

De *best price rule*

Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel

G.R.G. Driessen & J.W. de Jong

1 Inleiding

Op 17 oktober 2008 heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) haar interpretatie van de *best price rule* in de zin van artikel 19 Besluit openbare biedingen Wft (Bob)¹ en artikel 5:79 Wet op het financieel toezicht (Wft)² (verder: de interpretatie) gepubliceerd.³ Wij zullen hierna die interpretatie bespreken, waarbij de nadruk zal liggen op de toepassing van de *best price rule* in de praktijk. Daarnaast zullen wij de juridische status van ‘interpretaties’ – zoals deze dikwijls door de AFM worden gepubliceerd – kort bespreken, alsmede de wenselijkheid van het gebruik daarvan voor onderwerpen als de onderhavige. Het daarop volgende gedeelte van dit artikel behelst een beknopte rechtsvergelijkende analyse van de toepassing van de *best price rule*, alsmede de formele status en het gebruik van ‘interpretaties’ door de toezichthouders op de financiële markten in respectievelijk het Verenigd Koninkrijk (VK) en de Verenigde Staten (VS).

2 Nederland

2.1 De *best price rule*

Met de zogeheten *best price rule* wordt beoogd aandeelhouders gelijk te behandelen. De bieder die na aankondiging van zijn (volledig) bod effecten verwerft tegen een hogere vergoeding dan die hij in het biedingsbericht vermeldt, is verplicht alle houders van de effecten waarop dat bod ziet die hogere prijs te betalen (art. 19 Bob). Hogere prijzen die door de bieder zijn betaald in het kader van reguliere beurs-transacties worden daarbij buiten beschouwing gelaten. Tevens is het een bieder ingevolge artikel 5:79 Wft niet toegestaan om gedurende een jaar na publicatie van

- 1 Art. 19 Bob geeft uitvoering aan art. 5:76 lid 2 Wft en bepaalt: ‘De bieder betaalt, indien hij het volledig bod gestand doet, steeds voor alle ingevolge dat volledig bod aangemelde effecten de hoogste prijs die op grond van het biedingsbericht, al dan niet verhoogd op grond van artikel 15, vierde lid, is geboden of op grond van een transactie als bedoeld in artikel 5, vierde lid, of 13, eerste lid, met uitzondering van in regelmatig verkeer op markten in financiële instrumenten tot stand gekomen transacties, is betaald.’
- 2 Art. 5:79 Wft bepaalt: ‘Indien de bieder zijn openbaar bod gestand heeft gedaan, is het hem gedurende een periode van een jaar nadat het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld niet toegestaan effecten van de soort waarop het openbaar bod betrekking had, direct of indirect, te verwerven tegen voor de rechthebbende van die effecten gunstiger voorwaarden dan volgens het openbaar bod.’
- 3 Zie de interpretaties van de AFM: ‘Best price rule’ ex artikel 19 Bob, en: ‘Gelijk bod-vereiste’ ex artikel 3 Bob bij transacties buiten het bod om, gepubliceerd op de AFM-website <www.afm.nl> op 17 oktober 2008. Laatst gecontroleerd op 26 januari 2009.

een gestand gedaan bod, direct of indirect, effecten waar dat bod betrekking op had te verwerven tegen gunstiger voorwaarden dan in dat bod waren gesteld.⁴ Hogere prijzen die betaald zijn in het kader van 1) reguliere beurstransacties, 2) de uitkoopregeling (art. 2:92a BW), 3) de geschillenregeling (art. 2:336 BW) of 4) een openbaar bod van een derde, worden voor de toepassing van deze regel buiten beschouwing gelaten.⁵

Artikel 5:79 Wft vormt daarmee het sluitstuk in de Wft van de verplichting tot het betalen van de *best price* aan alle houders van effecten⁶ waarop een openbaar bod betrekking heeft.⁷ Anders dan artikel 19 Bob – dat als rechtsgevolg heeft dat de bieder aan alle aandeelhouders de hoogste prijs betaalt – behelst artikel 5:79 Wft een concreet verbod.⁸

2.2 Interpretatie *best price rule* in geval van een *cash offer* en *stock offer*

De recentelijk door de AFM gepubliceerde interpretatie behandelt de toepassing van de *best price rule* in geval van een *cash offer* (een bod in contanten) en een *stock offer* (een ruilbod). Zij laat daarmee het *cash & stock offer* (een bod dat bestaat uit zowel contanten als aandelen in de bieder) buiten beschouwing. Hoewel ook andere opvattingen verdedigbaar zijn, menen wij dat de AFM in geval van een *cash & stock offer* haar zienswijze ten aanzien van een *cash offer* en *stock offer* gecombineerd zal toepassen.

In haar interpretatie geeft de AFM aan dat voor de bepaling van de *best price* in de zin van artikel 19 Bob het moment van gestanddoening van het bod als ijkpunt geldt. Op dat moment wordt de – al dan niet verhoogde⁹ – biedprijs vergeleken met de prijs betaald door een bieder in een onderhandse transactie in de periode tussen aankondiging en gestanddoening van het bod. In dit kader maakt de AFM een onderscheid tussen een *cash offer* en een *stock offer*.

De AFM bepaalt verder dat zij haar interpretatie van de *best price rule* in de zin van artikel 19 Bob overeenkomstig toepast op artikel 5:79 Wft.

4 De voorganger van deze regel was neergelegd in art. 12 SER Fusiegedragsregels 1975 en art. 6b Wet toezicht effectenverkeer 1995.

5 Art. 56b Vrijstellingsregeling Wft.

6 Waar in dit stuk wordt gesproken over aandelen, wordt mede bedoeld op certificaten van aandelen.

7 Wij merken op dat, hoewel art. 5:79 Wft ziet op zowel het vrijwillig als het verplichte bod, wij ons in deze bijdrage zullen beperken tot het vrijwillig bod. Art. 25 Bob, dat de *best price rule* bevat ter zake van een verplicht bod, zullen wij in deze bijdrage dan ook verder buiten beschouwing laten.

8 Schending van het verbod van art. 5:79 Wft kan 'enkel' leiden tot 1) de oplegging van een last onder dwangsom (art. 1:79 en bijlage Wft), 2) een bestuurlijke boete (art. 1:80 en bijlage Wft) en 3) privaatrechtelijke aansprakelijkstelling door individuele (voormalige) aandeelhouders.

9 Hoewel de AFM spreekt over de 'eenmalig verhoogde biedprijs', zijn wij in navolging van Van der Klip van mening dat, gekeken naar de Corporate Express-overname door Staples, de AFM onder omstandigheden ruimte laat om meer dan eens het bod te verhogen. Vgl. B.R. van der Klip, De verhoging(en) van een openbaar bod – De overname van Corporate Express door Staples, Ondernemingsrecht 2008/127, p. 434-436.

2.2.1 Cash offer

Voor de bepaling van de ‘hoogste prijs’ in de zin van artikel 19 Bob in geval van een – al dan niet verhoogd – *cash offer* dient de prijs vermeld in het bod te worden vergeleken met de prijs die is betaald door de bieder in één of meer onderhandse transacties sinds de aankondiging van dat bod. Daarbij gaat het om absolute bedragen. Indien de bieder bij gestanddoening van zijn bod € 20 per aandeel betaalt en in onderhandse transacties eveneens exact aan die € 20 vasthoudt, is er geen sprake van een ‘hogere prijs’ en dus ook niet van een schending van de *best price rule*.

In het verleden heeft de AFM in een aantal gevallen aangegeven ook de *time value of money* (inflatie, mogelijke renteopbrengsten of het koersverloop) mee te wegen in de bepaling van de *best price*. In de thans gepubliceerde interpretatie houdt zij hier niet langer aan vast.

De overeenkomstige toepassing van deze interpretatie voor de *best price rule* in de zin van artikel 5:79 Wft betekent dat bijvoorbeeld de € 20 die in een biedingsbericht in een *cash offer* per aandeel wordt geboden, tot een jaar na het verkrijgbaar stellen van het biedingsbericht die € 20 uit het biedingsbericht niet te boven mag gaan. Alleen al kijkend naar (in beginsel) risicovrije rentevoeten, zoals depositorente,¹⁰ de rente over tienjaars Nederlandse staatsobligaties¹¹ en de inflatieontwikkeling over 2007,¹² vragen wij ons af of deze interpretatie recht doet aan de strekking van deze wetsbepaling. Immers, het doel ervan is om alle aandeelhouders de ‘hoogste prijs’ te bieden, hetgeen door middel van deze interpretatie niet wordt bewerkstelligd, nu er geen rekening wordt gehouden met de economische realiteit.

2.2.2 Stock offer

Het ijkpunt voor de vaststelling van de ‘hoogste prijs’ in de zin van artikel 19 Bob in geval van een – al dan niet verhoogd – ruilbod ligt eveneens op het moment van gestanddoening van dat bod. De AFM geeft aan dat indien de bieder in een onderhandse transactie dezelfde ruilverhouding toepast als de ruilverhouding die in het biedingsbericht staat vermeld, er geen sprake zal zijn van een hogere prijs.

In geval van een onderhandse transactie in contanten, na aankondiging maar vóór het uitbrengen van een ruilbod op de aandelen waarop die onderhandse transactie ziet, is voor de toepassing van de *best price rule* – in de woorden van de AFM – de ‘impliciete waarde van het aandeel van de doelvennootschap’ van belang. Deze wordt berekend door de koers van het aandeel van de bieder te vermenigvuldigen met de door de bieder geboden ruilverhouding. De impliciete waarde wordt vervolgens vergeleken met de contante prijs die in de onderhandse transactie voor de aandelen in de doelvennootschap is betaald. Zodoende spelen in een dergelijk geval koersfluctuaties in de bij het bod betrokken aandelen – anders dan bij een *cash offer* – wel een belangrijke rol. Heeft de bieder onder het bod bijvoorbeeld een ruilverhouding van 2:1 voor de aandelen in de doelvennootschap toegepast, dan is het de bieder in een

10 Depositorente per 21 januari 2009: 1,00%, <www.dnb.nl>. Laatst gecontroleerd op 26 januari 2009.

11 Rentekoers tienjaars Nederlandse staatsobligaties: 3,95% op 26 januari 2009, <www.fd.nl>.

12 Inflatie over 2008: 2,5%, <www.cbs.nl>. Laatst gecontroleerd op 26 januari 2009.

onderhandse transactie niet toegestaan meer dan € 20 te betalen indien de koers van het aandeel van de bieder € 10 is, tenzij hij de andere aandeelhouders diezelfde hogere prijs biedt.

2.3 *Knelpunten*

Hoewel de AFM expliciet te kennen geeft haar thans gepubliceerde interpretatie overeenkomstig toe te passen ten aanzien van artikel 5:79 Wft, is het niet duidelijk hoe die toepassing er dan uit zou moeten zien. Dit in de eerste plaats, omdat het rechtsgevolg van artikel 19 Bob een gebod inhoudt, terwijl het rechtsgevolg van artikel 5:79 Wft juist een *verbod* behelst.

Ten tweede is blijkens de interpretatie van de AFM, voor de fixatie van de waarde van de aandelen (component) in een (*cash &*) *stock offer*, het moment van gestanddoening van het bod relevant. Het is denkbaar dat er in het jaar na publicatie van het bod significante koersfluctuaties optreden in de bij het bod betrokken aandelen.¹³ In haar interpretatie stelt de AFM:

‘Indien de bieder in een onderhandse transactie dezelfde ruilverhouding toepast als de ruilverhouding die in het biedingsbericht als biedprijs is genoemd (...) geen sprake (zal) zijn van een hogere prijs (...).’

De bieder kan zich dus eigenlijk nooit een buil vallen zolang hij tot een jaar na publicatie van het biedingsbericht vasthoudt aan de in het bod genoemde ruilverhouding, ongeacht de vraag of dit wel strookt met de koers op enig moment. Zo kan de koers van de bieder in de periode van een jaar na publicatie van het bod (uitgaande van gestanddoening van dat bod) aanzienlijk zijn gestegen.¹⁴ Daarmee kan een situatie ontstaan waarin een geduldige minderheidsaandeelhouder objectief gezien een veel hogere prijs ontvangt voor zijn belang dan de aandeelhouders die hun pakket onder het bod hebben aangemeld, zonder dat er sprake zou zijn van een schending van de *best price rule*.¹⁵ Wij plaatsen onze vraagtekens bij de wenselijkheid van een dergelijke situatie en menen tevens dat dit strijdig is met de strekking van het Bob.

13 Zie hierover in het kader van art. 19 Bob P.M. Alexander, *Gelijke behandeling van aandeelhouders in financiële zin*, in: M.P. Nieuwe Weme c.s., *Handboek Openbaar Bod*, Serie O&R deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 736-739. Zie ook M. van Olffen, ‘Implementatie 13e Richtlijn’, WPNR 23 februari 2008/6743, p. 155-156.

14 Eveneens valt te denken aan de situatie waarin de koers van de doelvennootschap gelijk is gebleven of zelfs is gedaald indien na gestanddoening geen beursexit is bewerkstelligd.

15 Loos en Schwarz spreken over de *nuisance value* die door een minderheidsaandeelhouder kan worden gecreëerd door zijn aandelen niet aan te bieden onder het bod. Wij merken op dat Loos en Schwarz zich in hun verhandeling beperken tot de situatie waarin de aandelen van de doelvennootschap als gevolg van het bod in waarde stijgen en dat er zodoende sprake is van een andere situatie dan welke in deze bijdrage wordt behandeld (E. Loos en C. Schwarz, Artikel 12 van de SER Fusiecode, NJB 31 mei 1996, afl. 22, p. 846).

2.4 Formele status van een interpretatie van de AFM

Hoewel deze interpretaties klaarblijkelijk een uitleg bieden van onduidelijke wettelijke voorschriften bij het gebruik van een (handhavings- en/of toezichts)bevoegdheid, heeft de AFM kennelijk niet beoogd met deze interpretaties beleidsregels vast te stellen als bedoeld in artikel 1:3 lid 4 jo. titel 4.3 Algemene wet bestuursrecht (Awb). De AFM maakt haar interpretaties tot dusver enkel elektronisch bekend en zij kunnen reeds uit dien hoofde niet kwalificeren als beleidsregels.¹⁶ Verder stelt de AFM op haar website dat ‘aan de onderhavige oordelen geen rechten kunnen worden ontleend en deze niet bindend zijn’. Dat laatste wensen wij te betwijfelen. Met de publicatie van een interpretatie beoogt de AFM – naar wij veronderstellen – een bestendige gedragslijn naar de markt toe kenbaar te maken. Gebondenheid aan een vaste gedragslijn geldt ook als deze lijn niet in een gepubliceerde beleidsregel is neergelegd.¹⁷ Die gebondenheid geldt des te meer nu de interpretaties door de AFM zelf zijn opgesteld en op haar eigen website zijn gepubliceerd. Dit wekt naar onze mening een gerechtvaardigd vertrouwen bij marktpartijen om zich op die interpretaties te kunnen verlaten.

Wij vermoeden dat de onderhavige interpretatie is te herleiden tot een eerder verzoek om een rechtsoordeel (*ruling*) in het kader van een bepaald openbaar bod, waarna de AFM heeft gemeend de strekking van haar rechtsoordeel door middel van een interpretatie aan de markt kenbaar te moeten maken. Wij stellen voorop dat de bestaande rullingpraktijk, waarbij via een informele procedure betrekkelijk snel rechtszekerheid kan worden verkregen, door marktpartijen als een van de sterkere kanten van het toezicht van de AFM wordt gezien. Dat een belangrijk rechtsoordeel vervolgens aan de markt kenbaar wordt gemaakt door het publiceren van een interpretatie, valt alleen maar toe te juichen. Tegelijkertijd menen wij wel dat de onderhavige interpretatie, hoewel geen beleidsregel in bestuursrechtelijke zin, van significante invloed zal kunnen zijn op de praktijk van openbare biedingen. Wij vragen ons af of deze informele weg van informatieverschaffing zich – in zijn huidige vorm – wel leent voor de invulling van wetgeving die ons systeem van openbare biedingen beheerst. Het gemak waarmee dergelijke informele stellingnamen kunnen worden geplaatst, gewijzigd en verwijderd,¹⁸ komt de kwaliteit van de regelgeving niet ten goede. Dit temeer nu de markt – voor zover wij hebben kunnen nagaan – geheel niet over interpretaties wordt geconsulteerd. Voor het achterwege laten van die consultatie is naar onze mening evenmin een concrete reden aan te wijzen, nu de AFM andere onderwerpen (zoals haar beleid omtrent kopieerkosten¹⁹) wel in beleidsregels pleegt neer te leggen. Ter zake van (concept)beleid en

16 Art. 3:42 lid 2 Awb.

17 Vgl. ABRvS 17 september 2008, JB 2008/235 m.nt. M. Heldeweg en ABRvS 13 december 2006 nr. 200603029/1.

18 Vgl. bijvoorbeeld de recente omslag van de AFM inzake haar interpretatie omtrent de tijdswaarde van geld.

19 Zie Beleidsregel 07-05 van de AFM inzake kopieerkostenvergoeding bij kopieerverzoeken. Gepubliceerd in de Staatscourant van 4 juli 2005, nr. 126, p. 24, alsmede te vinden op <www.afm.nl>.

regelgeving wordt de markt wel ‘in een zo vroeg mogelijk stadium’ geconsulteerd.²⁰

Wij zouden om die reden dan ook willen voorstellen om interpretaties te gaan gebruiken als voorportaal of ontwikkelfase die voorafgaat aan de publicatie van een reguliere beleidsregel.²¹ Op die manier kan de AFM door middel van een interpretatie de markt wel onmiddellijk berichten over een door haar ingenomen standpunt of gekozen gedragslijn, maar zal deze uiteindelijk – na consultatie van de markt – moeten uitmonden in kwalitatief betere en afdwingbare regelgeving.²²

3 Enkele rechtsvergelijkende beschouwingen – (interpretaties van) de *best price rule* in Angelsaksische landen

In deze paragraaf zullen wij de *best price rule*, alsmede het verbod op het verwerven van effecten tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in het biedingsbericht, behandelen vanuit een Angelsaksisch perspectief.²³

3.1 Het Verenigd Koninkrijk

3.1.1 De *best price rule* in het VK

Naar Engels recht, evenals naar Nederlands recht, geldt de verplichting aandeelhouders van een doelvennootschap gelijk te behandelen en belangen van minderheidsaandeelhouders te respecteren.²⁴ Vanuit die gedachte heeft Engeland de *best price rule* met betrekking tot een volledig bod gecodificeerd en wel in *Rule 6.2(a)*²⁵ van de *City Code on Takeovers and Mergers* (de ‘City Code’).²⁶ *Rule 6.2(a)* City Code vertoont grote gelijkennis met artikel 19 Bob. Zo bepaalt deze regel dat zodra een bieder een volledig bod heeft aangekondigd en die bieder vervolgens voor gestanddoening van zijn bod – al dan niet gezamenlijk (*in concert*) handelend met andere

20 Zie het document Consultatiestandaarden Autoriteit Financiële Markten van 7 maart 2006, p. 4, te vinden op <www.afm.nl>. Zie ook art. 1:28 lid 1 Wft.

21 Vgl. CBB 28 februari 2008, JB 2008/103.

22 In zijn preadvies stelt Oppelaar voor – als alternatief voor interpretaties en zienswijzen – een verplichting in de Wft op te nemen die de AFM ertoe noopt binnen een bepaalde termijn een rechtsoordeel (*ruling*) af te geven. In de praktijk blijkt de AFM hiertoe op *names-basis* bereid te zijn. Deze niet gepubliceerde *rulings* kwalificeren echter (meestal) niet als besluiten in de zin van art. 1:3 lid 1 Awb, waardoor hier tegen in beginsel geen rechtsbescherming bestaat.

23 Wij merken op dat we ons met betrekking tot het rechtsvergelijkende gedeelte van deze bijdrage mede hebben verlaten op mondelinge adviezen van de *Takeover Panel* en de *Securities Exchange Commission*.

24 *General Principal 1* van de *City Code on Takeovers and Mergers*: ‘All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected.’

25 *Rule 6.2(a)* (*Acquisitions after a Rule 2.5 announcement*) City Code: ‘If after an announcement made in accordance with Rule 2.5 and before the offer closes for acceptance, an offeror or any person acting in concert with it acquires any interest in shares at above the offer price (being the current value offer), it shall increase its offer to not less than the highest price paid for the interest in shares so acquired.’

26 De City Code is door het *Takeover Panel* opgesteld.

personen – effecten verwerft tegen een hogere vergoeding dan vermeld in het biedingsbericht (*offer price*), dieieder zijn bod dient te verhogen tot de hoogste prijs die hij voor die effecten – buiten het bod om – heeft betaald (*highest price paid*).

Verder geldt naar Engels recht, (nagenoeg) gelijk als naar Nederlands recht (art. 5:79 Wft), een verbod voor eenieder om – na sluiting (*closure*) van zijn bod – effecten te verwerven in de doelvennootschap tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in zijn bod, aldus Rule 35.3 van de City Code.²⁷ Deze regel bepaalt dat zodra eenieder 50% of meer van de aandelen in een doelvennootschap heeft verworven, het dieieder tot zes maanden na sluiting (*closure*) van zijn bod verboden is om – gezamenlijk of alleen – aandelen te verwerven in die doelvennootschap tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in zijn bod. Niettemin kan eenieder het *Takeover Panel*²⁸ verzoeken om vrijstelling van dit verbod.²⁹

Voor de bepaling van de hoogste prijs die door eenieder buiten het bod om voor aandelen in een doelvennootschap is betaald – en dus vanaf welk moment er sprake is van een schending van Rule 35.3 – wordt blijkens de City Code aansluiting gezocht bij de hoogste prijs die tussen de aandeelhouder en deieder – al dan niet door middel van één of meer tussenpersonen – in vrije onderhandelingen tot stand is gekomen. Eventuele commissies betaald aan tussenpersonen (*brokers commission*) en zegelbelasting (*stamp duty*) worden bij de vaststelling van de ‘hoogste prijs’ buiten beschouwing gelaten.³⁰

Voor het vaststellen van de waarde van een ruilbod wordt de waarde van de in het bod betrokken aandelen op de sluitingsdatum van het bod als ijkpunt genomen. Het is naar Engels recht niet toegestaan om in de zes maanden volgend op de sluitings-

27 Rule 35.3 (*Delay of 6 months before acquisitions of the offer value*) City Code: ‘Except with the consent of the Panel, if a person, together with any person acting in concert with him, holds shares carrying more than 50% of the voting rights of a company, neither that person nor any person acting in concert with him may, within 6 months of the closure of any previous offer made by him to the shareholders of that company which became or was declared wholly unconditional, make a second offer to any shareholder in that company, or acquire any interest in shares in that company, on more favourable terms than those made available under the previous offer (see also Rule 6.2(a)). For this purpose the value of a securities exchange offer shall be calculated as at the date the offer closed. In addition, special deals with favourable conditions attached may not be entered into during this 6 months (see also Rule 16).’

28 Het *Takeover Panel* is het toezichtsorgaan voor de naleving en handhaving van de City Code. Blijkens Section 943 van de Companies Act 2006 is aan het *Takeover Panel* onder andere regelgevende bevoegdheid ten aanzien van de uitvoering van de dertiende richtlijn (2004/25/EC) toebedeeld.

29 Zie voor ontheffingsmogelijkheid voor de AFM: art. 5:81 lid 3 Wft.

30 Vgl. de Notes bij Rule 35.3 City Code jo. Note 4 bij Rule 6 City Code (‘Highest price paid’): ‘For the purpose of this Rule, the price paid for any acquisition of an interest in shares will be determined as follows: (a) in the case of a purchase of shares, the price paid is the price at which the bargain between the purchaser (or, where applicable, his broker acting in an agency capacity) and the vendor (or principal trader) is struck; [...] Any stamp duty and broker’s commission payable should be excluded. The Panel should be consulted in advance if it is proposed to acquire the voting rights attaching to shares, or general control of them.’ Wij merken op dat we de bepaling van de hoogste prijs in geval van een betaling voor aandelen door middel van opties en derivaten (vgl. Note 4 sub (b) t/m sub (e) bij Rule 6 City Code) in deze bijdrage buiten beschouwing laten.

datum van het bod *'special deals with favourable conditions'*³¹ overeen te komen met zittende aandeelhouders in de doelvennootschap.³²

3.1.2 *Rulings en interpretaties (practice statements) van het Takeover Panel*³³

In geval van onduidelijkheid over de interpretatie of de toepassing van één of meer bepalingen uit de City Code, kunnen particulieren en marktpartijen het *Takeover Panel* benaderen met hun vragen. Op *names-basis* is het *Takeover Panel* in beginsel bereid een bindend rechtsoordeel (*ruling*) af te geven. Het *Takeover Panel* ontleent deze bevoegdheid aan Section 945 van de *Companies Act 2006*. Partijen kunnen het *Takeover Panel* *eveneens op no names basis* benaderen met hun kwesties, zij het dat een zodanig door het *Takeover Panel* afgegeven rechtsoordeel geen wettelijke grondslag heeft en niet bindend is.³⁴

Evenals de AFM publiceert het *Takeover Panel* van tijd tot tijd interpretaties (*practice statements*) op zijn website³⁵ die een informele uitleg bieden van de wijze waarop het *Takeover Panel* specifieke bepalingen van de City Code pleegt toe te passen en te interpreteren. In tegenstelling tot wijzigingen van bepalingen van de City Code zelf, gaat aan de interpretaties geen consultatie van de markt vooraf. Evenals de interpretaties van de AFM zijn de gepubliceerde interpretaties van het *Takeover Panel* – blijkens de City Code althans – niet bindend³⁶ en dienen als een informele handleiding te worden beschouwd. Het *Takeover Panel* kan deze interpretaties te allen tijde weer intrekken.³⁷ Aangezien aan deze interpretaties geen rechten kunnen worden ontleend, moeten marktpartijen in de praktijk desalniettemin nog steeds een *ruling* aanvragen, aldus het *Takeover Panel*.

31 In dat kader moet bijvoorbeeld worden gedacht aan *employee benefit schemes* die worden overeengekomen met het oog op de verkrijging van aandelen in de doelvennootschap.

32 Zie Rule 35.3 City Code.

33 In het vervolg worden *rulings* en *interpretaties (practice statements)* in algemene zin behandeld en niet specifiek ten aanzien van de *best price rule*.

34 Zie A11 *paragraph 6(a) Introduction continued* City Code.

35 Zie <www.thetakeoverpanel.org.uk>.

36 Zie A11 *paragraph 6(a) Introduction continued* City Code.

37 Ingetrokken interpretaties kunnen overigens niet meer op de website van het *Takeover Panel* worden geraadpleegd.

3.2 Verenigde Staten

3.2.1 Best price rule in de VS

Het equivalent van ons artikel 19 Bob en 5:79 Wft is naar Amerikaans (federaal) recht terug te vinden in *Section 14(d)(7)* en *Rule(s) (13(e)(4)(f)(8)³⁸/14d-(10)(a)³⁹* van de *Securities Exchange Act 1934* (SE-Act). De daarin neergelegde regel bepaalt dat een bieder die een (volledig) bod (*tender offer*) uitbrengt op aandelen van een bepaalde soort in een doelvennootschap, dat bod dient te richten tot alle houders van die klasse aandelen (de *all-holders rule*). Voorts bepaalt die regel dat aan alle aandeelhouders van de klasse aandelen waarop het bod betrekking heeft, dezelfde hoogste prijs dient te worden betaald voor hun aandelen (de *best price rule*).⁴⁰

Het verbod voor een bieder om – na sluiting (*expiry*) van zijn bod – resterende effecten te verwerven in de doelvennootschap tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in zijn bod is vervat in de zojuist besproken *Rule 14(d)(10)(a)* SE-Act. Dit kan onder meer worden afgeleid uit een publicatie van de *Securities Exchange Commission* (SEC)⁴¹ inzake de wijziging van de *best price rule* (de Release).⁴² In beginsel vallen alle hogere vergoedingen (*payments including compensatory or commercial arrangements*) die een bieder aan aandeelhouders van de doelvennootschap buiten het bod om⁴³ betaalt onder het verbod.⁴⁴ Met deze bepaling kan de SEC ‘onderonsjes’ tussen de bieder en één of meer aandeelhouders in de doelvennootschap voorkomen; dit ter bescherming van aandeelhouders die hun aandelen onder het bod hebben aangemeld.⁴⁵

38 Rule 13(e)(4)(f)(8) (*Tender Offers by Issuers*) SE-Act: ‘No issuer or affiliate shall make a tender offer unless: (i) the tender offer is open to all security holders of the class of securities subject to the tender offer; and (ii) the consideration paid to any security holder for securities tendered in the tender offer is the highest consideration paid to any other security holder for securities tendered in the tender offer.’ Dit artikel ziet op een bieder die een *tender offer* doet op alle uitstaande aandelen (*‘equity security’*) in zijn eigen aandelenkapitaal die – al dan niet ten dele – door derden worden gehouden (een zogeheten *‘issuer tender offer’*) (Zie Rule 13(e)(4) SE-Act).

39 Rule 14(d)(10) (*Equal Treatment of Security Holders*) SE-Act: ‘(a) No bidder shall make a tender offer unless: (1) The tender offer is open to all security holders of the class of securities subject to the tender offer; and (2) the consideration paid to any security holder for securities tendered in the tender offer is the highest consideration paid to any other security holder for securities tendered in the tender offer.’ Dit artikel ziet op alle *tender offers* die geen *issuer tender offer* zijn in de zin van Rule 13(e)(4) SE-Act (een zogeheten *third party tender offer*). In het navolgende zullen we alleen de bepalingen bespreken die betrekking hebben op het *third party tender offer*.

40 In de VS wordt beide *rules* gewoonlijk gezamenlijk aangeduid als de *all-holders best price rule*.

41 De *Securities Exchange Commission* is belast met de uitvoering, het toezicht op de naleving en handhaving van de SE-Act, alsmede met de regulering van de handel in effecten, aldus paragraph 200.1 (*General statement and statutory authority*) Code of Federal Regulations.

42 SEC Release nos. 34-54684; IC-27542; File No. S7-11-05; Rin 3235-AJ 50, ‘Amendments to the tender offer best-price rules’. Te vinden op <www.sec.gov/rules/final/2006/34-54684.pdf>. Laatst gecontroleerd op 26 januari 2009.

43 Wij merken op dat Rule 14(e)(5) SE-Act uitdrukkelijk verbiedt om tussen de aankondiging (*public announcement*) en expiratie (*expiry*) van een bod effecten te verwerven waarop dat bod betrekking heeft.

44 Zie Release p. 7-11. De uitzonderingen op deze regel worden verderop in dit stuk besproken.

45 Zie Section 14(d)(7) van de SE-Act en de Release p. 6.

In de rechtspraak bestaat nog enige onduidelijkheid over de toepassing van de *best price rule* op onderhandse afspraken van eenieder met aandeelhouders buiten het bod om. In geval van *best price rule*-claims hanteren rechtbanken in de VS een norm die bekend staat als de *integral-part test*.

Indien de rechtbank de *integral-part test* gebruikt, geldt als uitgangspunt dat de *best price rule* wordt toegepast op alle afspraken die integraal deel uitmaken van dan wel gerelateerd zijn aan het bod. Daarbij dient onder meer te worden gedacht aan allerhande vergoedingen of andere uitonderhandelde afspraken tussen eenieder en één of meer aandeelhouders, ongeacht of dergelijke afspraken zijn overeengekomen dan wel zijn uitgevoerd voor, gedurende of na de sluiting (*expiry*) van het bod.⁴⁶

Tot voor kort maakten de rechtbanken in sommige jurisdicties in de VS ook gebruik van de zogeheten *bright-line test*. Volgens deze norm vindt de *best price rule* enkel toepassing in geval van afspraken tussen eenieder en één of meer aandeelhouders die zijn gemaakt en uitgevoerd in de periode tussen de formele beschikbaarstelling en sluiting van het bod. Jurisdicties in de VS die de *bright-line test* toepasten, achtten afspraken tussen eenieder en een aandeelhouder buiten het bod om niet strijdig met de *best price rule*, zolang die afspraken maar niet waren gemaakt en uitgevoerd gedurende het bod (*during the tender offer*). Daarmee vielen afspraken tussen eenieder en een aandeelhouder om – na sluiting van de aanmeldingsperiode (*after the tender offer period*) van het bod – resterende effecten te verwerven in de doelvennootschap tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in het bod dus buiten het verbod.⁴⁷

Deze uiteenlopende interpretaties van de *best price rule* hebben in de VS afbreuk gedaan aan de populariteit van de werving van aandelen langs de weg van een openbaar bod. Reden daartoe was dat bidders vreesden dat compensatieschema's – bijvoorbeeld met één of meer werknemers tevens aandeelhouders van de doelvennootschap – in een later stadium zouden kunnen leiden tot aansprakelijkstelling van deieder door aandeelhouders wegens schending van de *best price rule*.⁴⁸

Wij begrijpen dat de SEC van mening is dat voor de bepaling van de beste prijs (*highest consideration*)⁴⁹ in geval van een *stock offer* geen rekening hoeft te worden gehouden met de mogelijkheid van toekomstige fluctuaties in de relatieve koersen van de in het bod betrokken aandelen. Voor de toepassing van de *best price rule* dient uitgegaan te worden van de impliciete waarde van het aandeel in de doelvennootschap op basis van (a) de ruilverhouding onder het aangekondigde of uitgebrachte bod en (b) de koersen van de desbetreffende aandelen zoals die gelden op de datum van de relevante transactie.⁵⁰

46 Zie Release p. 7.

47 Zie Release p. 7-8.

48 Zie Release p. 8.

49 Zie Rule 14(d)-(10)(a)(2) SE-Act.

50 Zie in dit opzicht tevens P.M. Alexander, Gelijke behandeling van aandeelhouders in financiële zin, in: M.P. Nieuwe Weme c.s., Handboek Openbaar Bod, Serie O&R deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 739, noot 27.

Het verbod tot het bieden van gunstiger voorwaarden aan aandeelhouders buiten het bod om geldt niet enkel voor een bepaalde periode na gestanddoening of sluiting van de aanmeldingstermijn van het bod, zoals in het Verenigd Koninkrijk (zes maanden) en Nederland (één jaar). Reden hiertoe is dat volgens de SEC een tijdsrestrictie aan de *all-holders best price rule* aanleiding zou kunnen geven voor ontduiking van die regel.⁵¹ In plaats daarvan heeft de SEC in haar Release bepaalde afspraken tussen eenieder en één of meer aandeelhouders buiten het bod om, vrijgesteld van de *all-holders best price rule*. Het gaat daarbij om personeels- en managementbeloningen en vertrekregelingen (*employment compensation, severance and other employee benefit arrangements*).⁵² Een vereiste is dat de begunstigden van die extra beloning of vertrekregeling werknemers of bestuursleden zijn van de doelvennootschap die tevens aandelen houden in die doelvennootschap. Opgemerkt zij dat de betaling van beloningen en vertrekregelingen aan werknemers en bestuursleden van de doelvennootschap wel afhankelijk mag worden gesteld van het slagen van het bod, maar niet van het percentage aandelen dat die werknemers en bestuursleden afzonderlijk bereid zijn onder het bod aan te melden.⁵³ Verder kent de uitzondering een *safe harbor*-vereiste uit hoofde waarvan vergoedings- en beloningschema's goedkeuring behoeven van een onafhankelijke commissie (*compensation committee*) of raad van commissarissen (*independent directors*).⁵⁴

Voorts staat het deieder vrij de *Director of Division of Corporation Finance* van de SEC (de Director) ter zake van bepaalde onderhandse afspraken (*arrangements*) met één of enkele aandeelhouders die zouden leiden tot een hogere vergoeding (*higher consideration*) vrijstelling te vragen van de *best price rule* van Rule 14(d)(10) SE-Act.⁵⁵ Tevens kan eenieder door middel van een *no-action letter* de Director gemotiveerd verzoeken niet in te grijpen in geval van een mogelijke schending van (bijvoorbeeld de) *best price rule*.⁵⁶

3.2.2 *Rulings en interpretaties (interpretative releases) van de SEC*

In geval van onduidelijkheid over de interpretatie of de toepassing door de SEC van één of meer bepalingen van SE-ACT (SE-Act) kunnen particulieren en marktpartijen, net zoals in Nederland en het Verenigd Koninkrijk, de toezichthouder benaderen

51 Zie Release p. 11.

52 Zoals een gouden handdruk voor een CEO in aanvulling op de vergoeding die die CEO ontvangt voor de aandelen die hij in de doelvennootschap houdt.

53 Zie Release p. 20-21.

54 Zie Release p. 21-35.

55 Zie paragraphs 140.99(a)(1)(*Requests for exemptive, no-action and interpretative letters*) jo. 200.30/1 (*Delegation of authority to Director of Division of Corporation Finance*) van de Code of Federal Regulations: 'Pursuant to the provisions of Pub. L., No. 87592, 76 Stat. 394 (15 U.S.C. 78d1, 78d2), the Securities and Exchange Commission hereby delegates, until the Commission orders otherwise, the following functions to the Director of the Division of Corporation Finance, to be performed by him or under his direction by such person or persons as may be designated from time to time by the Chairman of the Commission: (11) To grant exemptions from Rule 14d10 (240.14d10 of this chapter) pursuant to Rule 14d10(e) (240.14d10(e) of this chapter).'

56 Zie paragraph 140.99(b) van de Code of Federal Regulations.

met hun vragen.⁵⁷ Dat kan langs informele weg, zij het enkel telefonisch. Langs die weg verkregen informatie levert echter geen bindend rechtsoordeel op van de SEC. Op *names-basis* is de SEC in beginsel – en naar aanleiding van een schriftelijk verzoek⁵⁸ – wél bereid een bindend rechtsoordeel (*interpretative letter*) af te geven.⁵⁹ Wij merken daarbij op dat in principe ieder verzoek om een rechtsoordeel, interpretatie en antwoord daarop van de SEC publiekelijk beschikbaar wordt gesteld (*interpretative releases*).⁶⁰ Bij het verzoek om een interpretatie of rechtsoordeel kan men de SEC gemotiveerd vragen dat verzoek vertrouwelijk te behandelen. Als de SEC daarmee instemt, zal een dergelijk verzoek ten hoogste 120 dagen na een inhoudelijk antwoord op dat verzoek confidentieel worden behandeld. Daarna zal het verzoek om een interpretatie of rechtsoordeel, alsmede het antwoord daarop van de SEC, alsnog worden gepubliceerd.⁶¹

Evenals de AFM en het *Takeover Panel* publiceert de SEC van tijd tot tijd interpretaties (*interpretative, compliance & disclosure releases*) op zijn website⁶² die een informele uitleg geven van de wijze waarop de SEC specifieke bepalingen van (onder meer) de SE-Act pleegt toe te passen en te interpreteren. In tegenstelling tot wijzigingen van bepalingen van de SE-Act zelf, gaat aan de interpretaties geen consultatie van de markt vooraf.⁶³

Evenals de interpretaties van de AFM en het *Takeover Panel* zijn de gepubliceerde interpretaties van de SEC – volgens de website van de SEC – niet bindend.

4 Conclusie

Met deze bijdrage hebben wij enkele kritische noten willen plaatsen bij de recentelijk door de AFM gepubliceerde interpretatie van de *best price rule* in de zin van artikel 19 Bob en van artikel 5:79 Wft.

In de eerste plaats laat de interpretatie naar onze mening aan zowel volledigheid als helderheid te wensen over, in het bijzonder wat betreft de overeenkomstige toepassing van de interpretatie in het kader van artikel 5:79 Wft. Tevens zijn er vanuit ons perspectief met deze interpretatie nog steeds situaties denkbaar waarin aandeelhouders niet de *best price* ontvangen voor hun aandelen. Een voorbeeld is de

57 Zie paragraph 140.99(a)(3) (*Requests for exemptive, no-action and interpretative letters*) Code of Federal Regulations.

58 Voor de formele eisen aan een dergelijk schriftelijk verzoek, zie paragraphs 140.99(5)(i) - (7)(d) Code of Federal Regulations.

59 Zie paragraph 140.99(a)(3) Code of Federal Regulations.

60 Zie paragraph 200.81(a) Code of Federal Regulations.

61 Zie paragraph 200.81(b) Code of Federal Regulations.

62 Zie < www.sec.gov >.

63 Wijzigingen van SE-Act plegen te worden voorafgegaan door *proposal releases* waarop marktpartijen en particulieren hun *comments* aan de AFM kenbaar kunnen maken. Deze *comments* worden vervolgens gepubliceerd op de website van de SEC. De regelgevende bevoegdheid van de SEC op dit vlak kan worden afgeleid uit paragraph 200.1(c) van de SE-Act.

situatie waarin zich koersfluctuaties voordoen in de aandelen van de bieder die een (*cash &*) *stock offer* gestand heeft gedaan.

In rechtsvergelijkende zin zijn wij van mening dat het probleem van schending van de *best price rule* in de VS het beste is ondervangen. In de VS bekijkt de rechter namelijk per geval en aan de hand van een concrete norm (de *integral-part test*) in hoeverre de desbetreffende transactie na sluiting van het bod tussen een bieder en aandeelhouder in enige relatie tot het eerdere bod van die bieder staat. Anders dan in Nederland en het VK is in de VS het verbod om na gestanddoening of sluiting van de aanmeldingstermijn (*closing of the tender offer period/expiry*) van een bod aandelen in de doelvennootschap te verwerven tegen gunstiger voorwaarden niet door een tijdsrestrictie beperkt. Dit maakt het omzeilen van de *best price rule* voor een bieder lastiger.

Verder hebben wij in deze bijdrage opgemerkt dat interpretaties die door de AFM worden gepubliceerd – hoewel zij geen formele juridische status genieten – van grote invloed kunnen zijn op het handelen van partijen die actief zijn op de markt van openbare biedingen. In beginsel zijn wij grote voorstanders van het verschaffen van transparantie door de AFM ten aanzien van belangrijke rechtsoordelen en haar zienswijzen. In dit verband menen wij echter dat de huidige praktijk voor verbetering vatbaar is. Aangezien de AFM, in tegenstelling tot het *Takeover Panel*, minder nauw bij marktpartijen betrokken is, achten wij de consultatie van de markt reeds om die reden noodzakelijk. Anders verwordt het woord van de toezichthouder in feite tot wet, zonder enige ‘democratische’ legitimatie of consultatie van marktpartijen, waarbij de kwaliteit van de regelgeving in het geding kan komen. Dit mede gelet op het feit dat de AFM, anders dan de SEC en het *Takeover Panel*, niet beschikt over regulerende bevoegdheden.

Wij pleiten er met name voor om interpretaties voortaan te gebruiken als uitgangspunt bij de consultatieprocedure van een reguliere beleidsregel. Op die manier kan de AFM door middel van een interpretatie de markt wel onmiddellijk berichten over een door haar ingenomen standpunt of gekozen gedragslijn, maar zal deze uiteindelijk – na consultatie van de markt – moeten uitmonden in kwalitatief betere en afdwingbare regelgeving.