

Vrijstellingen onder het verplicht bod

Inleiding

De nieuwe regelgeving voor openbare biedingen is in werking getreden op 28 oktober 2007. De hoofdregels zijn opgenomen in hoofdstuk 5 van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) en verder uitgewerkt in het Besluit openbare biedingen Wft. De nieuwe openbare biedingsregels hebben een aantal materiële wijzigingen geïntroduceerd ten opzichte van de tot dan geldende biedingsregels uit de Wet toezicht effectenverkeer en het Besluit toezicht effectenverkeer. Een van de belangrijkste wijzigingen betreft de invoering van het verplicht bod in artikel 5:70 Wft:

‘(...) 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 gereguleerde markt, brengt een openbaar bod uit op alle aandelen en op alle met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen en kondigt dit na afloop van de in artikel 5:72, eerste lid, bedoelde periode onverwijld aan.’

Wanneer een grootaandeelhouder niet onderworpen wil worden aan de biedplicht zal die er actief voor moeten zorgen dat (1) er geen overwegende zeggenschap wordt verkregen, met andere woorden, dat zijn eigen belang de 30% niet overstijgt, en (2) er geen afspraken met andere aandeelhouders worden gemaakt die bovenstaande regeling alsnog van toepassing maakt.

Het is niet ondenkbaar dat ongewild overwegende zeggenschap wordt verkregen. Denk bijvoorbeeld aan (1) een verlaging van het aandelenkapitaal waardoor een aandeelhouder zonder het belang direct te verhogen toch 30% van de zeggenschap in de doelvennootschap verkrijgt, of (2) wanneer een aandeelhouder overwegende zeggenschap verkrijgt door middel van automatische aankopen. Dit kan tot onwenselijke omstandigheden leiden indien de verkrijger niet over de financiële middelen beschikt om een bod op alle overige uitstaande aandelen te financieren¹ of niet bereid is om een aandelenbelang te nemen als daaraan de verplichting verbonden is om vervolgens een bod uit te brengen op alle aandelen (denk bijvoorbeeld aan doorstartsituaties in surseance van betaling of faillissement).

De wetgever heeft onderkend dat een verplicht bod in een aantal gevallen niet van toepassing zou moeten zijn.

1. M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten*, Deventer: Kluwer 2004, p. 154-155.

In de eerste plaats is in de Wft een algemene regeling opgenomen waarin de mogelijkheid wordt gegeven om binnen dertig dagen nadat de openbare mededeling is gedaan over de verkrijging van de overwegende zeggenschap, het belang te verlagen tot onder de 30%, mits in de tussentijd geen gebruik van het stemrecht is gemaakt. Deze periode kan eenmalig met zestig dagen worden verlengd door de Ondernemingskamer op grond van artikel 5:72 lid 2 Wft.

Naast deze gratieperiode bevat de Wft een aantal specifieke vrijstellingen. Ik zal die vrijstellingen hierna kort uiteenzetten en daarna iets dieper ingaan op een aantal van die vrijstellingen en de problemen die bij toepassing daarvan kunnen ontstaan.

Vrijstellingen

Artikel 5:71 Wft voorziet in vrijstellingen van de biedplicht voor degene die overwegende zeggenschap verkrijgt of houdt:

- in een open-end beleggingsmaatschappij (sub a);
- door gestanddoening van een vrijwillig openbaar bod op alle uitstaande aandelen of op alle met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten (sub b);
- door middel van het uitgeven van (preferente) aandelen na aankondiging van een openbaar bod aan een van de vennootschap onafhankelijke rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming, en deze voor een maximale periode van twee jaar worden gehouden ter bescherming van de doelvennootschap (sub c);
- door een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon die met medewerking van de doelvennootschap certificaten van aandelen heeft uitgegeven (sub d);
- door middel van overdracht van het belang binnen een groep of tussen een vennootschap en haar dochtermaatschappij (sub e);
- in een doelvennootschap waaraan voorlopige surseance van betaling is verleend of die in staat van faillissement is verklaard (sub f);
- door middel van erfopvolging (sub g);
- samen met één of meer andere natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen, waarbij de biedplicht alleen rust op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen (sub h);
- op het moment van de initiële beursnotering (IPO) (sub i);
- door de bewaarnemer van de aandelen en deze het stemrecht daarover niet met eigen goeddunken kan uitoefenen (sub j); of
- door het aangaan van een huwelijk of geregistreerd partnerschap met een persoon die reeds overwegende zeggenschap had (sub k).

Naast deze vrijstellingen kunnen er op grond van artikel 5:81 Wft bij algemene maatregel van bestuur vrijstellingen

worden verleend op de biedplicht. Dit biedt de wetgever de mogelijkheid om te kunnen inspringen waar de regels in de praktijk tot een onwenselijk geachte uitkomst zouden leiden. Op 25 januari 2008 is er een eerste vrijstellingsbesluit (hierna: het Vrijstellingsbesluit) op basis van artikel 5:81 Wft in werking getreden met twee additionele vrijstellingen (het Vrijstellingsbesluit valt overigens niet te verwarren met de Vrijstellingsregeling Wft²). De eerste vrijstelling ziet op de situatie dat de algemene vergadering van aandeelhouders met ten minste 95% van de stemmen ten hoogste drie maanden voorafgaand aan de verkrijging van de overwegende zeggenschap ermee instemt dat geen verplicht bod hoeft te worden gedaan door de verkrijger. De tweede vrijstelling is een aanvulling op de vrijstelling van artikel 5:71 lid 1 sub h Wft. Degenen die gelijktijdig hetzelfde aantal stemrechten verkrijgen, waardoor overwegende zeggenschap wordt verkregen tezamen met een andere vennootschap binnen de groep of waarvan zij een dochtermaatschappij zijn, of een vennootschap die een dochtermaatschappij is van hen, zijn op basis van deze vrijstelling ook vrijgesteld, indien de andere groepsvennootschap een verplicht bod uitbrengt.

Ik ga hierna specifiek in op de vrijstellingen van artikel 5:71 lid 1 sub b, sub c, sub f, sub j Wft en de 95%-vrijstelling voortvloeiende uit het Vrijstellingsbesluit.

Vrijwillig openbaar bod (art. 5:71 lid 1 sub b)

Indien de verkrijger van overwegende zeggenschap een vrijwillig openbaar bod doet op alle uitstaande aandelen of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten en deze gestand doet, is de verkrijger vrijgesteld van de biedplicht. Het is van belang om in het oog te houden dat het hier moet gaan om een bod op alle uitstaande aandelen, dus als er verschillende klassen uitstaande aandelen zijn, dient het bod betrekking te hebben op alle klassen. Indien het bod niet gestand wordt gedaan, omdat er bijvoorbeeld een groot aantal preferente aandelen uitstaat dat niet wordt aangemeld, valt de verkrijger blijkens de tekst niet onder de vrijstelling en zal de verkrijger dus alsnog onderworpen zijn aan de biedplicht.

Het uitgeven van preferente aandelen (art. 5:71 lid 1 sub c)

De vrijstelling van artikel 5:71 lid 1 sub c Wft is erop gericht om een doelvennootschap in staat te stellen zich te blijven beschermen tegen vijandige overnames. Zonder deze vrijstelling zouden beschermingsconstructies in de praktijk onwerkbaar worden, omdat de verkrijger van de beschermingspreferente aandelen vervolgens zelf een bod zou moeten uitbrengen.

Op basis van deze vrijstelling mogen preferente aandelen worden uitgegeven aan bijvoorbeeld een stichting, die als doelstelling heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en die onafhankelijk is van de doelven-

nootschap. Een specifieke voorwaarde voor deze vrijstelling is dat de preferente aandelen worden uitgegeven nadat een openbaar bod is aangekondigd, en dat de aandelen niet langer worden gehouden dan twee jaar. In het geval van een uitgifte van preferente aandelen zonder dat er sprake is van een aankondiging van een openbaar bod is de biedplicht wel van toepassing indien 30% of meer van de stemrechten wordt verkregen door de desbetreffende stichting. De meeste optieovereenkomsten voorzien in een regeling waarbij ten hoogste 50% van de waarde van het nominaal uitstaande aandelenkapitaal aan preferente aandelen mag worden genomen. De optie kan dus ook voor minder aandelen worden uitgeoefend. Om niet onderhevig te worden aan de biedplicht kan er ook voor worden gekozen om zoveel preferente aandelen te nemen, dat 29,9% van de stemrechten wordt verkregen, waarmee toch nog een 'vuist kan worden gemaakt' op de algemene vergadering van aandeelhouders. Vergelijk bijvoorbeeld de nu lopende perikelen over ASM International N.V. (ASMI), waarbij de twee aandeelhouders Hermes en Fursa (tezamen houden zij ongeveer 21% van de aandelen in ASMI) de huidige raad van commissarissen en de CEO wilden ontslaan om vervolgens hun eigen mensen te benoemen. De Stichting Continuïteit ASMI heeft toen haar optie tot het nemen van preferente aandelen uitgeoefend, waarbij ongeveer 29% van de stemrechten werd verkregen als tegenwicht tegen het gezamenlijk belang van Hermes en Fursa.³

Het doel van het kunnen uitoefenen van een dergelijke optie is over het algemeen het frustreren van een vijandige overname. Of het uitoefenen van de optie ook tot doel kan hebben om besluitvorming over het wijzigen van de samenstelling van bestuursorganen te frustreren, is nog niet geheel duidelijk. In de ASMI-zaak heeft de Ondernemingskamer zich daar nog niet over uitgelaten. Op basis van de Storkuitspraak⁴ kan worden geconcludeerd dat het uitoefenen van een dergelijke optie niet altijd toelaatbaar zal zijn. In dat geval was een optie om preferente aandelen te nemen weliswaar uitgeoefend, maar moesten de preferente aandelen worden ingetrokken op bevel van de Ondernemingskamer, omdat door de uitgifte van de preferente aandelen het wettelijke recht van de algemene vergadering van aandeelhouders om de raad van commissarissen collectief te ontslaan, permanent terzijde werd geschoven. Daarnaast kan worden afgevraagd of het uitgeven van preferente aandelen, nadat een openbaar bod is aangekondigd, in alle gevallen kan worden gezien als bescherming van de doelvennootschap, en dus onder deze vrijstelling valt.

In dit kader is het van belang te wijzen op het nieuwe artikel 2:359b lid 1 sub b BW. Op basis van dit artikel moeten, indien de statuten dat bepalen, besluiten van de algemene

3. Hof Amsterdam (OK) 20 mei 2008, LJN BD2197.

4. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 m.nt. Blanco Fernández.

2. Stcrt. 23 november 2006, nr. 229, p. 20 e.v.

vergadering van aandeelhouders die gericht zijn op het frustreren van een vijandig bod, maar nog niet ten uitvoer zijn gebracht, voorafgaand aan de aankondiging van een openbaar bod, worden goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders voorafgaand aan de uitvoering van dat besluit. Hiervan kan sprake zijn wanneer een doelvennootschap in beginsel heeft gekozen voor een onbeschermd karakter, maar ervoor opteert om zich alsnog te beschermen op basis van artikel 2:359b lid 4 BW. Er bestaat nog onduidelijkheid of het uitoefenen van de optie tot het uitgeven van preferente aandelen aan een beschermingsstichting valt onder de reikwijdte van artikel 2:359b lid 1 sub b BW. Omdat de statuten van de doelvennootschap in een dergelijk geval voorzien in een optie tot het uitgeven van preferente beschermingsaandelen, zou daaruit kunnen worden geconcludeerd dat de doelvennootschap heeft gekozen voor een beschermd karakter, waardoor artikel 2:359b lid 1 sub b BW niet van toepassing is op een dergelijke situatie. Er zou dan dus geen voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig moeten zijn om te kunnen overgaan tot het uitoefenen van de optie.⁵

*Financiële situatie van de doelvennootschap
(art. 5:71 lid 1 sub f)*

Indien er aan de doelvennootschap voorlopige surseance van betaling is verleend of indien de doelvennootschap in staat van faillissement is verklaard, kan er een beroep op de vrijstelling van artikel 5:71 lid 1 sub f Wft worden gedaan door de vennootschap die overwegende zeggenschap verkrijgt.

De reden van deze vrijstelling is dat de verkrijgende vennootschap ofwel vanuit financieel oogpunt geen bod op alle overige uitstaande aandelen zal willen of kunnen doen, of redelijkerwijs niet verplicht dient te worden om in het kader van een (beperkte) reddingsactie alle aandelen in de vennootschap over te nemen. De belangen van de overige aandeelhouders zijn hier volgens de wetgever ook mee gebaat, nu de continuïteit van de doelvennootschap en het behoud van de werkgelegenheid zo gewaarborgd blijven.⁶

De wetgever had er overigens ook voor kunnen kiezen om de vrijstelling te laten gelden wanneer de doelvennootschap in ernstige financiële problemen verkeerde, zodat een faillissement juist kan worden voorkomen. Om dit punt te ondervangen heeft de wetgever in artikel 5:72 lid 3 Wft voorzien in een mogelijkheid tot een specifieke vrijstelling indien de financiële toestand van de doelvennootschap daartoe aanleiding geeft. Deze vrijstelling kan worden verzocht door de doelvennootschap, iedere aandeelhouder en iedere houder van met medewerking van de doelvennootschap uitgegeven certificaten. Dit verzoek wordt gedaan aan de Ondernemingskamer.

Bewaarneming (art. 5:71 lid 1 sub j)

De vrijstelling van artikel 5:71 lid 1 sub j Wft ziet op het geval dat een partij effecten voor een derde in bewaring neemt en daarmee de eigendom en/of het stemrecht op de aandelen verkrijgt. De vrijstelling is van toepassing als de bewaarnemer het stemrecht alleen kan uitoefenen op instructie van de personen die de effecten in bewaring hebben gegeven. Bij bewaarnemers in de zin van deze vrijstelling valt te denken aan pensioenfondsen en verzekeraars. Een bank die als 'underwriter' optreedt bij een IPO of een emissie, valt niet onder deze vrijstelling. *Underwriting* kan met zich meebrengen dat aandelen die niet kunnen worden geplaatst, door de bank worden gekocht. Dit zou ertoe kunnen leiden dat die bank overwegende zeggenschap verkrijgt. Er bestaat geen vrijstelling voor deze situatie. De bank kan in een dergelijk geval gebruikmaken van de gratieperiode, met daarbij het risico de aandelen voor een lagere prijs te zullen moeten verkopen.

95%-vrijstelling (Vrijstellingsbesluit)

De meest in het oogspringende vrijstelling is de vrijstelling waarop een verkrijger zich kan beroepen wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap met ten minste 95% van de stemmen ten hoogste drie maanden voorafgaand aan het verkrijgen van overwegende zeggenschap ermee instemt dat er geen verplicht bod gedaan hoeft te worden. De vrijstelling lijkt heel duidelijk, maar de 95% is niet in alle gevallen eenduidig vast te stellen, aangezien de stemmen van de aandeelhouders waarmee 'in onderling overleg wordt gehandeld', door de verkrijger niet mogen worden meegeteld bij het stemmingsresultaat.⁷ Om te bepalen of er sprake is van handelen in onderling overleg, moet worden gekeken naar het doel van de onderlinge samenwerking. Wanneer de onderlinge samenwerking als doel heeft het verkrijgen van overwegende zeggenschap, is men verplicht om een openbaar bod te doen.⁸ In het geval waar aandeelhouders tezamen standpunten innemen over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap, zal doorgaans het verkrijgen van overwegende zeggenschap of het oogmerk daartoe ontbreken, bijvoorbeeld wanneer de samenwerking ziet op een meer effectieve besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders of het bevorderen van de dialoog met de vennootschap.⁹ Onder het handelen in onderling overleg valt naast het tezamen kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten binnen de algemene vergadering van aandeelhouders ook het aangaan van een overeenkomst tussen een persoon en de doelvennootschap om een vijandig bod te frustreren, en dat door deze samenwerking meer dan 30% van de zeggenschap binnen de doelvennootschap wordt verkregen. De situatie waarin alleen het enkele feit bestaat dat (groot)aandeelhouders zich vooraf verplichten hun stemrecht op een

5. Kamerstukken I 2006/07, 30 419, C, p. 9.

6. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, C, nr. 3 p. 31, Nieuwe Weme 2004, p. 166-168.

7. Stb. 2008, nr. 27, p. 6.

8. Kamerstukken I 2006/07, 30 419, C, p. 2.

9. Kamerstukken I 2006/07, 30 419, C, p. 2.

bepaalde wijze uit te oefenen, zal overigens moeilijk kunnen worden aangemerkt als handelen in onderling overleg.¹⁰ Of er sprake is van handelen in onderling overleg, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Hier valt geen eenduidig voorbeeld van te geven. Bedoelde situaties zullen doorgaans zo specifiek zijn dat een algemeen voorbeeld niet verhelderend zal zijn.

Er is echter wel een recent praktijkvoorbeeld waarbij een beroep werd gedaan op deze vrijstelling.¹¹ Op 23 april 2008 is de mogelijke acquisitie van Schuitema N.V. (hierna: Schuitema) door CVC Capital Partners (hierna: CVC) aangekondigd.¹² Het aandelenkapitaal in Schuitema wordt voor 73,2% gehouden door Koninklijke Ahold N.V. (hierna: Ahold) en voor 25,1% door B.V. Maatschappij tot Ontwikkeling van Middenstandsprojecten (hierna: CKK). De resterende 1,7% wordt gehouden door de markt. CVC is voornemens om de aandelen in Schuitema van Ahold en CKK te kopen, waardoor het meer dan 30% aan zeggenschap in Schuitema zal verkrijgen. Met andere woorden: CVC zal verplicht zijn tot het doen van een openbaar bod op alle aandelen in Schuitema, tenzij CVC zich kan beroepen op de 95%-vrijstelling. De stemmen van Ahold en CKK kunnen niet mee worden geteld, aangezien er hier sprake is van handelen in onderling overleg met CVC. Uit het persbericht van 23 april 2008 blijkt dat Ahold en CKK hun aandelen in onderling overleg hebben verkocht aan CVC en dat zowel Ahold als CKK na de acquisitie door CVC indirect zal participeren in Schuitema. Er kan alleen een beroep op de vrijstelling worden gedaan wanneer de 1,7% van de aandeelhouders die niet in onderling overleg met CVC handelen, met 95% van de op de algemene vergadering van aandeelhouders uitgebrachte stemmen voorstemt voor een vrijstelling van de biedplicht door CVC.

Tot slot dient rekening te worden gehouden met het feit dat de algemene vergadering ook bij iedere volgende verwerving door de vrijgestelde van aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap moet instemmen. Indien de algemene vergadering op enig moment geen vrijstelling verleent, herleeft de biedplicht voor de vrijgestelde. Het lijkt erop dat de wetgever hier iets minder oplettend is geweest, aangezien de logica van het herleven van de biedplicht ontbreekt. De vrijgestelde heeft namelijk al overwegende zeggenschap op het moment van de eerste vrijstelling. Een opvolgende verkrijging verandert daar niets aan. Om vervolgens weer de formaliteiten van de vrijstelling te doorlopen bij een opvolgende verkrijging lijkt derhalve overbodig.

Praktijksituatie

Een voorbeeld waarbij de invoering van het verplicht bod tot een onwenselijke situatie zou kunnen leiden en waarbij

niet is voorzien in een vrijstelling, is het gebruik van pandrechten in het kader van de financieringspraktijk. Het is gebruikelijk dat de banken een pandrecht verkrijgen op de aandelen in de vennootschap waaraan een krediet is verstrekt, met de voorwaarde dat het stemrecht op de aandelen overgaat op de pandhouder wanneer het gevaar bestaat dat de pandgever in gebreke zal raken onder de desbetreffende kredietfaciliteit. Wanneer de aandelen in een beursgenoteerde vennootschap zijn verpand en het stemrecht op de aandelen overgaat op de bank, zal de bank onderworpen zijn aan de biedplicht van artikel 5:70 Wft wanneer deze 30% of meer van de stemrechten verkrijgt. Aangezien de banken over het algemeen zelf controle hebben over het moment van verkrijgen, doordat de meeste pandaktes erin voorzien dat de stemrechten pas zullen overgaan nadat de bank daarvan mededeling heeft gedaan aan de pandgever en de vennootschap, zal dit in de praktijk niet snel tot problemen leiden. Het is echter wel van belang om hier alert op te zijn, aangezien er momenteel nog niet wordt voorzien in een vrijstelling voor een dergelijke situatie en de bank niet gebonden zal willen zijn aan het kopen van de aandelen in de desbetreffende vennootschap.

Slot

In andere Europese landen, zoals Frankrijk, Spanje, Verenigd Koninkrijk, Duitsland, België en Italië, kent men het concept van het verplicht bod al langer, en de praktijk leert dat het uitbrengen van een verplicht bod maar zelden voorkomt.¹³ Een verkrijger probeert onder de drempel van de 30% te blijven of doet een vrijwillig openbaar bod. Een vrijwillig openbaar bod heeft onder meer als voordeel dat er wel voorwaarden mogen worden gesteld, in tegenstelling tot een verplicht bod, dat geheel onvoorwaardelijk dient te zijn.

Het verkrijgen van 30% van de zeggenschap in een beursgenoteerde vennootschap hoeft niet in alle gevallen te leiden tot het uitbrengen van een verplicht bod. Zoals beschreven, is er een reeks van uitzonderingen en is de mogelijkheid gegeven tot het creëren van additionele vrijstellingen, mocht dat wenselijk zijn voor de praktijk op basis van artikel 5:80 Wft. Het aangehaalde voorbeeld van de 'underwriting' en de pandrechten gehouden door de banken zouden daar een voorbeeld van kunnen zijn.

Er zal zorgvuldig moeten worden gekeken wanneer een verkrijger zich beroept op een van de vrijstellingen, aangezien dit tot onvoorziene problemen kan leiden. Ook hier zal uit de praktijk moeten blijken wat het effect en de uitwerking van de verschillende vrijstellingen zullen zijn op de verplicht bod-regeling, al zal de ervaring in andere Europese landen waar een vergelijkbare regeling geldt, soms een goed aanknopingspunt kunnen bieden.

*Mr. M. van der Kaay
Clifford Chance*

10. Stb. 2008, nr. 27, p. 5.

11. Persbericht van Schuitema van 26 mei 2008, www.schuitema.nl.

12. Persbericht van Schuitema van 23 april 2008, www.schuitema.nl.

13. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, C, nr. 3 p. 5.