

MR. P.E.B. CORTEN

Het openbaar bod en de biedingsregels

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 toepassing kunnen vinden. Anders dan bij private vennootschappen worden de aandelen in een beursgenoteerde vennootschap gehouden door het publiek en zijn de houders doorgaans niet met naam en toenaam bekend 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 vinden 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 (dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod) gedaan tot het aangaan van een koop-/verkoopovereenkomst met betrekking tot de door het publiek gehouden aandelen in de beursgenoteerde doelvennootschap.

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. Veelal liggen 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 Maatschappij N.V. (hierna: Dordtsche). Dordtsche was een beleggingsmaatschappij wier 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, die opliep tot 20%. De oorzaak hiervan 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 een bod uitgebracht waarbij de biedprijs bestond uit aandelen Koninklijke Olie. Voor elk aandeel Dordtsche, welk aandeel 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 € 9 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.²

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 voor een vergelijkbare casus het openbaar bod van Fortis Bank (Nederland) N.V. op alle uitstaande aandelen (en overige effecten) van N.V. Petroleum Maatschappij 'Moeara Enim' van 22 november 2001.

Ook bij het openbaar bod op Fortis Obligatie Groei Fonds N.V. door Financieringsmaatschappij COIN B.V. (een Fortis-vennootschap) speelden fiscale motieven een belangrijke rol. Fortis Obligatie Groei Fonds was een beleggingsmaatschappij waarvan het beleid was gericht op vermogensgroei. De gerealiseerde winst (rente-inkomsten en koerswinsten) werd, na aftrek van de verschuldigde vennootschapsbelasting, toegevoegd aan het vermogen van het fonds en niet uitgekeerd als dividend aan de aandeelhouders. Ook in dit geval was de invoering van de vermogensrendementsheffing er de oorzaak van dat het fonds voor veel beleggers niet meer aantrekkelijk was, zodat een openbaar bod opportuun werd.

Maar ook andere dan fiscale overwegingen kunnen aanleiding zijn om een openbaar bod uit te brengen en de betrokken vennootschap van de beurs te halen. Bij NV W.A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek had de bieder Linde Gas GmbH reeds voorafgaand aan de bieding een aanzienlijk meerderheidsbelang. Het biedingsbericht vermeldt over de motieven voor het openbare bod onder meer het volgende:³

'Linde Gas heeft de ambitie om haar reeds sterke ambitie van wereldwijd gassenleverancier, met een basis in Europa, verder te versterken. Uitbreiding van het 65,63% belang van Linde Gas in Hoek Loos past bij deze ambitie. Bovendien heeft Linde Gas haar activiteiten in de Benelux uitgebreid door de overname van AGA AG. Als gevolg van een beslissing van de Europese Commissie (EU Merger Task Force) moet Linde Gas echter bepaalde delen van AGA's Nederlandse cilindergassenbedrijf afstoten. Dit heeft de noodzaak tot integratie van de resterende activiteiten van AGA in de Benelux in Hoek Loos doen toenemen'.

Zo blijkt dat het door de mededingingsautoriteiten gedwongen afstoten van bepaalde bedrijfsonderdelen ertoe kan leiden dat de wenselijkheid ontstaat meer zeggenschap te verkrijgen over een beursgenoteerde dochtermaatschappij, zodat daarin de overblijvende activiteiten van een recent verworven vennootschap kunnen worden geïntegreerd.

Bij het 'vijandige bod' van Stonehaven Holding B.V. op de certificaten Koninklijke Ahrend N.V. en het plan om de beursnotering van deze certificaten te doen beëindigen, speelden 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 verwezenlijken'.*⁴

Ten slotte kan voor het bestuur (en eventueel de kernaandeelhouders) van de betrokken beursvennootschap een motief zijn dat de aandelen van de vennootschap structureel te laag gewaardeerd worden, zodat de voordelen van een notering niet meer opwegen tegen de nadelen daarvan, zoals de voortdurende verantwoordingsplicht jegens de publieke aandeelhouders en het gegeven dat een beursvennootschap te allen tijde kan worden verrast door een vijandelijk openbaar bod. Met name in het segment van de 'small caps' is in de achterliggende periode de performance ter beurze van de betrokken aandelen weinig positief, zelfs bij beursvennootschappen waarbij de resultaten in die periode verhoudingsgewijs substantieel zijn verbeterd.⁵ Als oorzaken worden gezien de geringe belangstelling vanuit de markt voor *small caps*. Daar komt bij dat ten aanzien van een *small cap* beursfonds, waarvan het kapitaal grotendeels in handen is van een aantal grootaandeelhouders, de verhandelbaarheid van het betrokken aandeel sowieso reeds vrij beperkt is. Een beursnotering brengt alsdan geen toegevoegde waarde meer en kan de onderneming zelfs hinderen in haar onderhandelingen met derden bij de realisering van haar groei-strategie, bijvoorbeeld bij beoogde samenwerkingen en acquisities. Voorts zal beëindiging van een beursnotering een besparing opleveren van de kosten die gemoeid zijn met de instandhouding van een beursnotering.

3 Zie p. 9 van het biedingsbericht betreffende het openbaar bod op alle uitstaande aandelen van NV W.A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek van 22 mei 2000.

4 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.

5 Zie bijvoorbeeld p. 13 van het biedingsbericht betreffende het openbaar bod op alle uitstaande (certificaten van) aandelen in Helvoet Holding N.V. d.d. 21 maart 2002.

Ofschoon in het algemeen een openbaar bod ook wel als een 'Public-to-Private' ofwel een PTP-transactie wordt aangeduid, voldoet in essentie uitsluitend een transactie waarbij het management van een beursfonds, al dan niet tezamen met *private equity* investeerders, een openbaar bod uitbrengt op de onderneming aan deze kwalificatie. Het management ziet geen toegevoegde waarde meer in de beursnotering en gaat over tot een *buy-out* om aldus tot een verbetering van het rendement op het eigen vermogen te komen, onder meer door middel van een fors toenemende financiële *leverage* en een betere beheersing van de operationele kosten. De hoge financiële leverage en de daarmee verbandhoudende hoge interest- en aflossingsverplichtingen leiden tot een focus op efficiencyverbetering en productiviteitstoename. Daarnaast is sprake van een aanzienlijke belastingverlaging door de financiële leverage. Ten slotte resulteert een PTP veelal in een aantal wezenlijke veranderingen in de structuur en strategie van het gewezen beursfonds.⁶

Op het proces van een openbaar bod zijn diverse regels van toepassing waarvan de belangrijkste zijn opgenomen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: de Wte). Daarnaast valt te denken aan de Wet op de ondernemingsraden, het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam waaraan de betreffende beursvennootschap zich heeft verbonden, de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen en de Mededingingswet.

Overgang van de biedingsregels naar de Wte

Tot september 2001 waren de regels die betrekking hebben op het openbaar bod opgenomen in hoofdstuk 1 van het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 (hierna: de Fusiecode). Vanaf september 2001 zijn de biedingsregels ingebed in het wettelijk raamwerk van de Wte met als bevoegde toezichthouder de Autoriteit Financiële Markten (hierna: de Autoriteit-FM). In de memorie van toelichting op de Wet openbare biedingen op effecten c.q. de artikelen 6a t/m 6c Wte worden, samengevat, de navolgende redenen gegeven voor deze overgang:⁷

- (i) de Fusiecode kwalificeerde 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. Met name buitenlandse partijen waren dus niet gebonden aan de Fusiecode;

- (ii) de controlebevoegdheden van de Fusiecommissie (de bevoegde autoriteit in de tijd dat de biedingsregels nog in de Fusiecode waren opgenomen) waren beperkt;
- (iii) de mogelijkheid om bij de Fusiecode sancties op te leggen, waren beperkt, onder meer daar de Fusiecode geen wettelijke basis kent;
- (iv) een regeling van openbare biedingen zonder wettelijke basis, zoals de Fusiecode, bood onvoldoende processuele waarborgen en droeg evenmin bij aan rechtszekerheid.

De inkadering in de Wte heeft met name gevolgen voor de handhaving van de biedingsregels. De Autoriteit-FM is hierdoor bijvoorbeeld bevoegd om inlichtingen in te winnen bij de bieder en de doelvennootschap en hun onderscheidenlijke bestuurders, maar ook bij de betrokken banken. Deze partijen zijn verplicht mee te werken en de Autoriteit-FM kan bij weigering zich met behulp van de sterke arm toegang verschaffen tot de gewenste informatie.

De Autoriteit-FM zal bij een overtreding van de biedingsregels, of een dreiging daartoe, een aanwijzing kunnen geven aan de bieder, de doelvennootschap of de bestuurders en commissarissen van die partijen. Deze aanwijzing kan een gebod inhouden ('neem extra informatie op in het biedingsbericht') of een verbod ('het bod mag niet of nog niet gestand worden gedaan'). Daarnaast zullen belanghebbenden de Autoriteit-FM kunnen verzoeken om een aanwijzing, hetgeen tot allerlei problemen kan leiden die de praktijk niet gewoon was. Denk daarbij aan de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: VEB) die de Autoriteit-FM vraagt om de bieder en/of de doelvennootschap een aanwijzing te geven om additionele informatie te verstrekken, en de Autoriteit-FM zou zulks weigeren. In een dergelijk geval heeft de VEB, gezien het bestuursrechtelijke kader van de Wte, het recht terzake beroep in te stellen bij het College van Beroep voor het Bedrijfsleven. Indien zulks zou geschieden juist vóór het einde van de aanmeldingstermijn, zou dit wel eens kunnen leiden tot onwenselijke vertragingen.

Op grond van de Wte kan door de Autoriteit-FM een bestuurlijke boete worden opgelegd indien de biedingsregels worden overtreden. De bestuurlijke boete kent een maximum van € 907.560 per overtreding. De Autoriteit-FM heeft voorts het bestuursrechtelijke instrument van de dwangsom. De hoogte van de dwangsom is in beginsel ongelimiteerd (maar wordt wel 'geregeerd' door het proportionaliteitsbe-

6 F. van der Wurff, 'Public-to-Private', in: *NIB Capital Blue Book*, p. 14.

7 TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, pp. 1-2.

ginsel). Daarnaast kwalificeert een overtreding van de biedingsregels als een economisch delict. Bij de overgang van de biedingsregels naar de Wte is voorts in het wettelijk kader vastgelegd dat het effecteninstellingen, zoals banken en commissaires, niet is toegestaan om medewerking te verlenen aan de uitvoering en afwikkeling van een openbaar bod, indien het bod in strijd met de regels van de Wte is uitgebracht.⁸ In de tijd dat de biedingsregels nog onderdeel uitmaakten van de Fusiecode, was vorenbedoeld verbod opgenomen in de regelgeving van Euronext Amsterdam.⁹ Met dit verbod heeft de wetgever beoogd het eenieder praktisch onmogelijk te maken om met betrekking tot een (Nederlandse) doelvennootschap een openbaar bod uit te brengen. Zonder de hulp van een bank die als hoofdverwisselkantoor optreedt, is het immers ondoenlijk om met succes een bod uit te brengen en de (centrale) aanmeldingen van aandelen te structureren. Het hoofdverwisselkantoor draagt er zorg voor dat alle betrokken banken bij wie de verschillende aandeelhouders in de doelvennootschap hun aandelen aanhouden, deze aandeelhouders benaderen en pro-actief helpen bij de aanmelding van hun stukken onder het bod. Zonder deze 'kanalen' is de slagingskans van een bod zeer beperkt. Daar komt bij dat de uiteindelijke levering van de onder het bod aangemelde aandelen evenzeer uitsluitend via de banken kan geschieden. Aandelen in Nederlandse beursfondsen zijn namelijk voor het overgrote deel opgenomen in het girale systeem van NECIGEF. De levering aan de bidder van in het girale systeem opgenomen aandelen dient plaats te vinden door middel van aantekening daarvan in de administratie van de betreffende banken (met betrekking tot de verzameldepots) respectievelijk het NECIGEF zelf (met betrekking tot het girodepot). Indien het de banken is verboden om medewerking te verlenen, kan er derhalve niet worden geleverd.

Overigens is de wetgever zich ervan bewust dat het verbod voor effecteninstellingen om medewerking te verlenen aan het effectueren van een openbaar bod niet in alle gevallen effectief is.¹⁰ In de eerste plaats stelt de wetgever dat de maatregel niet effectief is indien een bidder zijn bod niet uitbrengt of uiteindelijk niet gestand doet; in dit verband zou ook gesteld kunnen worden dat de maatregel in dat geval overbodig is geworden, juist omdat er geen bod

wordt uitgebracht of het bod niet gestand wordt gedaan. Daarnaast stelt de wetgever dat met name de beleggers die hun stukken al hebben aangemeld, mogelijk door de maatregel zullen worden gedupeerd, zodat er in het individuele geval door de Autoriteit-FM, dan wel het openbaar ministerie, een afwijking zal moeten worden gemaakt tussen de verschillende betrokken belangen. Voorts is de wetgever van mening dat de effectiviteit van de maatregel ook wordt aangetast doordat bij een notering in het buitenland ('double listing') de bidder er wél in zou kunnen slagen de aandelen van de doelvennootschap te verkrijgen met medewerking van buitenlandse effecteninstellingen. Deze stelling lijkt minder sterk. Immers, bij een *double listing* is het onvermijdelijk dat zich aandelen van het betrokken beursfonds in het Nederlandse girale systeem zullen bevinden. Hiervoor is reeds aangegeven dat het niet mogelijk is om zonder de medewerking van de betrokken Nederlandse banken dergelijke aandelen (uit) te leveren. Ook op de opmerking van de wetgever dat aandelen in beursfondsen in dat geval onderhands kunnen worden overgedragen, valt iets af te dingen. Het kan inderdaad zijn dat aandelen in beursfondsen buiten de beurs om 'over-the-counter' kunnen worden verkocht en geleverd, maar de praktijk wijst uit dat het merendeel van de particuliere beleggers hun aandelen houden door middel van het girale systeem, waardoor weer onvermijdelijk de medewerking van de betrokken banken is vereist, hetgeen nu juist niet is toegestaan.

Ten slotte kan een overtreding van de in de Wte neergelegde biedingsregels ook diverse civielrechtelijke gevolgen hebben.¹¹ Handelen in strijd met de in de Wte opgenomen biedingsregels kan onder meer een onrechtmatige daad opleveren. Gegeven het feit dat de biedingsregels c.q. de Wte beogen het adequate functioneren van de effectenmarkten te bevorderen en de beleggers te beschermen, zullen met name de aandeelhouders in het kapitaal van de doelvennootschap een vordering tot schadevergoeding op grond van onrechtmatige daad kunnen instellen. Voor de bidder en de doelvennootschap ligt dat misschien wat moeilijker, omdat beide vorenbedoelde doelstellingen van de Wte niet direct beogen de bidder en de doelvennootschap te beschermen.

8 Zie artikel 32a Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte). De tekst van dit artikel geeft geen duidelijkheid of de effecteninstellingen pro-actief, op eigen initiatief, moeten vaststellen dat de biedingsregels zijn overtreden om vervolgens hun medewerking aan het betreffende bod te staken, of dat zij zich passief kunnen opstellen en derhalve slechts dan hun medewerking hoeven te staken nadat zij een mededeling van de Autoriteit-FM hebben ontvangen dat de biedingsregels zijn overtreden.

9 Zie artikel 9.4 Reglement Toegelaten Instellingen Euronext Amsterdam N.V.

10 Zie TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 10.

11 Zie terzake TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 8-11.

Tevens rijst de vraag of een openbaar bod dat is uitgebracht in strijd met de biedingsregels op grond van artikel 3:40 BW nietig is dan wel kan worden vernietigd. Volgens de wetgever kwalificeren de biedingsregels weliswaar als dwingendrechtelijke wetsbepalingen, maar deze hebben uitdrukkelijk niet de strekking de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.¹³ De motivering die hieraan ten grondslag ligt, is helder: indien een openbaar bod na gestanddoening in of buiten rechte nietig zou kunnen worden verklaard, dan wel zou kunnen worden vernietigd, zou dat tot grote onzekerheid in de markt kunnen leiden. Hierdoor zou het effectieve functioneren van de effectenmarkten volgens de wetgever in gevaar worden gebracht, hetgeen één van de uitgangspunten is waarop de Wte is gebaseerd.¹⁴

De materiële biedingsregels zijn na de overheveling vanuit de Fusiecode overigens grotendeels hetzelfde gebleven (zie hierna onder het kopje 'De belangrijkste materiële regels als neergelegd in de Wte'). Een verzwaring ten opzichte van de Fusiecode is echter dat de bieder het biedingsbericht ten minste 10 beursdagen vóór publieke verkrijgbaarstelling aan de Autoriteit-FM dient over te leggen,¹⁵ opdat deze kan bezien of er naar haar oordeel nog nadere gegevens moeten worden opgenomen om de belegger in staat te stellen het bod op adequate wijze te beoordelen.¹⁶ Op vragen vanuit het parlement of dit ook betekent dat de Autoriteit-FM het biedingsbericht zal goedkeuren (en daarmee verantwoordelijkheid aanvaardt), is door de minister zeer terughoudend geantwoord:¹⁷

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

Niet geheel duidelijk is hoe de Autoriteit-FM de opname van nadere gegevens in het biedingsbericht kan eisen indien zij dat nodig acht, terwijl zij tezelfdertijd het biedingsbericht niet op haar inhoudelijke merites beoordeelt. Hier lijkt sprake van een moeizame spreadstand. In ieder geval zal de Autoriteit-FM er in verband met genoemde bevoegdheid,¹⁸ maar ook los daarvan, niet aan ontkomen om te toetsen of het biedingsbericht alle door het Bte vereiste gegevens bevat. Dit is ook met zoveel woorden in de wetsgeschiedenis vastgelegd.¹⁹ Het biedingsbericht kan eerst worden uitgebracht indien de Autoriteit-FM heeft aangegeven geen opmerkingen meer te hebben naar aanleiding van het aan haar toegezonden concept. De Autoriteit-FM is bereid dit op verzoek schriftelijk aan de bieder mede te delen.²⁰

Hoewel het systeem, als hiervoor beschreven, enkele ambivalente trekjes vertoont, kan toch gezegd worden dat voor de Autoriteit-FM een meer dan marginale rol is weggelegd bij de beoordeling van biedingsberichten. Per saldo is sprake van een goedkeuringsprocedure, met die kanttekening dat de schriftelijke verklaring waar dat uit blijkt alleen op verzoek wordt verstrekt.

De reikwijdte van de biedingsregels in de Wte

Biedingsregels ook van toepassing op buitenlandse doelvennootschap met notering in Nederland

Ten aanzien van de werkingsfeer van de Fusiecode was met name de volgende bepaling van belang:²¹

'de [...] gedragsregels dienen in acht te worden genomen indien door een n.v. een openbaar bod op aandelen in een n.v. wordt voorbereid of uitgebracht.'

12 Meer specifiek artikel 6a Wte en de daaruit voortvloeiende regels zoals opgenomen in het Bte.

13 Zie artikel 3:40 lid 3 BW.

14 Anders dan de in artikel 6a Wte neergelegde biedingsregels (zie voor een overzicht onder het kopje 'De belangrijkste materiële regels als neergelegd in de Wte') heeft het in artikel 6b Wte neergelegde verbod om in een periode van drie jaar na het uitbrengen van een openbaar bod aandelen van dezelfde soort als waar het bod betrekking op had, te verwerven tegen gunstiger voorwaarden, volgens de wetgever wel de strekking de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten, zodat een vordering tot vernietiging van rechtshandelingen die zijn verricht in strijd met artikel 6b Wte zou kunnen worden toegewezen.

15 Zie artikel 9v Bte.

16 Zie Nota naar aanleiding van het verslag, TK 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 11.

17 TK 1999-2000, 27 172, nr. 6, p. 16.

18 Zie de artikelen 9i onder v, 9k onder o en 9m onder p Bte.

19 Zie de memorie van toelichting, TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 8, eerste volledige alinea.

20 Zie Beleidsregel 01-02 van de Autoriteit-FM inzake het biedingsbericht als bedoeld in artikel 6a, lid 2 Wte, die te vinden is op <<http://www.autoriteit-fm.nl>>.

21 Zie artikel 2 lid 1 Fusiecode.

De in de Fusiecode gebruikte term ‘aandelen in een n.v.’ was dusdanig beperkt gedefinieerd dat deze term uitsluitend betrekking had op een openbaar bod op aandelen in een naar Nederlands recht opgerichte naamloze vennootschap. De Fusiecode vond derhalve geen toepassing in geval van een bod op een naar buitenlands recht opgerichte rechtspersoon waarvan de aandelen wél aan de Nederlandse effectenbeurs waren genoteerd. Dat was een wat vreemde situatie. Het gevolg was namelijk dat in geval van een openbaar bod op aandelen die in Nederland waren genoteerd, de zich in de Nederlandse rechtssfeer bevindende beleggers niet de bescherming verkregen die ingevolge de Fusiecode wél werd gegeven indien het een bod betrof op een naar Nederlands recht opgerichte vennootschap met notering in Amsterdam.

Deze omissie is geheeld in het kader van het overbrengen van de biedingsregels naar de Wte. Ingevolge de Wte vinden de biedingsregels thans ook toepassing in geval van een openbaar bod op een buitenlandse vennootschap waarvan de aandelen in Nederland zijn genoteerd of geregeld worden verhandeld.

In de Wte is bepaald dat uitsluitend indien het bod betrekking heeft op effecten die *in* Nederland zijn genoteerd of geregeld *in* Nederland worden verhandeld, de Nederlandse biedingsregels toepassing vinden.²² De Wte beoogt derhalve met name bescherming te bieden indien een bod wordt verricht in de Nederlandse rechtssfeer. De Autoriteit-FM heeft in een beleidsregel aangaande de werkingssfeer van de biedingsregels nader uitgewerkt in welke gevallen, naar haar oordeel, een openbaar bod gericht is op de Nederlandse effectenmarkt en de beleggers op die markt. Zulks is het geval indien een bod betrekking heeft op in Nederland genoteerde effecten. Ook vinden de biedingsregels toepassing indien een bod betrekking heeft op effecten die geregeld in Nederland worden verhandeld. In een dergelijk geval zijn de Nederlandse biedingsregels naar het oordeel van de Autoriteit-FM evenwel uitsluitend van toepassing indien:²³

- (i) het bod daadwerkelijk wordt uitgebracht in Nederland; of
- (ii) de effecten waarop het bod wordt uitgebracht effecten betreffen van ‘een statutair in Nederland gevestigde vennootschap’. Dat betekent dat, ook indien de bieder een bod op een doelvennootschap uitbrengt waarvan de aandelen weliswaar geregeld in Nederland worden ver-

handeld, maar het bod uitsluitend in het buitenland wordt uitgebracht, het bod toch wordt geacht te zijn gericht op de Nederlandse markt, indien de doelvennootschap een statutair in Nederland gevestigde onderneming is.

Ten aanzien van de vraag of het bod daadwerkelijk in Nederland wordt uitgebracht, hanteert de Autoriteit-FM een aantal indicatoren die met name een rol spelen als het bod via internet wordt uitgebracht.²⁴ Denk daarbij aan:

- het gebruik van de Nederlandse taal;
- informatieverschaffing over het Nederlandse fiscale regime;
- informatieverschaffing over Nederlandse wetten;
- adressering aan ingezetenen van Nederland.

Buiten besloten kring

Uit het vorenstaande blijkt dat de wetgever in de Wte een aantal onderwerpen ten aanzien van de reikwijdte van de biedingsregels op heldere wijze heeft opgelost. Helaas is deze lijn niet doorgetrokken ten aanzien van het in de Nederlandse effectenwereld inmiddels bekende begrip ‘besloten kring’.

Onder de Fusiecode werd een openbaar bod gedefinieerd als ‘een tot het publiek gericht bod op aandelen’.²⁵

In de definitie zoals die thans geldt in de Wte heeft het begrip ‘besloten kring’ een plek gekregen. De definitie van een openbaar bod luidt namelijk als volgt:²⁶

‘een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod [...] buiten besloten kring op effecten [...]’.

Hier heeft de wetgever mijns inziens de mogelijkheid laten liggen om tot een heldere definitie te komen. Het besloten-kringelement is al sinds de invoering daarvan in de Wte en de Wet toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Wtb) aanleiding geweest tot grote onduidelijkheid in de markt. Niemand heeft precies voor ogen hoe dit element moet worden geïnterpreteerd en tot op heden is ook de Autoriteit-FM niet met een eenduidige en alomvattende uitleg gekomen. Daar komt bij dat het begrip ‘besloten kring’ zich eigenlijk niet leent voor toepassing op het concept van het openbaar bod. Dat zien we als we het begrip iets nader uitwerken.

In het kader van de in de Wte en Wtb opgenomen bepalingen aangaande het aanbieden van effecten

22 Zie artikel 6a lid 1 Wte.

23 Zie de beleidsregel van de Autoriteit-FM inzake Werkingssfeer OBE, d.d. 4 september 2001, p. 3.

24 Zie de beleidsregel van de Autoriteit-FM inzake Werkingssfeer OBE, d.d. 4 september 2001, p. 4.

25 Zie artikel 1 lid 1 Fusiecode.

26 Zie artikel 1 lid 2(o) Wte.

spelen met betrekking tot het begrip ‘besloten kring’ drie criteria een doorslaggevende rol. Ingevolge artikel 3 lid 1 Wte is het bijvoorbeeld verboden om buiten een besloten kring effecten aan te bieden zonder dat een prospectus verkrijgbaar is gesteld. Van een aanbod van effecten binnen besloten kring is volgens de wetsgeschiedenis op de Wte²⁷ slechts sprake indien:

- (i) de groep van personen aan wie de effecten worden aangeboden beperkt van omvang is en nauwkeurig bepaald;
- (ii) er een zekere relatie bestaat (anders dan een uitsluitend financiële relatie) tussen de aanbieder en de groep personen aan wie wordt aangeboden. De gedachte is hierbij dat degenen aan wie de effecten worden aangeboden, zich uit hoofde van die relatie adequaat kunnen informeren en derhalve geen prospectus nodig hebben; en
- (iii) bij de aanbieding ook bekend is gemaakt dat deze is beperkt tot de zojuist aangehaalde groep van personen.

Indien wordt getracht deze elementen toe te passen op het proces van een openbaar bod, blijkt dat het besloten-kringconcept niet goed bruikbaar is voor openbare biedingen. Bij een openbaar bod gaat het merendeels om een genoteerde doelvennootschap waarvan de aandelen in handen zijn van een grote groep personen. De groep van personen tot wie het bod zich richt, is derhalve veelal juist niet beperkt van omvang en nauwkeurig bepaald. Ook zal er nimmer sprake zijn van een zekere relatie²⁸ tussen bieder en degenen tot wie het bod zich richt, zoals bij een aanbieding van effecten wel het geval kan zijn. Denk hierbij aan het aanbieden van effecten door een werkgever aan haar werknemers of door een vereniging aan haar leden. Bij een openbaar bod is zulks geenszins het geval. De bieder zal namelijk op het moment van het uitbrengen van het bod niet reeds een zekere relatie hebben met de aandeelhouders van de doelvennootschap, op grond waarvan de aandeelhouders redelijkerwijze op de hoogte kunnen zijn van de propositie.

De Raad van State had reeds geadviseerd om het gebruik van het begrip ‘besloten kring’ in de definitie van ‘openbaar bod’ in heroverweging te nemen.²⁹ Ook bij de behandeling van het wetsvoorstel over de biedingsregels in de Tweede Kamer is een amende-

ment ingediend om het begrip ‘besloten kring’ te schrappen. Helaas is dit amendement weer ingetrokken, nadat de minister van Financiën had toegezegd om samen met de Autoriteit-FM een notitie te zullen opstellen over het begrip ‘besloten kring’ in relatie tot de biedingsregels. Een dergelijke notitie is naar mijn weten tot op heden nog niet gepubliceerd. In dit kader rijst ook de vraag of door middel van een dergelijke notitie helderheid kan worden geboden. Eerlijk gezegd verwacht ik dat niet. Uit het vorenstaande blijkt reeds dat het begrip zich niet leent voor toepassing in het kader van een openbaar bod. Dit zou betekenen dat de Autoriteit-FM met een interpretatie zou moeten komen die wezenlijk zou moeten afwijken van datgene wat in de wetsgeschiedenis is opgenomen met betrekking tot het begrip ‘besloten kring’ in artikel 3 van de Wte (aanbieden van effecten) en dat zal de rechtszekerheid zeker niet bevorderen.

Veel beter zou zijn geweest indien de wetgever het begrip ‘besloten kring’ zou hebben geschrapt uit de definitie van het openbaar bod. Dan zou de definitie als volgt luiden:

‘een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod [...] op effecten [...]’.

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de wetgever heeft willen voorkomen dat onderhandse biedingen onder de reikwijdte van de Wte zouden komen.³⁰ Welnu, dat lijkt mij voldoende veiliggesteld indien de definitie bepaalt dat het moet gaan om een via een openbare mededeling gedaan aanbod. Het bod moet derhalve niet zijn beperkt tot één of meer personen, maar tot het publiek. In het kader van de Fusiecode zijn er naar ons bekend ook nooit interpretatiegeschillen geweest over de vraag wanneer een bod openbaar was of niet.

Effecten

Bij de definitie van een openbaar bod op effecten heeft de wetgever aangesloten bij de ruime definitie van ‘effecten’ zoals reeds opgenomen in de Wte. De beperking uit de Fusiecode dat het aandelen, certificaten en andere effecten waaraan (potentiële) stemrechten zijn verbonden, moest betreffen, is komen te vervallen bij de nieuwe definitie van een openbaar bod in de Wte. Deze definitie is derhalve ruimer dan onder de Fusiecode. In principe zou dientengevolge ook een bod op effecten waaraan geen stemrecht of

27 Zie MvT Wte, TK 1988-1989, 21 038, nr. 3, p. 7.

28 Zie voor een interpretatie van het element ‘zekere relatie’ onder meer de uitspraak van de Rechtbank Breda van 20 augustus 2002, *JOR* 2002/178, waarin de rechtbank het tot dan toe in dit verband door de Autoriteit-FM gehanteerde begrip ‘juridisch objectiveerbare relatie’ heeft opgerekt tot ‘een zodanige relatie’ dat degenen aan wie wordt aangeboden ‘daardoor van de bijzonderheden van de uitgever en van de aangeboden effecten redelijkerwijze op de hoogte konden zijn’.

29 Zie Advies RvS, TK 1999-2000, 27 172A, pp. 4-5.

30 Zie MvT, TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 13.

geen potentieel stemrecht is verbonden, onder de reikwijdte van de biedingsregels vallen (bijvoorbeeld niet-converteerbare obligaties). De wetgever heeft dat thans opgelost door in een ministeriële regeling een vrijstelling van de biedingsregels op te nemen voorzover het een bod betreft op effecten waaraan geen stemrecht of geen potentieel stemrecht is verbonden (met uitzondering van niet-royeerbare certificaten, die dus niet onder deze vrijstelling vallen).³¹ De wetgever kiest voor deze weg, omdat men niet bij voorbaat wilde uitsluiten dat biedingen die nog niet onder de reikwijdte van de Fusiecode vielen in de toekomst wel onder toezicht van de Autoriteit-FM gebracht zullen worden.

Inkoop

Inkoop van eigen aandelen viel niet onder de reikwijdte van de Fusiecode. De ruimere definitie van openbaar bod onder de Wte sluit de inkoop evenwel niet uit. Ook hier heeft de wetgever gekozen voor de ruimere wettelijke definitie en inkadering door middel van een ministeriële vrijstellingsregeling.³² Later zal worden bezien of deze vrijstelling moet worden gecontinueerd.

Voorwetenschap

Gegeven de in de Wte opgenomen definitie van een openbaar bod (te weten een door een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in artikel 6:217 lid 1 BW dan wel uitnodiging tot het doen van een aanbod) komt door de aanvaarding van het bod door de betreffende aandeelhouders en de daarop volgende gestanddoening van het bod door de bieder een koopovereenkomst tot stand tussen bieder en de aandeelhouders. Het bod moet tot het brede publiek zijn gericht. De reguliere effectenhandel (zowel via de beurs als *'over-the-counter'*) valt niet onder de reikwijdte van de in de Wte neergelegde biedingsregels, hetgeen betekent dat een partij in beginsel vrijelijk via de beurs of onderhands pakketten aandelen in de betrokken beursvennootschap mag kopen, zonder in aanraking te komen met de biedingsregels. Wel zal de opkoperende partij zich rekenschap dienen te geven van de regelgeving aangaande gebruik van voorwetenschap.

Met name de volgende twee bepalingen uit de Wte zijn van belang in het kader van een openbaar bod. Het 'misbruikverbod' van artikel 46 Wte en het 'tipverbod' van artikel 46a Wte.

Het verbod van handel met voorwetenschap ex artikel 46 Wte kan als volgt worden samengevat:

- het is eenieder verboden om in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in genoteerde effecten, terwijl over voorwetenschap wordt beschikt;
- onder 'voorwetenschap' wordt verstaan: bekendheid met een bijzonderheid:
 - (i) omtrent de betrokken genoteerde onderneming; of
 - (ii) omtrent de handel in effecten van deze onderneming, welke bijzonderheid niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking een invloed op de koers zou kunnen hebben.

Het tipverbod van artikel 46a Wte luidt, samengevat, als volgt: het is personen die beschikken over voorwetenschap verboden, deze voorwetenschap aan een derde mede te delen of een derde aan te bevelen transacties te verrichten of te bewerkstelligen in de betrokken effecten (uitzondering onder meer indien zulks geschiedt in de normale uitoefening van het werk, beroep of functie van de vorenbedoelde personen).

In relatie tot een openbaar bod kan een aantal vragen worden gesteld met betrekking tot voorwetenschap.

Mag een bieder in de 'voorfase' posities opbouwen?

Een potentiële bieder 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 bieder over voorwetenschap met betrekking tot de doelvennootschap komt te beschikken. De wetenschap van de potentiële bieder aangaande de eigen intentie om een openbaar bod uit te brengen, kwalificeert volgens de wetgever voor diezelfde potentiële bieder niet als voorwetenschap. De wetgever³³ beantwoordt de vraag of een potentiële bieder in de voorbereidingsfase (certificaten van) aandelen mag verwerven als volgt:

'Aan de toelaatbaarheid van het met het 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

31 Zie artikel 11a lid 1 Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995.

32 Zie artikel 11a lid 2 Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995.

33 TK 25 095, nr. 6, pp. 3-4.

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 vorenstaande 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 volgens de wetgever 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 echter vrij wezenlijk en is voorzichtigheid geboden. Bij het eventueel verrichten van een 'due diligence' onderzoek geldt dat in versterkte mate.

Is het tipverbod van toepassing?

Een potentiële bidder wenst veelal eveneens aftastende gesprekken te voeren met grootaandeelhouders van de doelvennootschap. Doel hiervan is te bezien of de betrokken grootaandeelhouders voelen voor een mogelijk bod, omdat zonder hun medewerking een bod is gedoemd te mislukken, eenvoudigweg omdat er dan niet voldoende aandelen zullen worden aangemeld. Het komt voor dat een potentiële bidder de betrokken grootaandeelhouders reeds in de fase voorafgaand aan de bekendmaking van een mogelijk bod wenst te binden om hun aandelen in de doelvennootschap aan te melden onder het bod indien dat wordt uitgebracht.

Uit het voorafgaande (onder het kopje 'Mag een bidder in de "voorfase" posities opbouwen?') volgt dat de 'eigen intentie' voor een (potentiële) bidder volgens de wetgever niet als voorwetenschap kwalificeert. Indien een (potentiële) bidder een gesprek aangaat met een grootaandeelhouder, rijst de vraag of het mededelen van de eigen intentie om een bod uit te brengen gelijk staat aan het mededelen van voorwetenschap, hetgeen tot gevolg zou hebben dat de bidder het tipverbod zou overtreden. De Autoriteit-FM stelt zich op het standpunt dat de eigen intentie van de bidder weliswaar niet als voorwetenschap kwalificeert, maar dat deze informatie voor de ontvanger

daarvan (in casu de grootaandeelhouder) wél als voorwetenschap kwalificeert, zodat het tipverbod inderdaad in beginsel op deze situatie toepasselijk zou zijn. Omdat ze het ongewenst acht dat het tipverbod op onderhavige casus toepassing vindt, past de Autoriteit-FM vervolgens een doelredenering toe en stelt ze dat een bidder bij het benaderen van grootaandeelhouders handelt in de normale uitoefening van haar werk, beroep of functie, zodat het tipverbod alsnog geen toepassing vindt (zie ook verder hierna).

Op deze door de Autoriteit-FM toegepaste interpretatie valt af te dingen dat het niet zuiver is om als uitgangspunt te nemen dat bepaalde informatie (in casu de eigen intentie) op het niveau van een bidder niet als voorwetenschap kwalificeert en tegelijkertijd te stellen dat deze bidder wel voorwetenschap doorgeeft indien hij diezelfde informatie aan een ander (in casu de grootaandeelhouder) doorgeeft. Wij zouden menen dat, indien bepaalde informatie geen voorwetenschap is, het ook geen voorwetenschap kan worden om de enkele reden dat het aan een ander wordt doorgegeven.

Ofschoon wij de redenering van de Autoriteit-FM niet geheel kunnen volgen, kunnen we ons zeer wel in de conclusie vinden dat het tipverbod niet van toepassing is op het polsen van een grootaandeelhouder. Hierbij baseren wij ons op de in de literatuur gesteunde gedachte dat de wetgever nimmer heeft gewild handelingen als de onderhavige strafbaar te stellen. De wetgever heeft namelijk gesteld dat de voorwetenschapswetgeving geen belemmering dient te vormen voor overnames. Deze gedachte is ook een logische, daar het te beschermen belang van onderhavige wetgeving met name ligt in het waarborgen van het vertrouwen van de beleggers in een goed functionerende effectenmarkt. Dit belang wordt niet geschaad doordat een potentiële bidder, voorafgaand aan de eerste bekendmaking van een mogelijk bod, grootaandeelhouders benadert, om deze te binden hun aandelen aan te melden onder het bod tegen dezelfde voorwaarden die aan alle andere aandeelhouders worden aangeboden.

Het op voorhand benaderen door een potentiële bidder van één of meer grootaandeelhouders van de doelvennootschap is bovendien min of meer dagelijkse praktijk bij beursovernames, waarbij – bij gebreke van duidelijke wetsteksten en jurisprudentie – noodzakelijkerwijs wordt aangehaakt bij de bedoeling van de wetgever. Eén van de doelstellingen van het tipverbod³⁴ lijkt toch te zijn het voorkomen dat

34 Overigens is het 'tippen' van derden als zelfstandig delict strafbaar gesteld, hetgeen betekent dat degenen die zijn voorwetenschap met derden deelt, strafbaar is, ook in het geval die derde geen transacties verricht en dus geen gebruik maakt van de verkregen voorwetenschap.

het misbruikverbod uit de Wte wordt omzeild door dat een derde wordt ingeschakeld om alsnog met gebruikmaking van de voorwetenschap het voordeel te behalen. Hiervan is geen sprake indien een potentiële bieder een grootaandeelhouder polst over een voorgenomen bod.

Inmiddels heeft de Autoriteit-FM een beleidsregel gepubliceerd,³⁵ waarin zij de marktvisie steunt dat het polsen van grootaandeelhouders mogelijk moet zijn en derhalve niet in strijd is met het tipverbod. De Autoriteit-FM is van oordeel dat het polsen van grootaandeelhouders zinvol is voor de bieder, maar ook voor de overige aandeelhouders. De bieder moet weten of zijn bod kans van slagen heeft en voor de overige aandeelhouders is het van belang te weten of één of meer grootaandeelhouders hun stukken onder het bod zullen aanmelden. Naast de conclusie van de Autoriteit-FM dat het polsen van grootaandeelhouders geheel aansluit bij de doelstellingen van de Wte (adequate functionering effectenmarkten en bescherming positie van de beleggers op die markten), komt zij tot het oordeel dat een potentiële bieder aldus handelt in het kader van de normale uitoefening van haar werk, beroep of functie. Volgens de Autoriteit-FM valt het polsen van grootaandeelhouders derhalve onder de wettelijke uitzondering van het tipverbod. Ook deze stelling van de Autoriteit-FM is niet geheel zuiver. Het lijkt namelijk wat vreemd om te stellen dat het uitbrengen van een openbaar bod en het in dat kader polsen van grootaandeelhouders onderdeel uitmaakt van het normale beroep of bedrijf van een bieder. Deze gedachte gaat uit van een soort van 'beroepsbieders'. Veelal is een bieder evenwel gewoon een onderneming die een acquisitie wenst te plegen en daarvoor min of meer toevallig een beursgenoteerde doelvennootschap heeft uitgekozen. De markt kan zich in elk geval gesteund voelen door de toezichthouder.

Overigens is daarmee nog niet gezegd dat het openbaar ministerie niet zelfstandig zou kunnen besluiten het polsen van grootaandeelhouders te vervolgen. De interpretatie van de Wte en dus ook van het tipverbod is namelijk uiteindelijk altijd voorbehouden aan een rechter en deze zou tot een ander oordeel kunnen komen.

Van belang is ten slotte dat de grootaandeelhouders in de periode voorafgaand aan openbaarmaking van het bod geen transacties mogen verrichten in de aandelen van de doelvennootschap. De Autoriteit-FM heeft in haar beleidsregel namelijk aangegeven prijs te stellen op een zogenoemde 'stand still'-verklaring. Daarbij is de motivering dat voorkomen moet worden dat de ontvangers van de voorwetenschap –

te weten de grootaandeelhouders – gebruikmaken van deze voorwetenschap, door transacties te verrichten in de desbetreffende aandelen. Om het risico te beperken dat de grootaandeelhouders ruchtbaarheid geven aan de intentie van de bieder om een bod uit te brengen (hetgeen weer een inbreuk zou zijn op het eerdergenoemde tipverbod), stelt de Autoriteit-FM het bovendien op prijs dat een geheimhoudingsverklaring wordt getekend door de grootaandeelhouders. Naar het oordeel van de Autoriteit-FM is het de verantwoordelijkheid van een potentiële bieder om de kring van personen die afweet van het mogelijke bod, zo klein mogelijk te houden.

Binden van grootaandeelhouders?

De derde vraag die in het kader van de voorwetenschapsregelgeving opkomt, is of in meergenoemde voorfase van het biedingsproces het sluiten van een koopovereenkomst tussen de potentiële bieder en de betrokken grootaandeelhouders kwalificeert als gebruik van voorwetenschap door de grootaandeelhouders.

Gesteld zou namelijk kunnen worden dat er sprake is van voorwetenschap bij de grootaandeelhouders, nu de grootaandeelhouders beschikken over de niet-openbare bijzonderheid, aangaande de doelvennootschap en de handel in de effecten van de beoogde doelvennootschap, dat er een potentiële bieder is die de intentie heeft om een bod uit te brengen op die effecten. Verdedigbaar is echter dat het tekenen van een overeenkomst door de grootaandeelhouders met de (potentiële) bieder niet een verboden gedraging is als hiervoor bedoeld. Wij zouden namelijk menen dat het tekenen van een dergelijke overeenkomst niet een effectentransactie is als bedoeld in de voorwetenschapsregelgeving. Waarom niet? Omdat partijen slechts een overeenkomst aangaan onder de opschortende voorwaarde van gestanddoening van het mogelijke bod. Op het moment van het ondertekenen van de overeenkomst is er derhalve nog geen verbintenis tot stand gekomen. Tot aan het moment van gestanddoening is de overeenkomst tussen bieder en de grootaandeelhouders nog niet van kracht en kwalificeert deze daarmee niet als een effectentransactie. Tegen de tijd dat het bod gestand wordt gedaan, is de voorwetenschap van de grootaandeelhouders aangaande de handel reeds ten volle openbaar gemaakt en kan derhalve de effectentransactie tussen bieder en grootaandeelhouder tot stand komen zonder dat er sprake is van gebruik van voorwetenschap.

De Autoriteit-FM komt in haar beleidsregel evenzeer tot de conclusie dat het mogelijk moet zijn om

35 Beleidsregel 03-01 van de Autoriteit-FM inzake Polsen van (potentiële)aandeelhouders.

grootaandeelhouders in de voorfase van het proces te verbinden tot het aanmelden van hun stukken onder het bod. De motivering ter zake van de Autoriteit-FM is wederom opvallend. De Autoriteit-FM stelt namelijk dat, indien een grootaandeelhouder zich jegens een bieder in deze eerste fase al dan niet onder voorwaarden verbindt om zijn aandelen aan te melden onder het bod, zulks kwalificeert als een onherroepelijk aanbod van de grootaandeelhouder en daarmee als een effectentransactie zoals bedoeld in het misbruikverbod. Desondanks acht de Autoriteit-FM dit handelen geoorloofd, omdat het naar haar oordeel bijdraagt aan een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers daarop, oftewel omdat dit handelen bijdraagt aan de doelstellingen van de Wte.

De belangrijkste materiële regels als neergelegd in de Wte

Om enig inzicht te geven in de betrokken Wte-regels aangaande het proces van openbaar bod, volgt hieronder een kort overzicht van de materiële regels die van toepassing zijn op vorenbedoeld proces.

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:³⁶

- (i) een zodanige stand van de besprekingen tussen de potentiële bieder 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 bieder en de doelvennootschap een bericht moeten uitvaardigen waarin ze, naast de namen van de potentiële bieder 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 de potentiële bieder en de doelvennootschap om een bindende overeenkomst te sluiten voordat de publiciteit wordt gezocht en anderzijds de onderhavige uit het Bte voortvloeiende verplichting om reeds voorafgaande aan die bindende overeen-

komst publiek te gaan. De achterliggende gedachte van onderhavige regel volgt uit de hiervoor 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.³⁷ 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 daarmee verband houdende overdracht van de zeggenschap van de onderneming.³⁸ Het is aan te bevelen het verdere proces langs vrij strikte lijnen uit te zetten en te bewaken. Vanzelfsprekend zullen voorafgaand aan publicatie van het persbericht over het voorgenomen bod tevens de Autoriteit-FM³⁹ en Euronext Amsterdam op de hoogte dienen te worden gesteld⁴⁰ 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 biedingsregels mede beogen gebruik van voorwetenschap te voorkomen door het publiek op een gelijk informatie-niveau te brengen. 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 berichtgeving;
- (iii) de definitieve vaststelling van de biedprijs of ruilverhouding. Alsdan zullen partijen hun namen, de vastgestelde prijs, de reeds vastgestelde voorwaarden en een indicatie over wanneer het biedingsbericht wordt uitgebracht kenbaar moeten maken. Omdat het doen van een openbare mededeling inzake onder meer de biedprijs zou kunnen worden beschouwd als het uitbrengen van het bod zelf waaraan de bieder kan worden gehouden terwijl nog niet eens

36 Zie artikel 9b leden 2 en 3 Bte.

37 Zie artikel 3 SER-besluit Fusiegedragsregels 2000.

38 Zie artikel 25 lid 1a en lid 2 van de Wet op de ondernemingsraden.

39 Zie artikel 9v Bte.

40 Denk daarbij met name aan artikel 28h van het Fondsenreglement dat de beursgenoteerde doelvennootschap verplicht om koersgevoelige informatie onverwijld publiek te maken.

alle voorwaarden zijn kenbaar gemaakt, laat men de publicatie van onderhavige mededeling veelal samenvallen met de verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht (waarmee het bod wordt uitgebracht), 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 ze 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 Autoriteit-FM 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 Autoriteit-FM.⁴¹

Uitbrengen bod

Na de eerste mededelingen over een mogelijk bod mag de onzekerheid niet te lang voortduren. Daarom dient de bieder binnen 30 dagen na die eerste mededeling:⁴²

- 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 Autoriteit-FM een termijn geven waarbinnen een besluit over het al dan niet uitbrengen van het bod moet worden bekendgemaakt.

Uitbrengen biedingsbericht tevens bod

Verondersteld dat inderdaad een mededeling wordt gepubliceerd dat een bod wordt uitgebracht, dan zal de bieder binnen 6 weken daarna het bod dienen uit te brengen en het biedingsbericht ver-

krijgbaar moeten stellen.⁴³ Anders dan in de Fusiecode het geval was en waarbij de mogelijkheid bestond om een openbaar bod uit te brengen zonder dat een biedingsbericht verkrijgbaar was, wordt in het Bte verondersteld dat een openbaar bod wordt uitgebracht door middel van het biedingsbericht. Dit heeft het grote voordeel dat een bieder niet aan een openbaar bod kan worden gehouden terwijl daarvan nog niet alle voorwaarden bekend zijn gemaakt.

Ten aanzien van de inhoud van het biedingsbericht hanteert het Bte 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 in te schatten, af te wegen en terzake een beslissing te nemen. Daarnaast geeft het Bte een niet-limitatieve opsomming van de informatie die in het biedingsbericht moet worden opgenomen, waaronder de volgende:⁴⁴

- de biedprijs of ruilverhouding. Een verklaring dat het bod zich uitstrekt tot alle uitstaande aandelen in de doelvennootschap van de soort waarop het bod betrekking heeft;
- 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.⁴⁵ Vanaf de gestanddoening van het bod⁴⁶ is het de bieder gedurende

41 Zie artikel 9b lid 3 Bte.

42 Zie artikel 9g lid 1 Bte.

43 Zie artikel 9g lid 3 Bte.

44 Zie artikel 9i Bte.

45 Zie artikel 9h lid 5 Bte juncto artikel 9b lid 3 Bte.

46 Zie artikel 6b Wte. 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 aangaande artikel 12 van de Fusiecode (oud), de evenknie van het huidige artikel 6c Wte, 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 12e druk*, p. 95. De wetsgeschiedenis op de Wte blijft hier overigens onduidelijk over.

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 wettelijk gereguleerde uitkoopprocedure, met toestemming van de Autoriteit-FM, of ingeval een derde een hoger bod uitbrengt.⁴⁷ Daarnaast staat vorenbedoeld verbod niet in de weg aan het tot stand brengen van een juridische fusie met de doelvennootschap;⁴⁸

- de voorwaarden van gestanddoening, zoals het minimumaantal aangemelde aandelen waarvan de 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 voorgenomen concentratie moeten worden aangemeld bij de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: de NMa). Vorenbedoelde meldingsfase belooft een periode van 4 weken. Binnen deze 4 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 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 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 Autoriteit-FM;

- de bieder mag geen potestatieve voorwaarden stellen, oftewel voorwaarden die afhankelijk zijn van zijn eigen wil. Zo is de bij een 'gewone' private overname standaard gehanteerde 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;
- 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;
- duur van de aanmeldingstermijn;
- de regeling van levering van de aangemelde aandelen en betaling van de biedprijs;
- financiële gegevens van de doelvennootschap;
- 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;
- eventueel nadere door de Autoriteit-FM voor te schrijven gegevens.

Aanmeldingstermijn en gestanddoening

Aan de duur van de aanmeldingstermijn zijn bepaalde vereisten gesteld.⁴⁹ 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 van aandelen die na sluiting van de aanmeldingstermijn (maar vóór gestanddoening) worden aangemeld 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

47 Zie artikel 11a lid 3 van de Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995.

48 *Fusiegedragsregels 1975, Commentaar 12e druk*, p. 96.

49 Zie artikel 9o Bte.

over de vervulling van de aan het bod verbonden voorwaarden. Vervolgens kan in geval van gestanddoening van het bod de levering van de aandelen en betaling van de biedprijs plaatsvinden.

Kosten

In de tijd dat de biedingregels nog onderdeel uitmaakten van de Fusiecode waren aan het toezicht terzake door de SER-fusiecommissie geen kosten verbonden voor de bieder en/of de doelvennootschap. Als gevolg van de overgang van de biedingsregels naar de Wte, is hierin verandering gekomen. Door de Autoriteit-FM kan een heffing worden opgelegd aan bieders. Om het mogelijk te maken dat de Autoriteit-FM aldus de kosten voor het toezicht op het biedingsproces in rekening kan brengen, is de Regeling toezichtskosten Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: de Regeling) gewijzigd. Uit de Regeling volgt dat de Autoriteit-FM kosten voor het toezicht op openbare biedingen in rekening kan brengen aan bieders⁵⁰ en aanvragers van een ontheffing.⁵¹ In dit kader kunnen onder meer de volgende heffingsmomenten worden onderscheiden:

- er wordt € 1.965 in rekening gebracht voor het aanvragen van een ontheffing als bedoeld in artikel 6a lid 5 Wte (aanvragen specifieke ontheffing van één of meer voorschriften)⁵² en € 3.925 voor een ontheffing als bedoeld in 6c van de Wte (aanvragen algehele ontheffing van de biedingsregels),⁵³
- er wordt € 3.925 in rekening gebracht na het uitbrengen van de eerste openbare mededeling aangaande een openbaar bod als bedoeld in artikel 9b lid 2 (a of b) Bte;⁵⁴
- er wordt € 19.630 in rekening gebracht op het moment dat de bieder een biedingsbericht aan de

Autoriteit-FM toezendt ingevolge artikel 9v Bte;⁵⁵ en

- een bedrag gelijk aan 0,0033% van de totale biedprijs die een bieder betaalt voor het aantal onder het bod aangemelde en verkregen aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap wordt in rekening gebracht na gestanddoening van het bod, met dien verstande dat geen hoger bedrag in rekening wordt gebracht dan € 270.000.⁵⁶ In geval van een (geheel of gedeeltelijk) ruilbod, waarbij de biedprijs wordt betaald in de vorm van aandelen in het kapitaal van de bieder, wordt het vorenbedoelde bedrag berekend naar de koers van de effecten van de bieder op het moment van gestanddoening.

In het licht van het vorenstaande betekent de overgang van het toezicht naar de Autoriteit-FM met name voor een bieder een forse toename van de kosten die verband houden met het uitbrengen van een openbaar bod.

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 – 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.

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

49 Zie artikel 9o Bte.

50 Zie artikel 4 lid 4 van de Regeling.

51 Heffingen kunnen met name worden opgelegd aan de aanvragers van een ontheffing als bedoeld in de artikelen 6a lid 5 Wte (aanvragen specifieke ontheffing van één of meer voorschriften) en als bedoeld in 6c van de Wte (aanvragen algehele ontheffing van de biedingsregels); zie artikel 3 onder a en van de Regeling.

52 Zie artikel 4 lid 1 Regeling juncto artikel 2 onder c Vaststellingsregeling bedragen Regeling toezichtskosten Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Vaststellingsregeling).

53 Zie artikel 4 lid 1 Regeling juncto artikel 2 onder e Vaststellingsregeling.

54 Zie artikel 4 lid 4(a) Regeling juncto artikel 5 lid 1 Vaststellingsregeling.

55 Zie artikel 4 lid 4(b) Regeling juncto artikel 5 lid 2 Vaststellingsregeling.

56 Zie artikel 4 lid 4(c) Regeling juncto artikel 5 lid 3 Vaststellingsregeling.