

Het verplichte bod; billijk?!

Inleiding

Sinds 2007 kent de Nederlandse wet een verplichting voor aandeelhouders die alleen of tezamen met andere aandeelhouders meer dan 30% van de stemrechten (proberen te) verkrijgen in een in Nederland gevestigd beursfonds om een bod op de overige uitstaande aandelen van dit beursfonds te doen tegen een billijke prijs. Internationaal gezien werden er twee motieven genoemd voor invoering van het verplichte bod, te weten een evenredige verdeling van de controlepremie over alle aandeelhouders en bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen de controlerende aandeelhouders. De meeste aandacht in de Nederlandse literatuur gaat echter uit naar de bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen de controlerende aandeelhouders. De billijke prijs voor het verplichte bod is hiervan een uitwerking. Door het bieden van een billijke vergoeding voor de minderheidsaandelen ontstaat er een reële exit voor de minderheidsaandeelhouders. Nu de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: de VEB) de Ondernemingskamer voor het eerst in de Nederlandse geschiedenis verzocht heeft om zich te buigen over wat de billijke prijs zou moeten zijn voor een verplicht bod,¹ lijkt het mij een goed moment om nader in te gaan op de regels over de billijke prijs. Hierbij zal ik zowel de Nederlandse wetgeving als de Engelse wetgeving bespreken, aangezien het Verenigd Koninkrijk al sinds 1972 een verplicht bod-regeling kent, die als voorbeeld heeft gediend voor de verplicht bod-regeling in de Overnamerichtlijn.²

De Overnamerichtlijn

De Overnamerichtlijn bepaalt in artikel 5 lid 4 dat:

1. de prijs voor het verplichte bod 'billijk' moet zijn en gelijk moet zijn aan de hoogste prijs die in een door de lidstaten bepaalde periode tussen de zes en twaalf maanden voor het bod door de bieder is betaald; en
2. dat indien de bieder (of de personen met wie deze in onderling overleg handelt) na de aankondiging van het verplichte bod en voor het einde van de al dan niet verlengde aanmeldingstermijn effecten aankoopt boven de biedingsprijs, de bieder verplicht is de prijs van het verplichte bod te verhogen tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.

De Overnamerichtlijn geeft in artikel 5 lid 4 verder de mogelijkheid aan de lidstaten om van de hoofdregel over de billijke prijs af te wijken indien de lidstaten:

1. zich houden aan de algemene beginselen zoals omschreven in artikel 3 lid 1 van de Overnamerichtlijn; en
2. de toezichthoudende autoriteiten op basis van welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk om-

schreven criteria gemachtigd zijn om van de bedoelde billijke prijs af te wijken.

Hier toe kan een lijst worden opgesteld van omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld.

De Overnamerichtlijn geeft hierbij als voorbeeld de omstandigheid dat:

1. de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld;
2. de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd;
3. de marktprijzen in het algemeen of bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed; of
4. het gaat om een redding van een onderneming.

De lidstaten kunnen tevens de in dergelijke gevallen te hanteren criteria voor het bepalen van de billijke prijs vaststellen, zoals de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast. Indien de toezichthouder gebruikmaakt van deze mogelijkheid, dient de toezichthouder elk besluit tot wijziging van de billijke prijs met redenen te omkleden en openbaar te maken.

De Overnamerichtlijn geeft geen verdere uitwerking aan het begrip 'billijke prijs' dan dat zij voorschrijft dat indien de inbreng niet bestaat uit liquide effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, de inbreng (dat wil zeggen de biedprijs) ten minste als alternatief een inbreng in geld moet omvatten. Het feit dat effecten ter beurze zijn genoteerd in één van de lidstaten, hoeft echter niet te betekenen dat die effecten liquide zijn, aangezien veel effectenbeurzen effecten tot de notering toelaten waarin nauwelijks handel van enige omvang plaatsvindt.³ Het uitgangspunt van de Overnamerichtlijn is, zoals gezegd, dat de minderheidsaandeelhouder een reële exitmogelijkheid wordt gegeven, daarmee verdraagt zich niet dat de minderheidsaandeelhouder effecten worden aangeboden die niet gemakkelijk gedurende een korte periode nadat het bod wordt gestand gedaan, ter beurze verkocht kunnen worden.⁴

Nederland

Zoals vermeld is de hoofdregel dat degene die verplicht is om een openbaar bod uit te brengen, dit verplichte bod uitbrengt tegen een billijke prijs. De billijke prijs is volgens artikel 5:80a Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) de hoogste prijs die tijdens het jaar voorafgaande aan de aankondiging van het verplichte bod door de bieder (of door de personen met wie deze in onderling over-

1. Zie ook: <www.veb.net/acties/artikel.php?newsnr=4928>.

2. Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (de Overnamerichtlijn).

3. V.P.G. de Serière, Invoering van het verplichte openbare bod in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 110.

4. De Serière 2000, p. 110.

leg handelt) voor effecten van dezelfde categorie of klasse als waarop het verplichte bod betrekking heeft, is betaald.

De Nederlandse wetgever heeft slechts marginaal gebruikgemaakt van de mogelijkheid om nadere regels te stellen aan de berekening en/of afwijking van een billijke prijs in specifieke omstandigheden. De Nederlandse wetgever heeft hierbij wel aan de situatie gedacht waarbij controle is verkregen zonder aankoop van aandelen (bijvoorbeeld door een juridische fusie of splitsing, inkoop van aandelen, schenking, enzovoort). In dat geval is de billijke prijs gelijk aan de gemiddelde prijs van de gemiddelde beurskoers van de doelvennootschap op de financiële markten waarop de effecten in die periode toegelaten waren tot de handel. Het gaat hierbij om de gemiddelde beurskoers van het voorgaande jaar.

Nieuwe Weme, en andere schrijvers met hem, signaleert echter ook andere problemen ten aanzien van de prijsregels:⁵

- Allereerst kan het zo zijn dat voor de controle een prijs is betaald beneden de beurskoers waardoor er aan de minderheidsaandeelhouders geen daadwerkelijke exit wordt geboden. Hij noemt hierbij het voorbeeld van een onderhandse aankoop van een pakket, het uitoefenen van een call-optie of het nemen van nieuw uitgegeven aandelen.
- Ook wordt er in de huidige regelingen over de berekening van de billijke prijs geen rekening gehouden met aandelen waarvoor de controlerende aandeelhouder geen vergoeding heeft betaald, zoals bijvoorbeeld prioriteitsaandelen, preferente aandelen en aandelen op naam.
- Verder voorziet Nieuwe Weme problemen indien de beurskoers recentelijk sterk is gestegen, door bijvoorbeeld koersmanipulatie of geruchten over een openbaar bod, of sterk is gedaald, door bijvoorbeeld een terroristische aanslag, een natuurramp of een megaclaim. In beide gevallen zal de minimumvergoeding die volgt uit het toepassen van de hoogste prijs-regel, geen reële afspiegeling zijn van de waarde van het aandeel.⁶
- Daarnaast waarschuwt hij voor misbruik in het geval dat de bidder het grootste deel van zijn belang heeft opgebouwd voor aanvang van de referentieperiode van een jaar en het minimale restant voor een zeer lage prijs heeft gekocht.⁷ Nieuwe Weme had het daarom wenselijk gevonden dat de Nederlandse wetgever een bodemprijs zou opnemen, die gelijk zou moeten zijn aan de gemiddelde beurskoers over het laatste jaar, maar deze gedachte is niet door de Nederlandse wetgeving overgenomen. In het geval dat de controle is verkregen zonder aankoop van aandelen, is er echter wel sprake van de door Nieuwe Weme gesuggereerde bodemprijs.

5. M.P. Nieuwe Weme in: Verslag van de Vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 2 november 2005, Openbaar Bod en Bescherming, Deventer: Kluwer 2006, p. 19.

6. Zie ook: De Serière 2006, p. 110.

7. H.M. Mol van Otterloo, Het verplichte bod, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 206-210.

- Ook kunnen er problemen over de waardering van aandelen optreden indien het om een ruilbod gaat, aangezien de Nederlandse wetgever niet heeft aangegeven hoe verschillende soorten effecten gewaardeerd moeten worden, en ook geen nadere eisen op dit gebied heeft gesteld.

Om enigszins aan deze problemen tegemoet te komen heeft de Nederlandse wetgever wel de mogelijkheid gecreëerd om de Ondernemingskamer te verzoeken om een andere billijke prijs vast te stellen. De Ondernemingskamer kan volgens artikel 5:80b Wft op verzoek van de bidder, de doelvennootschap, een andere houder van aandelen van de doelvennootschap of een houder van met medewerking van de doelvennootschap uitgegeven certificaten een billijke prijs vaststellen voor het verplichte bod die afwijkt van de hoofdregel. Het verzoek hiertoe moet:

1. met redenen zijn omkleed;
2. vermelden in welk opzicht de billijke prijs moet worden aangepast; en
3. binnen twee weken nadat het bod is uitgebracht, worden ingediend. (Het Besluit openbare biedingen Wft gaat in art. 25 lid 3 overigens van een termijn van vier weken uit.)

Het verzoek is ontvankelijk indien:

1. de billijke prijs op grond van de hoofdregel minimaal 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de periode van drie maanden voorafgaand aan de indiening van het verzoek; en
2. de verzoeker door de huidige biedingsprijs onevenredig in zijn belang wordt getroffen. Het is hierbij niet duidelijk met welke belangen de rechter rekening dient te houden.

Op 8 augustus 2008 heeft de VEB als eerste partij in Nederland de Ondernemingskamer verzocht om een andere billijke prijs vast te stellen, in casu voor de aandelen in Schuitema N.V. (hierna: Schuitema). Skipper Acquisitions B.V. (een investeringsvehikel van investeringsmaatschappij CVC) (hierna: Skipper) was tot een openbaar bod verplicht nu zij meer dan 30% van de aandelen in Schuitema heeft verworven en zij geen vrijstelling van een verplicht openbaar bod heeft verkregen tijdens de algemene vergadering van Schuitema van 10 juni 2008. De VEB vindt het door Skipper verplicht uitgebrachte bod van EUR 20,11 per aandeel te laag en heeft de Ondernemingskamer verzocht om een billijke prijs van EUR 31,73 per aandeel vast te stellen.⁸ Indien de Ondernemingskamer een andere prijs dan het huidige bod van EUR 20,11 vaststelt, wordt de prijs als vastgesteld door de Ondernemingskamer de nieuwe biedprijs. De aanmeldingstermijn voor de aandelen wordt bovendien opgeschort totdat de beslissing van de Ondernemingskamer uitvoerbaar bij voorraad is verklaard of onherroepelijk is geworden.

8. Zie ook: <www.veb.net/acties/artikel.php?newsnr=4928>.

Tot slot, de Ondernemingskamer is de bevoegde autoriteit voor:

1. een verzoek tot vaststelling van de verplichting om een verplicht bod uit te brengen; en
2. een verzoek tot aanpassing van de billijke prijs.

Ten aanzien van de overige aspecten (zoals bijvoorbeeld goedkeuring van het biedingsbericht) is de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) vanaf het moment van aankondiging van een verplicht bod de bevoegde toezichthouder (zoals ook geldt bij een 'vrijwillig' bod).⁹

Verenigd Koninkrijk

Het verplichte bod is in het Verenigd Koninkrijk opgenomen in de City Code. De City Code bestaat uit *General Principles* en *Rules*, die een uitwerking van de *General Principles* zijn. Volgens *General Principle 10* van de City Code moeten aandeelhouders van een doelvennootschap in het geval van een *change of control* de kans krijgen om hun aandelen te verkopen onder dezelfde condities en voorwaarden als waaronder de aandeelhouder heeft gehandeld die de 'controle' verkrijgt. *General Principle 10* wordt tot uitdrukking gebracht in *Rule 9.1*, en *Rule 9.5* gaat over de prijs.

Volgens *Rule 9.5* moet het bod in contanten worden gedaan, al dan niet als alternatief voor het gedane bod in effecten, tegen een prijs die ten minste gelijk zal moeten zijn aan de hoogste prijs die in de afgelopen twaalf maanden voor elke klasse effecten door de bieder (of door de personen met wie deze in onderling overleg handelt) voor de desbetreffende effecten is betaald. Hierbij is de bieder onder andere verplicht om met het *Panel on Mergers and Takeovers* (hierna: het Panel) te overleggen indien

1. de doelvennootschap verschillende categorieën aandelen heeft; en
2. de bieder zelf geen contanten heeft betaald voor de door hem verkregen aandelen.

In het tweede geval dient het verplichte bod bovendien te worden vergezeld door een alternatief bod in contanten met gelijke waarde, wat vastgesteld zal moeten worden door een onafhankelijke waardering.

De Engelse wetgever heeft, anders dan de Nederlandse wetgever, invulling gegeven aan de mogelijkheid om nadere regels te stellen voor de vaststelling van een billijke prijs en voor de situatie waarin van deze billijke prijs afgeweken kan worden. De waarde van een bod wordt hierbij als volgt berekend:

- In het geval van aankoop van aandelen tegen contanten gaat het om de tussen koper en verkoper overeengekomen prijs.
- Mocht het gaan om een ruilbod tegen genoteerde aandelen van de andere partij, dan zal de billijke prijs gelijk zijn aan de *middle market*-prijs van die aandelen op het moment van de transactie.

- In het geval van een call-optie die nog niet is uitgeoefend, gaat het om de *middle market*-prijs van de onderliggende aandelen op het moment van het afsluiten van de call-optie en indien deze wel is uitgeoefend, gaat het om de bij de uitoefening van de optie, betaalde prijs plus de aankoopkosten van de optie.
- In het geval dat er een put-optie is geschreven, die al dan niet reeds uitgeoefend is, gaat het om de bij de uitoefening van de optie betaalde prijs minus de verkoopkosten van de optie.
- In het geval van derivaten gaat het om de onderliggende prijs plus de gemaakte aankoopkosten voor het derivaat.
- En indien de aandeelhouders recht hebben op een reeds vastgesteld dividend, dan mag het verplichte bod met dit verplichte dividend verlaagd worden.

Hierbij dient te worden opgemerkt dat:

1. indien de uitoefenprijs van een optie of derivaat berekend wordt met een verwijzing naar het gemiddelde van de prijs die de tegenpartij in verschillende transacties voor de onderliggende effecten heeft betaald, de prijs van het verplichte bod normaal gesproken gebaseerd zal moeten worden op de hoogste daadwerkelijk betaalde prijs tussen partijen; en
2. in de aankoop- of verkoopkosten geen waarmede- of makelaarskosten mogen worden meegenomen.

De Engelse wetgever heeft verder bepaald dat het Panel in bepaalde gevallen de discretionaire bevoegdheid heeft om af te wijken van de eerdergenoemde prijsbepalingen. Het Panel dient hierbij rekening te houden met:

1. de grootte en het moment van de transactie;
2. de houding van de directie van de doelvennootschap;
3. de prijs die betaald is voor de aandelen aan personen die nauw verbonden zijn aan de betreffende partijen;
4. het aantal aandelen dat gekocht is gedurende de afgelopen twaalf maanden;
5. of het om een reddingsoperatie voor de betreffende onderneming gaat;
6. of controle is verkregen doordat er aandelen ingetrokken of ingekocht zijn; en
7. of het intrekken of inkopen van de aandelen door een directielid is gedaan met het oog op het uitlokken van een verplicht bod.

Tot slot, de City Code is een *non-statutory code*: zij heeft geen kracht van wet. Het is een zogenoemd *self-regulatory system*, waarbij het Panel de (enige) toezichthoudende instantie is. Het nadeel van een *non-statutory code* is dat het Panel beperkt is in zijn mogelijkheden voor het opleggen en uitvoeren van straffen. Het Panel kan echter wel op basis van de Financial Services and Markets Act 2000 de FSA inschakelen om overtreders van de City Code te bestraffen.

9. Zie ook: <www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=10678>.

Conclusie

De Nederlandse wetgever heeft in tegenstelling tot de Engelse wetgever slechts marginaal gebruikgemaakt van de mogelijkheid om nadere regels te stellen aan de berekening en/of afwijking van een billijke prijs in specifieke omstandigheden. Hierdoor is er op dit moment in Nederland onduidelijkheid over hoe de billijke prijs voor het verplichte bod berekend zou moeten worden indien de aandelen anders dan tegen contanten zijn verworven. Hierbij ontstaat er mijns inziens met name discussie over de billijke prijs doordat partijen het niet eens zijn met de waardering zoals die door de andere partij gemaakt wordt. Nu de Nederlandse wetgever ervoor gekozen heeft om geen lijst te maken over waardering van activa, zou het de overweging waard zijn om te bepalen dat een bod slechts redelijk is indien een door de bieder of doelvennootschap aangewezen accountant dit verklaart.¹⁰ Men is in het Verenigd Koninkrijk reeds verplicht om een zogenoemde *fairness opinion* te overleggen indien degene die het verplichte bod moet uitbrengen, zelf geen contanten heeft betaald voor de door hem verkregen aandelen. Ook is het zo dat de bieder in zo'n geval contact op dient te nemen met het Panel. In Nederland kennen wij deze verplichting niet en is het toezicht opgesplitst over twee instanties, de Ondernemingskamer en de AFM. Deze opsplitsing bemoeilijkt een adequaat optreden van de toezichthouder, met name ook nu er in Nederland geen duidelijke lijst is van uitzonderingssituaties en voorbeelden waarmee de rechter rekening dient te houden. Het is nu aan de Nederlandse rechterlijke macht om jurisprudentie te verzorgen over de nader invulling van de regels over de billijke prijs. De VEB heeft hierbij de eerste aanzet gedaan door het verplichte bod op de aandelen van Schuitema aan te vechten.

*Mr. D.E. Mellink MSc
Allen & Overy*

10. Zie ook: Nieuwe Weme 2006, p. 19.