

Uitzondering op de prospectusplicht bij een ruilbod: een uitkomst of een onding voor de praktijk?

*Mr. D. M. Buné**

Inleiding

Een van de belangrijkste spelregels voor ondernemingen die zich op de effectenmarkt begeven, is de prospectusplicht. Op grond van Richtlijn 2003/71/EG¹ (hierna: de Prospectusrichtlijn) houdt deze prospectusplicht in dat in het geval van het aanbieden van effecten aan het publiek en het toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt in beginsel een prospectus gepubliceerd dient te worden (art. 3 lid 1 en 3 Prospectusrichtlijn). Het doel van de prospectusplicht is beleggers te beschermen door de verstrekking van specifieke en passende informatie over de effecten en de uitgevende onderneming in de vorm van een prospectus.²

Op de prospectusplicht bestaat een aantal uitzonderingen en vrijstellingen. Deze zijn eveneens geharmoniseerd door de Prospectusrichtlijn. Een van deze uitzonderingen ziet op effecten die worden aangeboden bij een overname door middel van een openbaar bod tot ruil (hierna: de Ruilbod Uitzondering) ex artikel 4 lid 1 sub b en lid 2 sub c Prospectusrichtlijn. Een openbaar bod tot ruil is een openbaar bod (in de zin van art. 1:1 Wft) waarbij de door de bieder aangeboden tegenprestatie voor het verwerven van de effecten in de doelvennootschap geheel of gedeeltelijk bestaat uit effecten. In het algemeen zullen dit effecten in het kapitaal van de bieder betreffen. Voor het aanbieden van deze effecten door de bieder in haar kapitaal en het toelaten van deze effecten tot de handel op een gereglementeerde markt dient de bieder in beginsel een prospectus te publiceren, tenzij de bieder gebruikmaakt van een uitzondering of vrijstelling. Van de Ruilbod Uitzondering kan uitsluitend gebruik worden gemaakt, indien een document beschikbaar wordt gesteld dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die een prospectus dient te bevatten (art. 4 lid 1 sub b en lid 2 sub c Prospectusrichtlijn). Een vergelijkbare uitzondering op de prospectusplicht geldt voor effecten die worden aanbe-

den of toegewezen bij een juridische fusie of splitsing. Deze bijdrage beperkt zich tot de Ruilbod Uitzondering.

In deze bijdrage worden de praktische implicaties besproken van de Ruilbod Uitzondering. Allereerst zal het Nederlandse wettelijke kader van de Ruilbod Uitzondering uiteen worden gezet. Vervolgens zal de implementatie van de Ruilbod Uitzondering in een viertal Europese jurisdicties worden geanalyseerd. Daarna zal een aantal voorbeelden uit de praktijk worden besproken. Tot slot zal afgesloten worden met een conclusie.

Het Nederlandse wettelijke kader

De Prospectusrichtlijn is in Nederland geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft). De Ruilbod Uitzondering ziet op grond van artikel 5:3 lid 2 sub b en 5:4 sub c Wft op: 'effecten die worden aangeboden bij een overname door middel van een openbaar bod tot ruil, indien een document algemeen verkrijgbaar is dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die het prospectus bevat'. De Nederlandse wetgever heeft bewust geen uitdrukkelijke bevoegdheid opgenomen voor de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) om te beslissen of de informatie al dan niet gelijkwaardig is. Het is namelijk niet zijn bedoeling dat het gelijkwaardige document op dezelfde wijze als een prospectus onderworpen wordt aan een *ex ante*-goedkeuring door de AFM. In een dergelijk geval zou de Ruilbod Uitzondering volgens de wetgever te weinig voordeel opleveren.³

Het begrip 'gelijkwaardige informatie' is noch door de Nederlandse wetgever noch door de AFM gedefinieerd. De wetgever heeft wel aangegeven dat het gelijkwaardige document in elk geval niet aan alle eisen dient te voldoen die de Prospectusrichtlijn stelt, aangezien een gelijkwaardig document geen prospectus is. Verder is in de toelichting aangegeven dat bij gelijkwaardige informatie gedacht kan worden aan de informatie die verstrekt dient te worden in het kader van een ruilbod als bedoeld in (het inmiddels vervallen) artikel 9n van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Bte 1995).⁴

* Mr. D.M. Buné is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy.

1. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEG 2003, L 345/64).

2. Considerans nr. 10, 12, 16, 18, 19, 20, 21 en 29 van de Prospectusrichtlijn.

3. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 564.

4. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 564.

Grundmann-van de Krol is van mening dat in het licht van de uitgebreidere inhoudseisen die op grond van het Besluit openbare biedingen Wft in de plaats zijn gekomen van artikel 9n Bte 1995 en het feit dat een biedingsbericht dient te worden goedgekeurd door de AFM, nu meer aanleiding is om aan te nemen dat een door de AFM goedgekeurd biedingsbericht voldoet aan de eis van gelijkwaardigheid.⁵

De Nederlandse wetgever had waarschijnlijk gehoopt dat vanuit Europa handvatten zouden worden aangereikt ten aanzien van het begrip 'gelijkwaardigheid'. De Prospectusrichtlijn had de Europese Commissie namelijk de mogelijkheid geboden om uitvoeringsmaatregelen vast te stellen met betrekking tot de betekenis van het begrip 'gelijkwaardigheid' (art. 4 lid 3 Prospectusrichtlijn). De Europese Commissie heeft dit echter nooit gedaan.

Een uitgevende instelling (in de zin van art. 1:1 Wft) dient in Nederland derhalve zelf de afweging te maken of zij over een gelijkwaardig document beschikt. Indien de uitgevende instelling meent dat dat het geval is en zij het gelijkwaardige document beschikbaar stelt aan het publiek, dan staat het de uitgevende instelling vrij om effecten aan te bieden. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat de AFM de bevoegdheid heeft om handhavend op te treden, indien achteraf blijkt dat de Ruilbod Uitzondering niet van toepassing was.⁶

Analyse implementatie Ruilbod Uitzondering in omringende jurisdicties

De Prospectusrichtlijn is een totale harmonisatierichtlijn. Dit betekent dat de lidstaten slechts een beperkte omzettingruimte hadden om de Prospectusrichtlijn in hun nationale wetgeving te implementeren. Ondanks deze maximale harmonisatiemethode zijn er duidelijke verschillen te ontdekken in de wijze waarop de Ruilbod Uitzondering in de nationale wetgeving van de diverse lidstaten is geïmplementeerd. In de volgende paragrafen zullen achtereenvolgens de implementatie van de Ruilbod Uitzondering in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en Italië worden besproken.

Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk is de tekst van de Prospectusrichtlijn voor de Ruilbod Uitzondering bijna letterlijk opgenomen in de Prospectus Rules.⁷ De Prospectus Rules bevatten een specifieke goedkeuringsprocedure voor gelijkwaardige documenten.⁸ In deze procedure dient de uitgevende instelling het gelijkwaardige document ter goedkeuring aan de Financial Services Authority (FSA) aan te bieden tezamen met onder meer een verwijzingsstabel waarin is aangegeven waar de informatie die vereist is voor een prospectus in het gelijkwaardige document is terug te vinden. In het Verenigd Koninkrijk

gelden derhalve dezelfde inhoudelijke vereisten voor prospectussen en gelijkwaardige documenten.

Frankrijk

De Franse wetgever heeft, evenals de Engelse wetgever, voorzien in een speciale goedkeuringsprocedure voor gelijkwaardige documenten.⁹ Het gelijkwaardige document dient te voldoen aan een lange lijst van informatie-eisen voordat de Autorité des marchés financiers (AMF) het gelijkwaardige document fiatteert.¹⁰ Een gelijkwaardig document is in Frankrijk dan ook slechts in zeer beperkte mate een lichtere versie van een prospectus.

Duitsland

De Duitse wetgeving vereist, net zoals de Wft, voor gelijkwaardige documenten niet de voorafgaande goedkeuring van de bevoegde autoriteit, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (hierna: BaFin). Daarnaast heeft noch de Duitse wetgever noch BaFin enige leidraad gegeven ten aanzien van de definitie van 'gelijkwaardige informatie'. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat indien het ruilbod een openbaar bod op een Duitse doelvennootschap betreft, de Duitse biedingsregels¹¹ vereisen dat het biedingsbericht eveneens de informatie bevat die moet worden opgenomen in een prospectus op grond van de Prospectusrichtlijn en Verordening (EG) nr. 809/2004¹² (hierna: de Prospectusverordening).

Italië

In Italië heeft de wetgever de Prospectusrichtlijn op het punt van de Ruilbod Uitzondering bijna letterlijk geïmplementeerd. Het gelijkwaardige document dient ter goedkeuring te worden voorgelegd aan de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (hierna: Consob).¹³ De Italiaanse wetgeving specificereert echter niet hoe deze goedkeuringsprocedure verloopt. Daarnaast is ook niet duidelijk aan welke inhoudelijke eisen een gelijkwaardig document dient te voldoen om de goedkeuring van Consob te verkrijgen.

Prospectus versus gelijkwaardig document

Uitgevende instellingen hebben in het geval van een ruilbod in de praktijk de keuze tussen een prospectus en een gelijkwaardig document. Bij het maken van deze keuze dient te worden gekeken naar de verschillen en gelijkenissen tussen beide

5. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 135.

6. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 564.

7. Prospectus Rule 1.2.2 lid 2 R.

8. Prospectus Rule 3.1.14 R.

9. Art. 11 Instruction n. 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé.

10. Annex I Instruction n. 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé.

11. Art. 2 lid 2 WpÜG-Angebotsverordnung.

12. Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft.

13. Art. 34-ter lid 1 sub j en 57 lid 1 sub j Regolamento di attuazione del decreto legislativo, 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti.

routes. In de vorige paragraaf is reeds ingegaan op de afwijkende procedures die gelden voor gelijkwaardige documenten in diverse lidstaten. In deze paragraaf zal worden ingegaan op een aantal andere aspecten die van belang zijn bij het kiezen voor een volwaardig prospectus of een gelijkwaardig document.

Europees paspoort

Het grootste voordeel van een prospectus ten opzichte van een gelijkwaardig document is dat bij een prospectus gebruik kan worden gemaakt van het 'paspoort'-regime. Na het doorlopen van een korte notificatieprocedure kan het prospectus namelijk ook worden gebruikt voor de aanbidding van effecten en de toelating tot de handel op een gereguleerde markt in andere lidstaten. Bij de notificatieprocedure voor het verkrijgen van het paspoort verstrekt de toezichthouder die het prospectus heeft goedgekeurd aan zijn collega-toezichthouders in de lidstaten waar de betreffende effecten worden aangeboden c.q. toegelaten tot de handel een verklaring dat het prospectus in overeenstemming met de Prospectusrichtlijn is opgesteld tezamen met een kopie van het prospectus. In aanvulling hierop kunnen de collega-toezichthouders nog beperkte aanvullende eisen stellen, zoals het verstrekken van een vertaling van de samenvatting in de lokale taal (art. 18 Prospectusrichtlijn).

Een gelijkwaardig document komt daarentegen niet in aanmerking voor een Europees paspoort. De beoordeling of sprake is van een gelijkwaardig document, dient in elke lidstaat waar de uitgevende instelling gebruik wenst te maken van de Ruilbod Uitzondering afzonderlijk te worden gemaakt.¹⁴ Dit verschil is voornamelijk van belang voor grensoverschrijdende ruilbiedingen waarbij de bieder en de doelvennootschap uit verschillende lidstaten afkomstig zijn en in het geval dat een (belangrijk) deel van de aandeelhouders van de doelvennootschap zich in verschillende lidstaten bevindt. In dergelijke gevallen dienen zodoende twee of zelfs meerdere toezichthouders een oordeel te vellen over de inhoud van het betreffende document; één toezichthouder om het document als biedingsbericht goed te keuren en één of meer toezichthouders om het document als gelijkwaardig document goed te keuren.

Indien in meerdere lidstaten een goedkeuringsprocedure dient te worden gevolgd voor het gelijkwaardige document, dan zal dit een negatieve impact hebben op het tijdschema voor een ruilbod. Zo neemt de procedure in het Verenigd Koninkrijk wel tien of twintig werkdagen (afhankelijk van de omstandigheden van het ruilbod) in beslag. Dit staat in schril contrast met de tijd die benodigd is voor het paspoorten van een pros-

pectus naar een andere lidstaat; dat duurt slechts maximaal drie werkdagen (art. 18 Prospectusrichtlijn).

Autoriteiten worden wel aangespoord om samen te werken ten aanzien van de gelijkwaardigheid van een document in het geval meerdere autoriteiten hierover een oordeel moeten vellen. Daarnaast staat het autoriteiten ook vrij om op het eerdere oordeel van een andere autoriteit af te gaan bij het beoordelen van het gelijkwaardige document.¹⁵ Dit levert bidders natuurlijk geen enkele garantie.

Bidders bij ruilbiedingen met een internationale dimensie kunnen mijns inziens dan ook beter de Ruilbod Uitzondering negeren en in plaats hiervan een volledig prospectus opstellen, zodat zij gebruik kunnen maken van het paspoortregime.

Aansprakelijkheid

Zoals in de inleiding reeds aangegeven, is het basisprincipe van de Prospectusrichtlijn de bescherming van beleggers door het verstrekken van informatie over de effecten en de uitgevende instelling om beleggers in staat te stellen de risico's van de belegging te kunnen beoordelen. Beleggers dienen zodoende te worden geïnformeerd over alle gegevens die zij nodig hebben om een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en de rechten die aan de effecten verbonden zijn (art. 5 Prospectusrichtlijn). Of het document waarin dergelijke informatie is opgenomen een prospectus dan wel een gelijkwaardig document wordt genoemd, maakt in dit kader niet uit. Het zijn immers beide documenten die vereist zijn op grond van de Prospectusrichtlijn en dienen zodoende beide de benodigde informatie voor beleggers te bevatten. De Prospectusverordening geeft slechts een overzicht van de minimale informatie die dient te worden opgenomen in een prospectus. Om die reden verschaft de goedkeuring van een autoriteit dan ook geen immuniteit voor aansprakelijkheid. Het aansprakelijkheidsregime is voor beide documenten dan ook één en hetzelfde.

Supplement en ontbindings- of herroepingsrecht

Eén van de voordelen van een gelijkwaardig document zou kunnen zijn dat de verplichting tot het uitbrengen van een supplement strikt genomen uitsluitend geldt voor prospectussen en niet voor gelijkwaardige documenten. Een supplement dient te worden gepubliceerd indien tussen het tijdstip van de goedkeuring van een prospectus en het tijdstip waarop de handel op een gereguleerde markt aanvangt of de aanbidding wordt afgesloten, zich een belangrijke ontwikkeling voordoet die verband houdt met de informatie in het goedgekeurde prospectus, of indien in het prospectus een materiële vergissing of onjuistheid wordt geconstateerd die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten. Indien een supplement wordt gepubliceerd, hebben degenen die reeds waren overeengekomen effecten te kopen of te verkrijgen of daartoe een aanbod hadden gedaan, het recht om binnen twee werkdagen na

14. Committee of European Securities Regulators (CESR) (sinds 1 januari 2011 opgegaan in European Securities and Markets Authority (ESMA)), Frequently asked questions regarding prospectuses: Common positions agreed by CESR members, November 2010, FAQ 30. Notulen derde informele bijeenkomst over de implementatie van de Prospectusrichtlijn, 26 januari 2005, p. 6.

15. CESR, Frequently asked questions regarding prospectuses: Common positions agreed by CESR members, November 2010, FAQ 30.

de publicatie van het supplement de overeenkomst te ontbinden of het aanbod te herroepen (art. 16 Prospectusrichtlijn).

Alhoewel de verplichting tot het publiceren van een aanvullend document in de regel niet van toepassing is op gelijkwaardige documenten, lijkt het mij vanuit aansprakelijkheidsopzicht wel raadzaam voor uitgevende instellingen om ook in het geval van een gelijkwaardig document te voldoen aan deze verplichting en beleggers een herroepingsrecht te geven.

Voorbeelden uit de praktijk

Welke keuze hebben uitgevende instellingen tot nu toe in de Nederlandse praktijk gemaakt? Hebben bieders ervoor gekozen om hun biedingsbericht tevens te laten kwalificeren als prospectus? Of zijn bieders de weg van het gelijkwaardige document ingeslagen? In deze paragraaf zal van beide mogelijkheden een voorbeeld worden gegeven.

Het eerste precedent betreft het openbaar bod tot ruil door Randstad op alle uitstaande aandelen in Vedior (beide genoteerd op Euronext Amsterdam) in 2008. Randstad heeft destijds één document gepubliceerd.¹⁶ Dit document bevatte niet alleen de informatie die benodigd is op grond van de biedingsregels, maar ook de informatie die vereist is op grond van de Prospectusverordening. De AFM heeft het document als biedingsbericht en als prospectus goedgekeurd. Randstad heeft destijds geen gebruik gemaakt van het paspoortregime.

Het tweede voorbeeld betreft het openbaar bod tot ruil door Prysmian (genoteerd op Borsa Italiana) op alle uitstaande aandelen in Draka (genoteerd op Euronext Amsterdam) begin 2011. In dit voorbeeld is door de bieder eveneens één document gepubliceerd.¹⁷ Het verschil met het vorige voorbeeld is dat in deze situatie de doelvennootschap en de bieder zich in verschillende lidstaten bevinden. De doelvennootschap bevindt zich in Nederland, waardoor de AFM de bevoegde autoriteit was ten aanzien van het biedingsbericht. De effecten die door Prysmian werden aangeboden, betroffen nieuwe gewone aandelen Prysmian die genoteerd zouden worden aan de Italiaanse beurs. Het document is door de AFM goedgekeurd als biedingsbericht en door Consob goedgekeurd als gelijkwaardig document.

Ten aanzien van de inhoud geeft zowel het prospectus van Randstad/Vedior als het gelijkwaardige document van Prysmian aan dat het alle informatie bevat die vereist is op grond van de Prospectusverordening.¹⁸

Conclusie

Het doel van de Prospectusrichtlijn was om één Europese kapitaalmarkt te creëren waarbij het mogelijk zou zijn om met één document effecten binnen de gehele EER aan te bieden. Als gevolg van de Prospectusrichtlijn zouden de verschillen tussen de diverse nationale voorschriften worden opgeheven. Met betrekking tot de Ruilbod Uitzondering heeft juist het tegenovergestelde plaatsgevonden; er zijn verschillen ontstaan tussen nationale regelgeving. In de ene lidstaat bestaat een uitgebreide goedkeuringsprocedure voor gelijkwaardige documenten en in de andere lidstaat, waaronder Nederland, is de *ex ante*-goedkeuring van een autoriteit überhaupt niet vereist. Dit laatste zou voor de praktijk werkbaar zijn, indien vaststaat welke eisen door de autoriteiten worden gesteld aan een gelijkwaardig document en dit eisenpakket in alle lidstaten hetzelfde is. Dit is helaas niet het geval. In de lidstaten waar specifieke inhoudelijke criteria gelden, komt dit neer op de inhoudelijke criteria die gelden voor prospectussen. In de lidstaten waar geen specifieke inhoudelijke normen voor gelijkwaardige documenten zijn vastgelegd, kiezen uitgevende instellingen er veelal voor een document te publiceren met dezelfde informatie die wordt opgenomen in een prospectus en dat terwijl in Nederland de informatie die dient te worden opgenomen in een biedingsbericht volgens de toelichting bij het wetsartikel voldoende lijkt te zijn. Het praktische nut van de Ruilbod Uitzondering wordt daarbij nog verder ingeperkt door het feit dat gelijkwaardige documenten geen gebruik kunnen maken van het paspoortregime. Hetgeen vooral een groot bezwaar is bij ruilbiedingen met een internationale dimensie.

Mijns inziens dienen de eisen die aan de inhoud van een gelijkwaardig document worden gesteld, te worden geharmoniseerd. Er zou één uniforme definitie moeten worden vastgesteld die in alle lidstaten geldt. Een andere belangrijke hierop volgende stap die naar mijn mening zou moeten worden genomen, is de analoge toepassing van het paspoortregime op gelijkwaardige documenten. Indien aan een gelijkwaardig document in alle lidstaten dezelfde eisen worden gesteld, maakt dit de weg vrij voor een Europees paspoort voor gelijkwaardige documenten. Pas als deze maatregelen zijn genomen, zal de Ruilbod Uitzondering haar volledige potentieel bereiken. Tot die tijd biedt de uitzondering slechts in nationale situaties soelaas.

16. Biedingsbericht en prospectus d.d. 1 april 2008 betreffende het openbaar bod van Randstad Holding N.V. op alle geplaatste en uitstaande gewone aandelen in het aandelenkapitaal van Vedior N.V. (beschikbaar via <www.afm.nl>).

17. Biedingsbericht d.d. 5 januari 2011 betreffende het openbaar bod van Prysmian S.p.A. op alle geplaatste en uitstaande gewone aandelen in het aandelenkapitaal van Draka Holding N.V. (beschikbaar via <www.afm.nl>).

18. Biedingsbericht en prospectus Randstad/Vedior, voorpagina. Biedingsbericht Prysmian/Draka, voorpagina (beschikbaar via <www.afm.nl>).