
Het rauwelijks bod

Inleiding

Het doen van een openbaar bod op alle aandelen (vast bod) van een beursgenoteerde vennootschap zonder medewerking van de doelvennootschap is sinds 5 september 2001 geregeld in artikel 9d van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995). Voorheen was dit geregeld in artikel 4 van de SER Fusiegedragsregels 1975. Deze regeling is één op één overgenomen in het Bte 1995. Het uitbrengen van een onvriendelijk bod is in beginsel toegestaan, mits het niet 'rauwelijks' wordt gedaan. Er is sprake van een rauwelijks bod indien de bieder een openbaar bod doet zonder dat hierover voorafgaand overleg met het bestuur van de doelvennootschap plaatsvindt, althans zonder dat de bieder het bestuur van de doelvennootschap daartoe de gelegenheid heeft geboden. In het door het Ministerie van Financiën gepubliceerde consultatiedocument met betrekking tot een mogelijke implementatie van het verplichte bod in de Nederlandse wet- en regelgeving wordt onder andere ter discussie gesteld of het verbod op het rauwelijks bod gehandhaafd dient te blijven. In dit artikel wordt uiteengezet waarom aan het verbod, zoals geformuleerd in artikel 9d Bte 1995, geen behoefte lijkt te bestaan.

Artikel 9d Bte 1995: het verbod op het rauwelijks bod

Het verbod op het uitbrengen van een rauwelijks bod is opgenomen in lid 1 van artikel 9d Bte 1995. De bedoeling van het verbod is het zoveel mogelijk bevorderen van overleg tussen de bieder en de doelvennootschap, alsmede het bevorderen van een zorgvuldige informatieverstrekking zodat de doelvennootschap zich een oordeel kan vormen over de voornemens van de bieder (SER Fusiegedragsregels 1975, Commentaar (12e druk), p. 47 e.v.). In geval van een voorgenomen vast bod waarover geen overeenstemming met de doelvennootschap is

bereikt, mag de bieder de prijs of ruilverhouding niet openbaar maken dan nadat de bieder de doelvennootschap over zijn voornemens heeft geïnformeerd en heeft uitgenodigd voor overleg. Lid 2 van artikel 9d Bte 1995 bepaalt dat de bieder de doelvennootschap dient uit te nodigen om binnen zeven dagen na ontvangst van de brief met hem in overleg te treden: (1) over het voornemen van de bieder tot het doen van het bod, (2) over de prijs of ruilverhouding, (3) over de aan het voorgenomen bod ten grondslag liggende motieven, (4) over de voornemens met betrekking tot het te voeren beleid ten aanzien van de doelvennootschap en de daarmee verbonden onderneming, (5) alsmede over de wijze van financiering van het uit te brengen bod. Indien de doelvennootschap geen gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid met de bieder te overleggen, of indien dit overleg niet tot overeenstemming heeft geleid, dient de bieder krachtens lid 3 van artikel 9d Bte 1995 de doelvennootschap schriftelijk te informeren over zijn voornemens ten aanzien van de hiervoor genoemde onderwerpen.

Artikel 9b lid 2 sub b Bte 1995: openbare mededeling over de verzending van de uitnodiging tot overleg

Van de verzending van de uitnodiging tot overleg dient op grond van het bepaalde in artikel 9b Bte 1995 'onverwijld' een openbare mededeling te worden gedaan. Als gevolg van het bepaalde in artikel 9d Bte 1995 mag de bieder in deze mededeling echter geen melding maken van de prijs of ruilverhouding. De praktijk heeft met dit verbod geworsteld. De markt heeft immers grote behoefte aan deze informatie en indien hierover niets wordt meegedeeld, zal dit aanleiding geven tot speculaties.

Het is niet geheel duidelijk waarom een verbod is opgenomen om een (voorgenomen) biedprijs bekend te maken. Indien men een rauwelijks bod wil verbieden, had het volstaan te bepalen dat geen bindend openbaar bod mag worden gedaan voordat aan de overlegverplichtingen uitvoering is gegeven.

De SER Commissie voor Fusieaangelegenheden heeft destijds de behoeften van de markt onderkend:

'De Commissie is van oordeel dat het belang van de gerechtvaardigde koersvorming in dit verband op de eerste plaats komt. Aan dit belang kan afbreuk worden gedaan indien een mededeling ex artikel 3 lid 2 onder b. [dit is de openbare mededeling inzake de verzonden uitnodiging aan de doelvennootschap, MHM/KS] geen enkele aanwijzing bevat omtrent de wijze waarop de biedende N.V. voornemens is op een later tijdstip de prijs of ruilverhouding te berekenen of vast te stellen.' (Commentaar, p. 51)

Zo was het mogelijk dat de eerste openbare mededelingen ter zake van de voorgenomen openbare biedingen van Buhrmann N.V. op Koninklijke Ahrend N.V. en Samas-Groep N.V. en van Heijmans N.V. op Hollandse Beton Groep N.V. een 'indicatie' bevatten van de voorgenomen biedprijs.

Hierbij dient erop te worden gewezen dat onder de SER Fusiegedragsregels 1975, conform het bepaalde in artikel 20, de bieder de biedprijs niet mocht 'vaststellen' voordat hij aan zijn verplichting tot overleg met de vakorganisaties had voldaan. Deze laatste beperking is in de SER Fusiegedragsregels 2000 (FC 2000) komen te vervallen. Dit betekent dat thans een vijandige bieder op elk moment de biedprijs kan vaststellen, maar – aannemende dat de Autoriteit Financiële Markten de 'jurisprudentie' van de oude SER Commissie voor Fusieaanlegenheden volgt – hierover pas mededeling kan doen nadat uitvoering is gegeven aan de overlegverplichtingen als bedoeld in artikel 9d Bte 1995. Deze regeling doet nogal kunstmatig aan. In het kader van een verbod van een rauwelijks bod is deze regeling bovendien niet noodzakelijk.

Indien in de brief waarbij de bieder de doelvennootschap uitnodigt voor overleg, melding wordt gemaakt van de voorgenomen biedprijs, kan men zich afvragen of het onthouden van deze informatie aan de markt door de doelvennootschap zich wel verdraagt met haar verplichting onder artikel 28h Fondsenreglement, waarbij wordt bepaald dat elk feit waarvan moet worden aangenomen dat het een aanmerkelijke invloed op de beurskoers heeft, terstond openbaar moet worden gemaakt.

Overlegverplichtingen neergelegd in artikel 5 FC 2000

In geval van een onvriendelijk bod dient – naast artikel 9d Bte 1995 – ook artikel 5 FC 2000 in acht te worden genomen. Kortweg houdt artikel 5 FC 2000 het volgende in. Lid 1 van artikel 5 FC 2000 bepaalt dat een bieder die het voornemen heeft door middel van een openbaar bod een fusie tot stand te brengen, de verenigingen van werknemers omtrent zijn voornemen dient in te lichten en de mogelijkheid te bieden om hun oordeel te geven vanuit het gezichtspunt van het werknemersbelang. Ingevolge lid 2 van artikel 5 FC 2000 dient de bieder het bestuur van de doelvennootschap ten minste vijftien dagen vóór het uitbrengen van het bod schriftelijk van zijn voornemen in kennis te stellen. Lid 3 bepaalt dat het bestuur van de doelvennootschap overleg voert met de verenigingen van werknemers voordat het zijn standpunt met betrekking tot het bod openbaar maakt of aan de aandeelhouders meedeelt.

Niet duidelijk is waarom de regeling dat een bod pas mag worden uitgebracht vijftien dagen na schriftelijke

kennisgeving van het voornemen aan de doelvennootschap, in de FC 2000 is gehandhaafd. Afgezien van de vraag of er naast de zeven-dagentermijn voor het overleg tussen de bieder en de doelvennootschap nog wel behoefte is aan deze termijn, behoort deze kwestie te worden geregeld in de Wte 1995/Bte 1995. Volgens artikel 5 FC 2000 dient een bieder die het voornemen heeft om een vijandig bod uit te brengen, overleg te voeren met de verenigingen van werknemers. Gezien het feit dat dit overleg de verenigingen van werknemers de gelegenheid dient te geven het al dan niet doorgaan van de fusie of de modaliteiten daarvan te beïnvloeden, ligt het in de lijn der verwachting dat dit overleg plaatsvindt voordat het bod wordt uitgebracht. De doelvennootschap kan in beginsel de tijd nemen die het wenst (bijvoorbeeld totdat het een bericht aan haar aandeelhouders dient te publiceren, zie art. 9q Bte 1995). De vijftien-dagentermijn speelt derhalve geen rol in het overleg tussen de bieder en de doelvennootschap enerzijds en de verenigingen van werknemers anderzijds.

Behoeft aan het verbod op een rauwelijks bod?

Bieders zullen vrijwel altijd de voorkeur hebben voor een bod dat de steun heeft van de doelvennootschap. Op deze wijze is de medewerking van de directie bij de overname en integratie van de onderneming verzekerd. Ook zal vaak behoefte bestaan aan de bij de directie aanwezige kennis over de onderneming. Naast de beschermingsconstructies die getrotseerd dienen te worden, kennen veel beursvennootschappen oligarchische statutaire regelingen (al of niet als gevolg van de toepassing van het structuurregime), die het tot stand brengen van effectieve controle ernstig kunnen bemoeilijken.

Wanneer – in het licht van het voorafgaande – een bieder kiest voor een bod dat niet de steun heeft van de doelvennootschap, is er kennelijk een situatie ontstaan waarbij overleg op basis van het bepaalde in artikel 9d Bte 1995 géén soelaas meer zal bieden. Een verplichting tot het voeren van overleg is in deze gevallen niet zinvol.

Gezien het feit dat de bieder de verplichting heeft overleg te voeren met de verenigingen van werknemers, zal zijn voorkeur om een openbaar bod te doen veelal bekend worden. Deze periode van overleg biedt de doelvennootschap de gelegenheid zich te beraden over het voorgenomen openbaar bod. Bepaald zou kunnen worden dat de bieder de doelvennootschap wel schriftelijk op de hoogte dient te stellen van zijn voornemens als bedoeld in artikel 9d lid 3 Bte 1995 (dus over zijn motieven, de biedprijs, het te voeren beleid, enzovoort) en van zijn voornemen overleg te voeren met de verenigingen van werknemers.

Vennootschap & Onderneming

Enkel in het (zeldzame) geval dat een bod wordt uitgebracht door een aandeelhouder die reeds de zeggenschap heeft over de doelvennootschap (bijvoorbeeld omdat hij meer dan 50% van de aandelen heeft), bestaat er geen verplichting tot overleg met de verenigingen van werknemers. In deze gevallen bestaan er meestal echter reeds afspraken tussen de aandeelhouder en de doelvennootschap die een onvriendelijk bod onwaarschijnlijk maken.

Het Ministerie van Financiën heeft een consultatiedocument gepubliceerd over de mogelijke invoering van het verplicht bod in Nederland. Deze verplichting zou ontstaan wanneer een aandeelhouder een bepaald belang (bijvoorbeeld 30%) in een beursvennootschap heeft opgebouwd. Zou het in Nederland komen tot de invoering van het verplicht bod, dan is het onduidelijk welke rol het verplichte overleg nog zou moeten spelen. Het feit dat een bod zal worden gedaan, en de toepasselijke voorwaarden, staan immers al vast. De preadviseurs van de Vereeniging 'Handelsrecht' (L.J. Heijmans van den Bergh & G. van Solinge, Implementatie van de Dertiende Richtlijn, een terreinverkenning, Deventer 2000) meenden dat een verbod op een rauwelijks bod zich niet verdraagt met een verplicht openbaar bod.

Conclusie

Hiervoor is aangegeven dat een doelvennootschap ook ondanks het verbod op een rauwelijks bod verrast kan worden door een brief en een publieke mededeling waarbij het voornemen van een openbaar bod wordt

aangekondigd en waarbij een indicatie van de biedprijs wordt gegeven. Wat nu echter niet is toestaan, is dat de bieder ook direct een biedingsbericht uitbrengt.

Een bieder zal normaliter de voorkeur geven aan een vriendelijk bod. Indien hij zich genoodzaakt ziet een onvriendelijk bod uit te brengen, zal de verplichting tot overleg ook geen soelaas meer bieden. Wanneer de verplichting tot overleg met de verenigingen van werknemers gehandhaafd blijft, lijkt er geen behoefte te bestaan aan een wachtperiode tussen de aankondiging van een bod en het daadwerkelijke uitbrengen daarvan. De doelvennootschap kan de periode die de bieder nodig heeft voor overleg met de verenigingen van werknemers, gebruiken om zich te beraden over het voorgenomen bod. Overigens zou een eventuele wachtperiode dienen te worden geregeld in de Wte 1995/Bte 1995 en niet – zoals thans is geschied – in de FC 2000.

Indien men toch een verbod op een rauwelijks bod zou willen handhaven, en sommige reacties op het hiervoor genoemde consultatiedocument van het Ministerie van Financiën inzake het verplicht openbaar bod wijzen daarop, dan dient dit te geschieden door een verbod op het uitbrengen van een bindend openbaar bod. Een verbod op het bekendmaken van een (voorgenomen) biedprijs is daarvoor niet de aangewezen weg en onthoudt de markt van belangrijke koersgevoelige informatie.

*Mr. M.H. Muller
Mr. K. Schenau
Allen & Overy*