

Besluiten tot aanpassing van de openbare biedingsregels 2012

*Mr. S.E. Horowitz**

Inleiding

Met het oog op het streven van de minister van Financiën (hierna: de Minister) om de gewijzigde openbare biedingsregels per 1 juli 2012 in werking te laten treden, heeft de Minister recentelijk voortgang gemaakt met de nieuwe wetgeving. Op 21 november 2011 zijn het ontwerp van het besluit tot aanpassing van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft (hierna: Vrijstellingsbesluit)¹ en op 23 maart 2012 het vastgestelde besluit tot aanpassing van onder meer het Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Aanpassingsbesluit Bob)² naar de Eerste en Tweede Kamer gestuurd. Inmiddels zijn beide besluiten vastgesteld en gepubliceerd.³ De besluiten treden in werking op een bij Koninklijk besluit te bepalen tijdstip.

Naar aanleiding van een aantal openbare biedingen die plaatsvonden onder de herziene biedingsregels van 2007,⁴ kwam de discussie op of in Nederland ook niet een soort marktmeester geïntroduceerd zou moeten worden. Moesten wij geen voorbeeld nemen aan de City Code on Takeovers and Mergers (hierna: Takeover Code) en het Britse Panel on Takeovers and Mergers (hierna: Takeover Panel)? Na een consultatieronde heeft de Minister vastgesteld dat het invoeren van een marktmeester niet noodzakelijk is, omdat het bestaande systeem in Nederland met het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en het enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer voldoende is.⁵ Wel was er nog ruimte voor verbetering, zoals bewerkstelligd in de hiervoor genoemde besluiten, enkele andere besluiten⁶ en in de Wet op het financieel toezicht (Wft).⁷ In deze bijdrage zal ik enkele relevante aanpassingen in de biedingsregels beschrijven.

Aanpassingsbesluit Bob

Put up or shut up

Een belangrijke aanpassing is de introductie van de *put up or shut up*-regeling. Kort gezegd wordt beoogd de onzekerheid in de markt te beperken door een potentiële bidder te dwingen kleur te bekennen. De AFM kan een bidder (degene die ter zake van de uitgevende instelling informatie openbaar heeft gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij overweegt om een openbaar bod op die effecten voor te bereiden) bepaalde verplichtingen opleggen.

In de periode voordat er sprake is van een aankondiging van een openbaar bod in de zin van artikel 5 Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Bob) kan een doelvennootschap de AFM verzoeken om een bidder te verplichten een openbare mededeling te doen waarin hij (1) een openbaar bod op die vennootschap aankondigt of (2) meedeelt geen voornemen te hebben tot het aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod. Deze mededeling moet gebeuren binnen zes weken nadat de AFM de bidder van de verplichting in kennis heeft gesteld (art. 2a lid 1 sub a Aanpassingsbesluit Bob). Tijdens de consultatieperiode van het Aanpassingsbesluit Bob heeft een respondent voorgesteld de AFM de mogelijkheid te geven de zesweektermijn te verkorten dan wel te verlengen. De Minister geeft echter de voorkeur aan het hanteren van een gefixeerde termijn waarvan de markt kan uitgaan.

Een verschil met de regelingen in het Verenigd Koninkrijk is dat door de laatste aanpassingen van de Takeover Code van 19 september 2011 de *put up or shut up*-regeling niet meer afhankelijk is van een verzoek van de doelvennootschap. Als de naam van een bidder wordt genoemd in een publiek bericht, dan is de bidder verplicht binnen vier weken na de dag van het bericht bekend te maken of hij een bod gaat uitbrengen, al kan het Takeover Panel dispensatie verlenen.⁸ Tijdens de consultatieronde van het Aanpassingsbesluit Bob had een respondent aanbevolen de AFM de mogelijkheid te geven concurrerende bidders de *put up or shut up*-verplichting op te leggen om 'selectief gebruik' door de doelvennootschap te voor-

* Mr. S.E. Horowitz is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Kamerstukken II 2011/12, 31 083, nr. 41.

2. Kamerstukken II 2011/12, 31 083, nr. 44.

3. Stb. 2012, 196 en 197.

4. Stb. 2007, 390 en 391.

5. Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33.

6. Waaronder het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (Stb. 2009, 329) en het Besluit artikel 10 Overnamerichtlijn (Stb. 2006, 191).

7. Wijzigingswet Financiële Markten (Stb. 2011, 610); Kamerstukken II 2010/11, 32 781, nr. 1-3; zie hierover J.H.L. Beckers, Nieuwe aanpassing regels openbaar bod, *Ondernemingsrecht* 2011, p. 389-393.

8. The Takeover Panel, Consultation Paper issued by the Code Committee of the Panel, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids; Proposed amendments to the Takeover Code, PCP 2011/1, 21 maart 2011, p. 4 en 5; zie hierover M.H. Muller, Wijziging van de UK takeover code, *Ondernemingsrecht* 2012, p. 94-96.

komen. De doelvennootschap zou zelf onderscheid kunnen maken tussen vijandelijke en vriendelijke bidders door het al dan niet indienen van een verzoek bij de AFM. Volgens de Minister is dit risico niet groot. Aangezien het Verenigd Koninkrijk op dit gebied op ons voorloopt, zou het me niet verbazen als we in een volgende aanpassing van de biedingsregels de Takeover Code op dit punt toch volgen.

De bidder moet onverwijld nadat hij door de AFM in kennis is gesteld over het verzoek van de doelvennootschap een openbare mededeling doen (art. 2a lid 1 sub b Aanpassingsbesluit Bob). De wijze van openbare mededeling is in artikel 4 lid 1 Bob geregeld. Als de openbare mededeling inhoudt dat de bidder geen voornemen heeft tot het aankondigen of uitbrengen van een bod, dan mogen hij en de personen met wie hij in onderling overleg handelt gedurende zes maanden na die mededeling geen openbaar bod aankondigen of uitbrengen op die vennootschap (art. 2a lid 2 Aanpassingsbesluit Bob). Deze periode wordt verlengd tot negen maanden als de bidder niet binnen zes weken heeft meegedeeld of hij een bod gaat doen (art. 2a lid 5 Aanpassingsbesluit Bob). Deze negenmaandentermijn begint zes weken nadat de AFM de potentiële bidder in kennis heeft gesteld van de verplichting tot het doen van een openbare mededeling (art. 2a lid 6 Aanpassingsbesluit Bob).

Wanneer er in de praktijk sprake is van informatie die toewijzing van het verzoek aan de AFM rechtvaardigt, zal volgens de Minister in sterke mate afhangen van de omstandigheden van het geval. In ieder geval moet in redelijkheid de indruk ontstaan dat een openbaar bod wordt overwogen. De AFM heeft een zekere beleidsvrijheid gekregen. Het toetsingskader is of de doelvennootschap nadeel ondervindt van het uitblijven van duidelijkheid omtrent het al dan niet aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod (art. 2a lid 3 Aanpassingsbesluit Bob). Volgens de Minister ligt het in de rede dat de AFM hierbij kijkt naar het belang van de doelvennootschap en kunnen we denken aan een belemmering van de bedrijfsvoering en bepaalde koersontwikkelingen. De AFM kan de bidder ook ontheffing verlenen van het verbod tot het aankondigen of uitbrengen van een bod. Er moet dan sprake zijn van een wezenlijke verandering van omstandigheden, bijvoorbeeld als de doelvennootschap met de ontheffing instemt.

Op grond van artikel 5 lid 2 Bob is een openbaar bod aangekondigd indien een bidder, zonder (al dan niet voorwaardelijke) overeenstemming te hebben bereikt met de doelvennootschap, 'concrete informatie' over het voorgenomen openbaar bod (de naam van de doelvennootschap en de voorgenomen prijs of ruilverhouding of een voorgenomen tijdschema) openbaar heeft gemaakt. Dit houdt verband met het voorkomen van marktmisbruik door voorwetenschap. Hierop wordt in het Aanpassingsbesluit Bob nu een uitzondering gemaakt in het geval de doelvennootschap meedeelt dat zij met de bidder overleg voert (art. 5 lid 2 Aanpassingsbesluit Bob). Het openbaar maken van concrete informatie zal niet meer automatisch

leiden tot een aankondiging, met als gevolg dat de teller voor de vierwekentermijn van artikel 7 Bob niet meteen begint te lopen. Dit kan met name wenselijk zijn in het geval waarin bij een vriendelijk bod geen gebruik meer kan worden gemaakt van de uitstelmogelijkheid van artikel 5:25i Wft. Dit laat overigens de mogelijkheid voor de doelvennootschap om de *put up or shut up*-verplichting alsnog in te roepen onverlet.

Indien gedurende de zes- of negenmaandentermijn een derde een openbaar bod aankondigt op de betreffende vennootschap, dan is de *shut up*-verplichting niet langer van toepassing (art. 2a lid 4 jo. lid 7 Aanpassingsbesluit Bob).

Om omzeiling van de *put up or shut up*-regeling te voorkomen en gelet op het feit dat een vergelijkbare bepaling ook in het Verenigd Koninkrijk geldt, mogen de potentiële bidder en de personen met wie hij in onderling overleg handelt gedurende de zes- of negenmaandentermijn geen overwegende zeggenschap in de vennootschap verkrijgen (art. 2a lid 8 Aanpassingsbesluit Bob). Dit verbod kan de doelvennootschap bij de Ondernemingskamer afdwingen (art. 2a lid 9 Aanpassingsbesluit Bob). Het is niet de bedoeling dat een bidder gehouden wordt een verplicht bod uit te brengen. Het gaat hier alleen om het verkrijgen van overwegende zeggenschap door eigen toedoen.

De *put up or shut up*-regeling komt ook nog terug in de artikelen 7, 9a, 12 en 16 Aanpassingsbesluit Bob. Indien de bidder in het vierwekenbericht aankondigt wel door te gaan met het voorgenomen bod, maar uiteindelijk geen aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht indient of meteen aankondigt geen aanvraag in te dienen, dan is de *shut up*-verplichting van toepassing (art. 7 lid 7 jo. lid 9 Aanpassingsbesluit Bob). Artikel 2a leden 4, 8 en 9 Aanpassingsbesluit Bob gelden ook hier. Een bidder die na de goedkeuring van zijn biedingsbericht toch geen bod uitbrengt, is gehouden aan de zes maanden-*shut up*-termijn. Dat is ook zo als een bidder beslist dat zijn bod vervalt omdat de door hem gestelde voorwaarden niet zijn vervuld of als hij zijn bod niet gestand doet.

Eenmaal verhogen bod

Tot op heden bestond de merkwaardige situatie dat een bod maar één keer kon worden verhoogd. Dit kon door een bidder eenvoudig worden omzeild door buiten het bod om aandelen van de doelvennootschap te kopen voor een hogere prijs dan onder bod. Een bidder werd dan verplicht zijn bod te verhogen naar de hoogst betaalde prijs (art. 25 lid 1 Bob). Artikel 15 lid 4 Bob is nu aangepast om meerdere verhogingen van het bod mogelijk te maken. De bidder moet een openbare mededeling doen over de verhoging van het bod en de wijze waarop hij die kan opbrengen. Er zijn geen grenzen gesteld aan de verhoging, zoals een bepaald percentage dat het nieuwe bod minimaal hoger moet zijn of de verplichting voor concurrerende bidders om een finaal bod te doen. Dat is mijns inziens ook niet nodig. Het is aan een bidder om in te schatten welke verhoging hij moet doorvoeren om een bod te doen slagen en het

is aan een aandeelhouder om te besluiten tegen welke prijs/tegenprestatie hij zijn aandelen aanbiedt.

Andere verduidelijkingen

Enkele punten die wellicht al uit de systematiek van het Bob volgden, zijn nu expliciet opgenomen. Aan artikel 3 Bob is toegevoegd dat eenieder niet meer dan één bod tegelijk kan aankondigen of uitbrengen op dezelfde vennootschap (art. 3 lid 3 Aanpassingsbesluit Bob). Dit geldt niet voor de aankondiging van een verplicht bod. Uit artikel 5b lid 1 Aanpassingsbesluit Bob volgt dat een reeds uitgebracht openbaar bod vervalt indien deieder een verplicht bod aankondigt, tenzij deieder mededeelt dat het uitgebrachte bod wordt voortgezet als verplicht bod. In dat geval komen van rechtswege de gestelde voorwaarden aan het bod te vervallen (art. 5b lid 2 Aanpassingsbesluit Bob). Indien de billijke prijs hoger is dan de voorgenomen of geboden prijs of ruilverhouding van het oorspronkelijk bod, dan wordt de prijs of ruilverhoging verhoogd tot de billijke prijs (art. 5b lid 3 Aanpassingsbesluit Bob). Als eenieder zijn belang gedurende de gratieperiode (dertig dagen met een mogelijke verlenging tot negentig dagen) afbouwt tot onder de 30%, dan zal het eerder uitgebrachte vrijwillige openbaar bod blijven gelden.

De *certainty of funds*-bepaling is aangescherpt; het voornemen tot het houden van een algemene vergadering is niet meer voldoende. Eenieder die voor de financiering van zijn bod een algemene vergadering nodig heeft om over een emissie van aandelen te stemmen, moet uiterlijk bij het indienen van de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht een openbare mededeling doen dat een algemene vergadering zal plaatsvinden (art. 7 lid 5 Aanpassingsbesluit Bob). Een vergadering hoeft niet daadwerkelijk te worden uitgeschreven. Verder is nieuw dat deieder een openbare mededeling moet doen over de uitkomsten van de algemene vergadering en over de gevolgen voor het openbaar bod. Ondanks het verzoek van enkele respondenten is er geen maximumtermijn tussen de aankondiging en het uitbrengen van een openbaar bod opgenomen. Volgens de Minister is een mogelijke overschrijding van een dergelijke termijn niet altijd aan deieder te wijten (de AFM moet het biedingsbericht goedkeuren) en gelden er andere maximumtermijnen. Bovendien stelt de Minister terecht dat partijen meestal belang hebben bij een voortvarend proces.

Er worden in het Aanpassingsbesluit Bob meerdere openbare mededelingen verplicht gesteld. Volgens de Minister zijn dit verduidelijkingen van de toepasselijkheid van de verplichting om 'voorwetenschap' openbaar te maken. Zo moet eenieder uiterlijk bij de aankondiging van een verplicht bod de wijze van berekenen en de hoogte van de te verwachten billijke prijs meedelen (art. 5a Aanpassingsbesluit Bob). Hier geldt geen uitstelbaarheid. Tevens dient eenieder na het moment van aankondiging van het bod verrichte transacties in het openbaar te melden. In verband met de gewenste transparantie in de zeggenschapsverhoudingen is de uitzondering op de meldingsplicht voor beurstransacties komen te vervallen

(art. 5 lid 4 en 13 lid 1 Bob). Eenieder die niet binnen de door hem genoemde periode de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht indient, zal hierover een openbare mededeling moeten doen (art. 7 lid 3 Aanpassingsbesluit Bob). De twaalfwekentermijn uit artikel 7 lid 3 Bob blijft evenwel onverkort van toepassing, tenzij de AFM ontheffing verleent.

Artikel 5:78 Wft bepaalt dat eenieder zijn openbaar bod binnen zes werkdagen na de goedkeuring van het biedingsbericht dient uit te brengen. In artikel 14 Aanpassingsbesluit Bob is verduidelijkt dat de termijn voor het aanmelden van de aandelen onder het bod niet later begint te lopen dan op de derde werkdag volgend op de zojuist genoemde termijn. Een meer ingrijpende aanpassing is de verlenging van de minimale aanmeldingstermijn van vier naar acht weken (art. 14 lid 3 Aanpassingsbesluit Bob). De informatieve aandeelhoudersvergadering ter bespreking van het uitgebrachte openbaar bod moet ten minste zes werkdagen voor het einde van de aanmeldingstermijn worden gehouden (art. 18 lid 1 Bob). Stel dat eenieder een minimale aanmeldingstermijn van vier weken hanteert. Onder de huidige regelgeving kan het zo zijn dat in verband met de 42-dagenoproepingstermijn van de algemene vergadering van een beursvennootschap deze informatieve vergadering moet worden opgeroepen voordat de aanmeldingstermijn überhaupt is begonnen. Volgens de Minister moet voor de aanpassing van de oproepingstermijn de wet worden gewijzigd en niet het Bob. In de kabinetsreactie op de adviezen van de tien topsectoren 'Naar de Top, het bedrijvenbeleid in actie(s)' van 13 september 2011 is aangekondigd dat de termijn voor het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering zal worden verkort en in lijn wordt gebracht met wat in vergelijkbare Europese landen gebruikelijk is.⁹ Tot dat heeft plaatsgevonden, is de minimale aanmeldingstermijn onder een openbaar bod verlengd naar acht weken. De vraag is of dat in alle gevallen wenselijk is. Eenieder die te maken krijgt met een concurrerend bod zal er belang bij hebben om de aanmeldingsperiode voor zijn bod zo kort mogelijk te houden om de kans te beperken dat de concurrerendeieder een bod uitbrengt voordat de aanmeldingstermijn van zijn bod afloopt. Als de oproepingstermijn wordt verkort, zou de aanmeldingsperiode in ieder geval ook weer moeten worden verkort.

Vrijstellingsbesluit

Instemmingspercentage aandeelhouders

Een partij die ten minste 30% van de stemmen in de algemene vergadering van een beursvennootschap kan uitoefenen, is verplicht om een openbaar bod te doen op de rest van de aandelen, tenzij ten minste 95% van de 'onafhankelijke' (zijnde andere aandeelhouders dan deieder en degene(n) met wie deieder in onderling overleg handelen) aandeelhouders instemt met een vrijstelling van die plicht. In de praktijk bleek dit percentage nauwelijks haalbaar¹⁰ en is het nu verlaagd naar 90%

9. Kamerstukken II 2010/11, 32 637, nr. 15, p. 19.

10. Zie de Schuitema-zaak, Hof Amsterdam 21 augustus 2009, JOR 2009, 256.

(art. 2 lid 1 sub a Vrijstellingsbesluit). Alhoewel in het consultatiedocument een percentage van 75% was voorgesteld, is het bij 90% gebleven. Volgens de Minister wordt door de beperkte verruiming van de vrijstelling de toepasbaarheid in de praktijk (nog steeds) verbeterd. Hoe de Minister tot de 90% is gekomen, is mij niet duidelijk, waardoor ik me afvraag of een lager percentage ook niet mogelijk was geweest met tegelijkertijd behoud van de bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

Underwriting

Er komt een vrijstelling voor degene die overwegende zeggenschap verkrijgt als gevolg van het in uitoefening van beroep of bedrijf overnemen van effecten bij aanbidding ervan als bedoeld in hoofdstuk 5.1 van de Wft met plaatsingsgarantie indien de verkrijger geen stemrechten op deze effecten uitoefent (art. 2 lid 1 sub c Ontwerp Vrijstellingsbesluit). Deze vrijstelling is van toepassing op banken die bij een emissie het risico van het mislukken van een plaatsing overnemen. De vrijstelling geldt gedurende een jaar na het tijdstip waarop de overwegende zeggenschap wordt verkregen. Volgens de Minister dient machtsmisbruik te worden voorkomen en moet één jaar voldoende zijn voor het afbouwen van 'een ongewild verkregen positie'.

Irrevocable undertakings

Eenieder probeert voorafgaand aan het aankondigen van zijn bod bij de grotere (meer dan 5%) aandeelhouders te polsen of zijn bod kans van slagen heeft. Hiermee wordt de onzekerheid bij alle betrokkenen, inclusief de doelvennootschap, zo veel mogelijk gereduceerd. Er is nu geregeld dat degene die overwegende zeggenschap verkrijgt als gevolg van een onvoorwaardelijke overeenkomst tussen een aandeelhouder en eenieder is vrijgesteld als die aan bepaalde cumulatieve vereisten voldoet (art. 2 lid 1 sub d Vrijstellingsbesluit). Ten eerste moet de rechthebbende zich in de overeenkomst onherroepelijk verplichten om in het kader van een voorgenomen of in voorbereiding zijnd openbaar bod die effecten aan deieder aan te bieden nadat het openbaar bod is uitgebracht. Ten tweede is de duur van de overeenkomst beperkt tot de gestanddoening van het bod. Ik ga er hierbij van uit dat bedoeld is de overeenkomst ook te laten doorlopen tijdens een eventuele na-aanmeldingsperiode. Ten derde verplicht de rechthebbende zich in de overeenkomst ten aanzien van de uitoefening van zijn stemrechten uitsluitend om in de algemene vergadering van de vennootschap, waarin overwegende zeggenschap wordt verkregen, voor besluiten te stemmen (1) die specifiek in de overeenkomst zijn genoemd, (2) waarvan besluitvorming onder voorbehoud van gestanddoening van het bod geschiedt en (3) die rechtstreeks verband houden met het openbaar bod, of tegen besluiten te stemmen die erop zijn gericht het welslagen van een aangekondigd openbaar bod te dwarsbomen.

In de praktijk was het probleem met *irrevocable undertakings* waarin stemafspraken waren gemaakt dat er eventueel sprake kon zijn van 'handelen in onderling overleg'. De voorgestelde

regeling maakt nu expliciet mogelijk dat er *irrevocable undertakings* worden aangegaan zonder stemafspraken of met stemafspraken, mits die voldoen aan de voorwaarden genoemd onder 1, 2 en 3 hierboven. Indien er verdergaande stemafspraken zijn gemaakt, hangt het af van de feiten en omstandigheden of er sprake is van 'handelen in onderling overleg'.

Samenwerkingsverband

De laatste nieuwe vrijstelling ziet op de situatie dat partijen overwegende zeggenschap verkrijgen door toetreding tot een samenwerkingsverband van personen die in onderling overleg handelen (art. 2 lid 5 Ontwerp Vrijstellingsbesluit). De vrijstelling geldt ten eerste indien de tot het samenwerkingsverband behorende andere personen dan wel enkele van deze personen gezamenlijk in elk geval vanaf 28 oktober 2007 onafgebroken overwegende zeggenschap hebben en deze personen na de toetreding, alleen of tezamen, rechtstreeks of middellijk, een meerderheid van de door het samenwerkingsverband gehouden stemrechten kunnen uitoefenen. Ten tweede dienen de toetredende personen de wijze van uitoefening van het stemrecht, dat zij tezamen met de personen met wie zij in onderling overleg handelen kunnen uitoefenen, niet eenzijdig te kunnen bepalen. Ten derde mogen de toetredende personen niet het oogmerk hebben om de zeggenschap na toetreding zodanig uit te breiden dat zij wel eenzijdig de uitoefening van het stemrecht kunnen bepalen. De Minister geeft aan dat met 'samenwerkingsverband' slechts wordt beoogd een vormvrije wijze van onderling overleg aan te duiden en geen juridische vastlegging of institutionalisering van het begrip '*acting in concert*'.