

MR. P.E.B. CORTEN

Fusies van beursfondsen

Indien wordt overwogen om een aan Euronext Amsterdam genoteerde vennootschap over te nemen, zal de desbetreffende potentiële koper zich rekenschap dienen te geven van een aantal bijzondere regels die alsdan toepassing kunnen vinden. Anders dan bij 'private' vennootschappen het geval is, worden de aandelen in een beursgenoteerde vennootschap gehouden door het publiek, waarvan de leden grotendeels niet met naam en toenaam bekend zijn bij de potentiële koper. In het licht van het voorgaande is het voor een koper niet mogelijk om een overnamecontract te sluiten met de aandeelhouders van de desbetreffende beursgenoteerde vennootschap. De acquisitie van een beursgenoteerde doelvennootschap dient plaats te hebben door middel van de speciaal daartoe ingerichte procedure van de openbare bieding. Bij een openbaar bod wordt door de koper c.q. bieder door middel van een tot het brede publiek gerichte mededeling een aanbod gedaan tot het aangaan van een koop/verkoopovereenkomst met betrekking tot de door het publiek gehouden aandelen in de beursgenoteerde doelvennootschap. Op het proces van een openbaar bod zijn diverse regels van toepassing waarvan het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 (hierna: de Fusiecode) een van de belangrijkste is. Daarnaast valt te denken aan de Wet op de ondernemingsraden, het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam waaraan de betreffende beursvennootschap zich heeft verbonden en de Mededingingswet.

Motieven voor het uitbrengen van een bod

Voor het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen in een beursgenoteerde doelvennootschap kunnen verschillende motieven bestaan. De laatste tijd liggen met name motieven van fiscale aard ten grondslag aan het uitbrengen van een bod.

Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het openbaar bod dat begin 2000 is uitgebracht op de aandelen in Dordtsche Petroleum-Industrie Maat-

schappij N.V. Dordtsche was een beleggingsmaatschappij wiens enige activum bestond uit een pakket aandelen in het eveneens beursgenoteerde fonds Koninklijke Olie. Het voordeel van het houden van aandelen Dordtsche was, met name voor particuliere beleggers, dat het door Dordtsche uitgekeerde stockdividend onbelast was, terwijl zij bij een rechtstreekse belegging in Koninklijke Olie belasting zouden zijn verschuldigd over het door Koninklijke Olie uitgekeerde dividend in contanten. Voorafgaand aan de aankondiging van het nieuwe belastingstelsel in 1997 noteerde het aandeel Dordtsche dan ook met een premie ten opzichte van het aandeel Koninklijke Olie. Na aankondiging van de wijziging, die onder meer de invoering van de vermogensrendementsheffing inhield, werden de aandelen Dordtsche evenwel met een *discount* ten opzichte van de aandelen Koninklijke Olie genoteerd, welke opliep tot 20%. De oorzaak die hieraan ten grondslag lag was onder meer dat het voordeel van het onbelast ontvangen van het stockdividend zou verdwijnen.¹

Nadat de fiscus bereid bleek in te stemmen met een gunstige fiscale behandeling van een openbaar bod op Dordtsche, is inderdaad een bod uitgebracht waarbij de biedprijs bestond uit aandelen Koninklijke Olie. Voor elk aandeel Dordtsche, dat een intrinsieke waarde had van ruim 1 (onderliggend) aandeel Koninklijke Olie, werd circa 0,96 aandeel Koninklijke Olie betaald. De voordelen voor alle betrokkenen mogen duidelijk zijn: de bieder en de fiscus hebben het verschil in intrinsieke waarde (oftewel circa 0,04 aandeel Koninklijke Olie per onder het bod aangemeld aandeel Dordtsche, hetgeen bij een transactiewaarde van circa f 20 miljard aardig kan oplopen) onderling verdeeld en de aandeelhouders van Dordtsche waren onder meer verlost van een groot deel van de discount waarmee het aandeel Dordtsche noteerde.

Ook andere motieven kunnen een rol spelen bij het uitbrengen van een openbaar bod. Bij het bod van Stonehaven Holding B.V. op de certificaten

Fusies van beursfondsen

Koninklijke Ahrend N.V. en het plan om de beursnotering van deze certificaten te doen beëindigen spelen, blijkens het biedingsbericht, weer andere motieven een belangrijke rol. Het leidende motief was het bewaren van het zelfstandig voortbestaan van de betrokken doelvennootschap:

*'Stonehaven richt haar focus niet zozeer op de winst per aandeel op de korte termijn als wel op de lange termijn ontwikkeling van de onderneming en de daarmee gepaard gaande waardecreatie. Het is dan ook het voornemen van Stonehaven om de beursnotering van Ahrend te beëindigen zodat in alle rust – met een sterke en stabiele aandeelhouder – geconcentreerd gewerkt kan worden aan verdere uitbouw van de onderneming. De samenwerking tussen Stonehaven en Ahrend zal Ahrend in staat stellen haar zelfstandigheid, continuïteit en eigen identiteit te behouden. De betrokkenheid van Stonehaven zal onder meer daaruit bestaan dat zij bij Ahrend waar nodig en mogelijk de rol zal vervullen van “klankbord” voor het management met betrekking tot acquisities en strategische allianties. Stonehaven zal haar netwerk, deskundigheid en ervaring op het gebied van acquisities inzetten om de gestelde doelen te verwesenlijken.'*²

Ten slotte is voor kernaandeelhouders en het bestuur van de betrokken beursvennootschap een motief dat de aandelen van de vennootschap veelal structureel te laag gewaardeerd worden, zodat de voordelen van een notering niet meer opwegen tegen de nadelen daarvan (zoals met name de voortdurende verantwoordingsplicht jegens de publieke aandeelhouders).

De Fusiecode

Uitgangspunt van de Fusiecode is dat deze regels beogen te bewerkstelligen dat, door een gerichte en op de juiste tijdstippen te betrachten publiciteit, aan alle houders van de aandelen waarop een openbaar bod wordt gedaan een zo volledig en juist mogelijke informatie ter beschikking wordt gesteld omtrent het bod en dat alle aandeelhouders gelijke kansen krijgen om al dan niet op het bod in te gaan. Transparantie en informatieverschaffing zijn derhalve belangrijke elementen. Met deze elementen werd bij de inwerkingtreding van de Fusiecode in 1975 ook al onder meer beoogd om gebruik van voorwetenschap te voorkomen.

De Fusiecode vindt toepassing bij het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van een Nederlandse NV waarvan de aandelen in Nederland

zijn genoteerd of geregeld incourant worden verhandeld.³ De term 'geregeld incourant verhandeld' geeft wel eens aanleiding tot discussie. Volgens de Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER, de bevoegde autoriteit in dezen, is hiervan in elk geval sprake indien de aandelen jaarlijks ieder kwartaal enige malen zijn verhandeld. Denk daarbij bijvoorbeeld aan de via de incourante markt verhandelde fondsen. Het voorgaande heeft derhalve tot gevolg dat een partij die een openbaar bod wenst uit te brengen op één van deze fondsen zich evenzeer zal moeten conformeren aan de in de Fusiecode neergelegde biedingsregels.⁴

Ook wanneer een buitenlandse bieder een bod uitbrengt op een Nederlandse vennootschap met notering aan Euronext Amsterdam is de Fusiecode van toepassing. Vreemd genoeg valt een bod op een buitenlandse rechtspersoon, waarvan de aandelen in Nederland zijn genoteerd of geregeld in Nederland incourant worden verhandeld, niet onder de reikwijdte van hoofdstuk I van de Fusiecode; op dit moment verkrijgen de zich in de Nederlandse rechtsfeer bevindende beleggers, die via Euronext Amsterdam aandelen hebben verkregen in een buitenlandse rechtspersoon, op het gebied van de biedingsregels derhalve niet dezelfde bescherming die wel wordt gegeven indien het gaat om een openbaar bod op een naar Nederlands recht opgerichte doelvennootschap met notering aan Euronext Amsterdam. Deze omissie wordt bij de overgang van de Fusiegedragsregels naar de Wet toezicht effectenverkeer 1995 geheeld.⁵ In dat kader is er namelijk in voorzien dat de thans in hoofdstuk I van de Fusiecode neergelegde biedingsregels eveneens toepassing vinden indien het bod betrekking heeft op aandelen in het kapitaal van een buitenlandse rechtspersoon, mits de desbetreffende aandelen in Nederland zijn genoteerd of geregeld incourant worden verhandeld.

In de Fusiecode wordt een openbaar bod gedefinieerd als een tot het publiek gericht aanbod tot het aangaan van een koop/koopovereenkomst met betrekking tot de door het publiek gehouden aandelen in de doelvennootschap, waarbij ten minste de geboden prijs of ruilverhouding wordt vermeld.⁶ Dit betekent dat door de enkele aanvaarding van het bod door de betreffende aandeelhouders de overeenkomst tot stand komt. Het bod moet derhalve tot het brede publiek zijn gericht. De reguliere effectenhandel (zowel via de beurs als 'over-the-counter') valt derhalve niet onder de reikwijdte van hoofdstuk I van de Fusiecode, hetgeen betekent dat een partij in beginsel

vrijelijk via de beurs of onderhands pakketten aandelen in de betrokken beursvennootschap mag opkopen zonder in aanraking te komen met de vereisten van de Fusiecode. Vanzelfsprekend zal de opkopende partij zich wel rekenschap dienen te geven van overige regelgeving, zoals de regels aangaande gebruik van voorwetenschap en de publicatieplicht in geval van verkrijging (of verlies) van zeggenschap.⁷ Een potentiële bidder die in het traject voorafgaande aan het uitbrengen van een openbaar bod, of beter, voorafgaande aan de eerste besprekingen met de beoogde doelvennootschap, reeds een belang wenst op te bouwen, staat het vrij zulks te doen tot het moment waarop de potentiële bidder over voorwetenschap met betrekking tot de doelvennootschap komt te beschikken. De wetenschap van de potentiële bidder aangaande de eigen intentie om een openbaar bod uit te brengen, kwalificeert volgens de wetgever overigens niet als voorwetenschap. De wetgever⁸ beantwoordt de vraag of de overnemende vennootschap in de voorbereidingsfase (certificaten van) aandelen mag verwerven als volgt:

'Aan de toelaatbaarheid van het met oog op een overname opbouwen van een positie in aandelen van de over te nemen vennootschap wordt met dit wetsvoorstel niet getornd. De in sommige commentaren gedane suggestie dat het wetsvoorstel een belemmering voor overnames zou vormen is onjuist. Zij gaat uit van de veronderstelling dat de overnemende partij per definitie over voorwetenschap beschikt. Er van uitgaande dat de overnemende partij echter slechts kennis van een eigen voornemen (namelijk om een overname te plegen) draagt, is geen sprake van voorwetenschap in de zin van de wet [...]

Het door de overnemende partij verrichten van transacties met gebruik van niet-openbare informatie die bijvoorbeeld is verkregen uit een due diligence onderzoek is daarentegen niet toegestaan.'

Uit het bovenstaande volgt dat, zolang een potentiële bidder niet komt te beschikken over andere informatie dan de wetenschap over de eigen intentie om een bod uit te brengen of over informatie die reeds publiekelijk kenbaar is gemaakt, er geen sprake is van voorwetenschap en de potentiële bidder aandelen in de doelvennootschap mag blijven verwerven. Zodra de eerste gesprekken met vertegenwoordigers van de doelvennootschap een aanvang nemen, wordt de kans op het verkrijgen van voorwetenschap vrij wezenlijk en is voorzichtigheid geboden.⁹

De belangrijkste regels als neergelegd in de Fusiecode

De eerste mededeling

Indien een openbaar bod wordt voorbereid, bestaat voor de besturen van de bij het bod betrokken vennootschappen vooreerst de plicht om onverwijld een openbare mededeling te doen zodra zich omstandigheden voordoen die een openbare mededeling vergen ter bevordering van een gerechtvaardigde koersvorming. Als zodanige omstandigheden worden onder meer aangemerkt:¹⁰

- (I) Een zodanige stand van de besprekingen tussen de potentiële bidder en de beoogde doelvennootschap aangaande het beoogde bod, dat de verwachting gewettigd is dat terzake overeenstemming kan worden bereikt. In dat geval zullen de potentiële bidder en de doelvennootschap een bericht moeten uitvaardigen waarin ze, naast de namen van de potentiële bidder en de doelvennootschap, ook aangeven dat deze stand van besprekingen is bereikt. Op dit punt doet zich de strijd gevoelen tussen enerzijds de wens van partijen om een bindende overeenkomst te sluiten voordat de publiciteit wordt gezocht en anderzijds de onderhavige, uit de Fusiecode voortvloeiende verplichting om reeds voorafgaand aan die bindende overeenkomst publiek te gaan. De achterliggende gedachte van onderhavige regel volgt uit de hierboven weergegeven basisregel dat openbaarmaking van de stand van de besprekingen een gerechtvaardigde koersvorming van het aandeel van de doelvennootschap bevordert.

Daarnaast dienen bij deze stand van de besprekingen de betrokken vakbonden onverwijld op de hoogte te worden gebracht en voorts in de gelegenheid te worden gesteld om hun oordeel te geven over het bod vanuit het gezichtspunt van werknemersbelang.¹¹ Ook de ondernemingsraden van met name de bij de doelvennootschap betrokken ondernemingen moeten in de gelegenheid worden gesteld hun advies uit te brengen over het openbaar bod en de daarmee verband houdende overdracht van de zeggenschap van de onderneming.¹² Het is aan te bevelen om de vakbonden en de ondernemingsraden reeds voorafgaand aan de eerste publicatie omtrent het voorgenomen bod daarvan op de hoogte te stellen en het verdere proces langs vrij strikte lijnen uit te zetten en te bewaken. Vanzelfsprekend zullen voorafgaand aan publicatie

Fusies van beursfondsen

van het persbericht over het voorgenomen bod tevens de Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER¹³ en Euronext Amsterdam op de hoogte dienen te worden gesteld¹⁴ en is het voor een correcte verwerking van de informatie in de koers van het betrokken aandeel van belang het persbericht ofwel voorbeurs ofwel nabeurs uit te brengen.

(II) Een koersvorming of andere ontwikkelingen die erop kunnen wijzen dat reeds bekend is dat het voeren van besprekingen over een bod bekend is bij derden die van deze wetenschap gebruik zouden kunnen maken. Met name uit deze bepaling volgt dat de Fusiecode mede beoogt gebruik van voorwetenschap te voorkomen door het publiek op een gelijk informatieniveau te brengen als de bij het (potentiële) bod betrokken partijen. Daarnaast is er in dergelijke gevallen een gereede kans dat Euronext Amsterdam besluit tot opschorting van de handel in de aandelen van de doelvennootschap, zulks in afwachting van mogelijke berichtgeving.

(III) De definitieve vaststelling van de biedprijs of ruilverhouding, ofwel het bereiken van de definitieve overeenstemming over het uitbrengen van een bod. Alsdan zullen partijen hun namen, de vastgestelde prijs, de reeds vastgestelde voorwaarden en een indicatie over wanneer het biedingsbericht wordt uitgebracht kenbaar moeten maken. Veelal vallen deze mededeling en het uitbrengen van het biedingsbericht samen. Omdat het doen van een openbare mededeling, inzake ondermeer de biedprijs, zou kunnen worden beschouwd als het uitbrengen van het bod zelf waaraan de bieder kan worden gehouden terwijl nog niet eens alle voorwaarden kenbaar zijn gemaakt, laat men de publicatie van onderhavige mededeling veelal samenvallen met de verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht, waarin immers alle voorwaarden aangaande het bod zijn opgenomen. Indien een bieder van de definitieve vaststelling van de prijs en dergelijke toch separaat melding wenst te maken, doet hij er verstandig aan het voorbehoud te maken dat deze mededeling niet mag worden beschouwd als een openbaar bod.

(IV) Het besluit om een voorgenomen bod niet uit te brengen.

Vanaf het moment waarop een openbare mededeling over een openbaar bod wordt gedaan, moeten de besturen van de bieder en de doelvennootschap aan de Fusiecommissie opgave doen van de na dat moment verrichte eigen transacties in de aandelen van de doelvennootschap en van door derden verrichte transacties in aandelen van de doelvennootschap die bekend zijn bij de besturen van de potentiële bieder en de doelvennootschap. Tevens dienen onderlinge tussen bieder en doelvennootschap bestaande deelnemingen kenbaar te worden gemaakt aan de Fusiecommissie.¹⁵

Uitbrengen bod

Na de eerste mededelingen over een mogelijk bod moet de onzekerheid niet te lang voortduren. Daarom dient de bieder binnen 30 dagen na die eerste mededeling:¹⁶

- ofwel een bod uit te brengen;
- ofwel een besluit tot het niet-uitbrengen bekend te maken;
- ofwel een indicatie te geven van de termijn waarop een besluit ten aanzien van het bod verwacht kan worden. In dat geval kan de Fusiecommissie een termijn geven waarbinnen een besluit over het al dan niet uitbrengen van het bod moet worden bekendgemaakt.

Uitbrengen biedingsbericht

Veronderstellende dat inderdaad een mededeling wordt gepubliceerd dat een bod wordt uitgebracht, zal de bieder binnen 6 weken na het uitbrengen van dat bod een biedingsbericht verkrijgbaar moeten stellen.¹⁷ Zoals hierboven reeds vermeld werd, laat een bieder het uitbrengen van het bod en het verkrijgbaar stellen van het biedingsbericht veelal samenvallen, om de al eerder genoemde redenen dat hij niet aan een bod wenst te kunnen worden gehouden indien nog niet alle voorwaarden bekend zijn gemaakt.

Ten aanzien van de inhoud van het biedingsbericht hanteert de Fusiecode de grondregel dat door middel van het biedingsbericht aan de aandeelhouders voldoende informatie over het bod moet worden verstrekt, om hen aldus in de gelegenheid te stellen de merites van propositie af te wegen en terzake een beslissing te nemen. Daarnaast geeft de Fusiecode een niet-limitatieve opsomming van de informatie die in het biedingsbericht moet worden opgenomen, waaronder:¹⁸

Fusies van beursfondsen

- (I) de biedprijs of ruilverhouding;
- (II) een verklaring dat het bod zich uitstrekt tot alle uitstaande aandelen in de doelvennootschap van de soort waarop het bod betrekking heeft;
- (III) een verklaring dat aan alle houders van dezelfde soort aandelen hetzelfde bod wordt gedaan. Dit vereiste beoogt te waarborgen dat alle aandeelhouders van de doelvennootschap die zich in gelijke omstandigheden bevinden, gelijk worden behandeld. Het voorgaande heeft niet zonder meer tot gevolg dat pakketvergoedingen niet zouden zijn toegestaan. In beginsel zijn pakketvergoedingen (het betalen van een premie voor het verkrijgen van een materieel aandelenbelang) toegestaan, mits de bieder de reeds betaalde of toegezegde pakketvergoedingen vermeldt en toelicht in het biedingsbericht; indien de bieder echter pakketvergoedingen heeft betaald in de periode vanaf de eerste publieke mededeling aangaande het (voorgenomen) bod en deze pakketvergoeding de biedprijs onder het bod overstijgt, zal de bieder in geval van gestanddoening van het bod deze hogere prijs per aandeel ook moeten betalen aan alle overige aandeelhouders die hun stukken hebben aangemeld onder het bod.¹⁹ Vanaf de gestanddoening van het bod²⁰ is het de bieder gedurende een periode van drie jaar in het geheel niet meer toegestaan om aandelen te verwerven tegen gunstiger voorwaarden dan volgens het openbaar bod, tenzij de aandelen zijn verkregen in regelmatig beursverkeer, via de in artikel 2:92a BW gereguleerde uitkoopprocedure, met toestemming van de Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER, of in het geval dat een derde een hoger bod uitbrengt.²¹ Daarnaast staat vorenbedoeld verbod niet in de weg aan het tot stand brengen van een juridische fusie met de doelvennootschap;²²
- (IV) de voorwaarden van gestanddoening, zoals:
- het minimum aantal aangemelde aandelen waarvan bieder gestanddoening afhankelijk stelt;
 - de voorwaarde dat zich geen omstandigheden voordoen die de bieder ten tijde van het uitbrengen van het bod nog niet bekend waren;
 - de voorwaarde dat relevante vergunningen zijn verkregen. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan de vergunningplicht uit hoofde van de Mededingingswet. Indien de bieder en de doelvennootschap aan de in de Mededingingswet neergelegde omzetrempels voldoen zal de voor-
- genomen concentratie moeten worden aangemeld bij de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: de NMa). Vorenbedoelde meldingsfase belooft een periode van vier weken. Binnen deze vier weken dient de NMa een besluit te nemen of een vergunning is vereist; indien binnen bedoelde termijn niets van de NMa wordt vernomen, kan de concentratie tussen bieder en doelvennootschap zonder vergunning tot stand worden gebracht. In de eerste fase van een openbaar bod, waarin er door partijen nog niet een eerste publieke mededeling is gedaan over het voorgenomen bod, dienen betrokkenen zich er overigens van bewust te zijn dat de NMa een melding door partijen aan de NMa van het voorgenomen bod en de daaropvolgende (voorgenomen) concentratie zal publiceren in de Staatscourant en op de NMa-website. In deze fase is het derhalve aan te bevelen om te wachten met de melding aan de NMa totdat de ingevolge de Fusiecode en beursregelgeving verplichte publieke mededelingen zijn uitgevaardigd, zulks om te voorkomen dat het publiek reeds kennisneemt van het voorgenomen bod via de Staatscourant of de NMa website. De termijn tussen de eerste mededeling over het voorgenomen bod en het daadwerkelijk uitbrengen van het bod (en vaak: het biedingsbericht) kan worden gebruikt om de voorgenomen concentratie te melden bij de NMa. Indien de NMa besluit dat een vergunning is vereist, zullen de termijnen waarbinnen het bod en het biedingsbericht moeten worden uitgebracht, moeten worden afgestemd met de Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER;
- de voorwaarde dat de bieder geen potestatieve voorwaarden, oftewel voorwaarden die afhankelijk zijn van zijn eigen wil, mag stellen. Zo is de voorwaarde dat uit een door de bieder bij de doelvennootschap in te stellen due diligence onderzoek geen feiten of omstandigheden zullen blijken die naar het oordeel van de bieder intrekking van het bod rechtvaardigen, niet toegestaan;
- (V) motivering van de geboden biedprijs. Er moeten duidelijke gegevens worden verstrekt over de waardeberekening van de aandelen en de nadere overwegingen die voor de bieder de hoogte van het bod hebben bepaald;
- (VI) duur van de aanmeldingstermijn;

Fusies van beursfondsen

- (VII) de regeling van levering van de aangemelde aandelen en betaling van de biedprijs;
- (VIII) financiële gegevens van de doelvennootschap;
- (IX) eerdere aandelentransacties met insiders en anderen. Opgenomen moeten worden alle transactiegegevens met betrekking tot aandelen in de doelvennootschap die in de periode vanaf drie jaren voorafgaande aan het bod door de bieder of diens groepsmaatschappijen zijn verworven van bestuurders of commissarissen van de doelvennootschap of van derden. Indien in die periode een hogere prijs is betaald dan de biedprijs moet het verschil gemotiveerd worden;
- (X) eventueel door Euronext Amsterdam voor te schrijven gegevens.

- de Fusiecode kwalificeert als een vorm van zelfregulering, waarvan het kenmerk is dat uitsluitend die partijen welke zich vrijwillig aan de regels hebben verbonden binnen de reikwijdte van die regels vallen (denk aan de beursregels). Met name buitenlandse partijen zijn dus niet gebonden aan de Fusiecode;
- de controlebevoegdheden van de Fusiecommissie zijn beperkt;
- de mogelijkheid om bij de Fusiecode sancties op te leggen zijn beperkt, onder meer daar de Fusiecode geen wettelijke basis kent;
- een regeling van openbare biedingen zonder wettelijke basis zoals thans de Fusiecode, biedt onvoldoende processuele waarborgen en draagt evenmin bij aan rechtszekerheid.

De inkadering in de Wte 1995 heeft met name een aantal gevolgen voor de handhaving van de biedingsregels. De STE is bijvoorbeeld bevoegd om inlichtingen in te winnen bij de onder haar toezicht gestelden, waaronder dus ook de bidders, maar ook de betrokken banken en zelfs de doelvennootschap. Deze partijen zijn verplicht mee te werken en de STE kan bij weigering zich met behulp van de sterke arm toegang verschaffen tot de gewenste informatie.

De STE zal bij een overtreding van de biedingsregels, of een dreiging daartoe, een aanwijzing kunnen geven aan de bieder, de doelvennootschap of de onderscheidenlijke bestuurders en commissarissen van die partijen. Deze aanwijzing kan een gebod inhouden of een verbod. Daarnaast zullen belanghebbenden de STE ook kunnen verzoeken om een aanwijzing te geven, hetgeen tot allerlei problemen kan leiden die de praktijk thans niet gewoon is. Denk daarbij aan een aandeelhouder in de doelvennootschap of de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: de VEB) die de STE vraagt om de bieder en/of de doelvennootschap een aanwijzing te geven om additionele informatie te verstrekken. En wat nu indien de STE dat weigert? Dan heeft de VEB gezien het bestuursrechtelijke kader van de Wte 1995 het recht terzake beroep in te stellen bij het College van Beroep voor het Bedrijfsleven. Hoe gaat dat dan werken indien dat bijvoorbeeld gebeurt net voor het einde van de aanmeldingstermijn? Uit het bovenstaande volgt, dat een en ander wel eens zou kunnen leiden tot onwenselijke vertragingen die men thans niet gewend is onder de vigeur van de Fusiecode.²⁵

Ingevolge de Wte 1995 zal na de overgang van de biedingsregels ook een aantal stevige sancties kunnen

Aanmeldingstermijn en gestanddoening

De duur van de aanmeldingstermijn moet aan bepaalde vereisten voldoen.²³ Een verlenging van de aanmeldingstermijn is mogelijk, mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan, waarvan de belangrijkste is dat aandeelhouders die hun stukken reeds hebben aangemeld, de bevoegdheid dient te worden gegeven hun aangemelde stukken terug te nemen. Overigens is acceptatie na sluiting van de aanmeldingstermijn (maar voor gestanddoening) nog mogelijk, mits de bieder de betreffende wederpartij daarvan direct op de hoogte brengt.

Uiterlijk op de vijfde beursdag na het einde van de (eventueel verlengde) aanmeldingstermijn moet de bieder bekendmaken of hij het bod al dan niet gestand doet, dan wel dat er nog onzekerheid bestaat over de vervulling van de aan het bod verbonden voorwaarden. Vervolgens kan in geval van gestanddoening de levering van de aandelen en betaling van de biedprijs plaatshebben.

Overgang van de biedingsregels naar de Wet toezicht effectenverkeer 1995

Hierboven heb ik reeds kort aangegeven dat de biedingsregels zoals thans neergelegd in hoofdstuk I van de Fusiecode zullen worden ingebed in het wettelijk raamwerk van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: de Wte 1995), met als bevoegde toezichthouder de Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna: de STE). In de memorie van toelichting op het wetsvoorstel Wet openbare biedingen op effecten worden, samengevat, de navolgende redenen gegeven die aan deze overgang ten grondslag liggen:²⁴

Fusies van beursfondsen

worden opgelegd. De STE heeft de bestuursrechtelijke instrumenten van de boete en de dwangsom. De hoogte van de dwangsom is in beginsel ongelimiteerd (doch wordt wel 'geregeerd' door het proportionaliteitsbeginsel). De bestuurlijke boete kent een maximum van f 2 miljoen per overtreding. Daarnaast zal een overtreding van de nieuwe biedingsregels als een economisch delict kwalificeren hetgeen strafrechtelijke sancties tot gevolg kan hebben. Ten slotte kan een overtreding van de biedingsregels van de Wte 1995 ook diverse civielrechtelijke gevolgen hebben.²⁶

De materiële biedingsregels blijven overigens grotendeels hetzelfde. Denk daarbij aan de regels aangaande de publieke mededelingen, het biedingsbericht, de wijze van gestanddoening en dergelijke. Een verzwarende ten opzichte van de huidige Fusiecode is dat de bieder het biedingsbericht ten minste 10 dagen voor verkrijgbaarstelling aan de STE dient over te leggen,²⁷ opdat deze kan bezien of er naar haar oordeel nog nadere gegevens moeten worden opgenomen. Op vragen vanuit het parlement of dit ook betekent dat de STE het biedingsbericht zal goedkeuren (en daarmee verantwoordelijkheid aanvaardt) is door de minister zeer terughoudend geantwoord:²⁸

'Onverlet blijft dat de rol van de toezichthouder nooit een substituut kan zijn voor de eigen verantwoordelijkheid van de bij het openbaar bod betrokken partijen. De verantwoordelijkheid voor het nale-

ven van de transparantie- en procedurevoorschriften ligt bij de bij het bod betrokken partijen.'

Wel de lasten (de toezichthouder 'bemoeit' zich met de inhoud van het biedingsbericht) maar niet de lusten (medeverantwoordelijkheid van de toezichthouder) dus.

Ten slotte

Bij het proces van een openbaar bod komt een veelheid van verschillende regels samen. Het is van belang het juiste evenwicht te vinden tussen de belangen van de betrokken partijen, toepassing van de vigerende regels – en meer in het bijzonder de wensen van de desbetreffende bevoegde autoriteiten – en ervoor zorg te dragen dat al deze regels het proces van het bod niet in de weg staan. In de huidige praktijk valt met name goed te werken met de in de Fusiecode neergelegde biedingsregels en met de terzake bevoegde autoriteit, de Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER, die te allen tijde op zeer kundige en (tijds-)efficiënte wijze uitvoering geeft aan de biedingsregels. Nu de biedingsregels een wettelijk keurmerk krijgen door middel van inbedding in de Wte 1995 en de STE terzake als bevoegde toezichthouder zal worden aangesteld, zal de praktijk weer een nieuw evenwicht moeten zoeken.

Mr P.E.B. Corten is advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

Fusies van beursfondsen

- 1 Onder het per 1 januari 2001 vigerende belastingstelsel is een particuliere belegger bijvoorbeeld 30% inkomstenbelasting verschuldigd over het rendement op de door hem gehouden aandelen, waarbij niet het daadwerkelijke rendement van belang is, doch door de fiscus wordt gerekend met een forfaitair rendement van 4% op jaarbasis.
- 2 Zie p. 10 van het biedingsbericht betreffende het openbaar bod op alle uitstaande (certificaten) van gewone aandelen in Koninklijke Ahrend N.V. van 7 december 2000.
- 3 Zie artikel 1 lid 1 juncto artikel 2 lid 1 van de Fusiecode.
- 4 Een voorbeeld van een dergelijk openbaar bod is het bod dat op 25 april 2001 door Veen Uitgevers Beheer B.V. is uitgebracht op alle (certificaten) van gewone aandelen in het kapitaal van Bosch & Keuning N.V., welke certificaten op de door onder meer ABN AMRO Bank N.V. en Kempen & Co N.V. onderhouden Incourante Markt werden verhandeld.
- 5 Zie Wet van 22 maart 2001 tot opnemings in de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten, Stb. 2001, nr. 181. Deze wet voorziet erin dat de thans in hoofdstuk I van de Fusiecode opgenomen biedingsregels een wettelijke basis krijgen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995. Het is thans de verwachting dat vorenbedoelde wet in het najaar 2001 in werking zal treden.
- 6 Zie artikel 1 lid 1 Fusiecode; de door mij aangehaalde definitie betreft overigens de definitie van een '*vast bod*', zulks ter onderscheiding van een '*partieel bod*' (dat slechts mag resulteren in een door de bieder gehouden belang van maximaal 30% van de uitstaande aandelen) en een '*tenderbod*' (waarbij het gaat om een tot het publiek gerichte uitnodiging om aan de bieder aandelen in die doelvennootschap aan te bieden tegen een door de aandeelhouder zelf te noemen prijs althans tegenpresatie en hetgeen evenmin mag resulteren in een aandelenbezit van de bieder van meer dan 30% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap).
- 7 Zie de artikelen 46 t/m 46d Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996.
- 8 Kamerstukken 25 095, nr. 6, p. 3-4.
- 9 Zie over dit onderwerp I.A. Stratenus, 'Voorwetenschap en het openbaar bod', in: *V&O* mei 2000, p. 83-86.
- 10 Zie artikel 3 leden 1 en 2 van de Fusiecode.
- 11 Zie artikel 18 van de Fusiecode.
- 12 Zie artikel 25 leden 1a en 2 van de Wet op de ondernemingsraden.
- 13 Zie artikel 21 van de Fusiecode.
- 14 Denk daarbij met name aan artikel 28h van het Fondsenreglement dat de beursgenoteerde doelvennootschap verplicht om koersgevoelige informatie onverwijld publiek te maken.
- 15 Zie artikel 3 lid 3 van de Fusiecode.
- 16 Zie artikel 5 lid 1 van de Fusiecode.
- 17 Zie artikel 5 lid 4 van de Fusiecode.
- 18 Zie artikel 6 van de Fusiecode.
- 19 Zie artikel 11 lid 4 van de Fusiecode juncto artikel 3 lid 3 van de Fusiecode.
- 20 Zie artikel 12 van de Fusiecode. De tekst van deze bepaling is overigens niet duidelijk, omdat deze melding maakt van de periode van drie jaar na de publicatie van het biedingsbericht. Uit het Commentaar op de Fusiecode blijkt evenwel dat de Commissie voor Fusieaangelegenheden van oordeel is dat de datum waarop de in artikel 12 van de Fusiecode vervatte verbodstermijn van drie jaar een aanvangt neemt, de datum van gestanddoening is en niet de datum van verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht; zie Fusiegedragsregels 1975, Commentaar 12^e druk, p. 95.
- 21 Zie artikel 12 van de Fusiecode.
- 22 Fusiegedragsregels 1975, Commentaar 12^e druk, p. 96.
- 23 Zie artikel 7A van de Fusiecode.
- 24 Kamerstukken II 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 1-2.
- 25 Ten aanzien van de bestuurs(proces)rechtelijke aspecten die zijn verbonden aan de overgang van de biedingsregels naar de Wte 1995, verwijs ik naar de heldere bijdrage van G.P. Roth, 'De wet openbare biedingen op effecten en de ingrijpende gevolgen voor de praktijk; enige beschouwingen vanuit procedureel en procesueel oogpunt', in: *Ondernemingsrecht* 2001/5, p. 121-126.
- 26 Zie terzake Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 8-11.
- 27 Zie artikel 9v van het concept algemene maatregel van bestuur tot opnemings in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen d.d. 11 oktober 2000.
- 28 Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 6, p. 16.