg handelt. Gezamenlijk hebben zij dan overwegende zeggenschap en zij zullen niet worden verplicht om na inwerkingtreding van de Wet een bod te doen. De vraag zou nog kunnen worden gesteld of indien een van de in onderling overleg handelende personen die voorafgaand aan de inwerkingtreding van de Wet minder dan dertig procent houdt, tot het doen van een bod kan worden verplicht indien deze persoon na inwerkingtreding van de Wet zijn (individuele) belang tot boven de dertig procent verhoogt. De aard van de overwegende zeggenschap verandert in de zin dat er nu reeds één persoon is die overwegende zeggenschap heeft en dat kan consequenties hebben voor zijn gedrag in de aandeelhoudersvergadering. Het gevaar van machtsmisbruik ligt op de loer. Hij had al overwegende zeggenschap, zij het tezamen met anderen. Voor de bepaling of er overwegende zeggenschap bestaat wordt gekeken naar het totaal door de persoon of in onder-

ling overleg handelende personen. Deze persoon had op deze grond reeds overwegende zeggenschap en het gevaar van machtsmisbruik lijkt niet al te groot, zeker als hij in onderling overleg met de andere blijft handelen. Vooralsnog lijkt het mij dat op de betreffende persoon geen verplichting rust om een bod te doen. Maar een andere redenering kan evengoed worden gevolgd. In zijn proefschrift beschrijft M.P. Nieuwe Weme de situatie dat een persoon overwegende zeggenschap verkrijgt, terwijl er al een controlerend belang wordt gehouden door anderen.²⁹ Deze persoon zou niet van een biedplicht moeten worden vrijgesteld omdat niet valt uit te sluiten dat deze persoon zijn macht misbruikt. Dit zou op zichzelf ook kunnen opgaan voor de in overleg handelende persoon die zelf een aanzienlijke machtspositie opbouwt. Voor deze laatste opvatting valt des te meer te zeggen indien in het kader van het naderende verplicht bod, een aantal personen nu gaan samenwerken met het oog op het verkrijgen van overwegende zeggenschap voor inwerkingtreding van de Wet, zodat een van hen zijn belang verder kan uitbouwen na inwerkingtreding van de Wet zonder verplicht te zijn tot het doen van een bod. Hij zou bijvoorbeeld na inwerkingtreding de aandelen van de andere personen met wie hij samenwerkt kunnen overnemen.

Henk Arnold Sijnja is advocaat bij Linklaters te Amsterdam.

²⁹ M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80, p. 183.