

Certain funds: een onzekerheid in de nieuwe biedingsregels

Inleiding

Op 28 oktober 2007 zijn de Wet tot uitvoering van de overnamerichtlijn¹ en het Besluit openbare biedingen Wft² (hierna: Bob) in werking getreden. Met deze wet- en regelgeving is de Dertiende Richtlijn³ na enige vertraging in Nederland geïmplementeerd. Een van de wijzigingen ten opzichte van de oude biedingsregels is de introductie van de *certain funds*-regel.⁴ Dit vereiste houdt, kort gezegd, in dat eenieder ervoor zorg moet dragen dat hij uiterlijk op het tijdstip van indiening van het verzoek tot goedkeuring van het biedingsbericht over *certain funds* beschikt. Dit wil zeggen dat de bieder de biedprijs in geld moet kunnen opbrengen ofwel alle redelijke maatregelen moet hebben getroffen om een andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken. Daarnaast moet een bieder in een openbare mededeling onderbouwd aangeven op welke wijze hij denkt het openbaar bod te kunnen financieren.

Op een aantal punten bestaat nog onduidelijkheid over de uitwerking van de *certain funds*-regel. Zo is niet duidelijk in welke omstandigheden een bieder geacht wordt over de vereiste *certain funds* te beschikken. Vooral indien een openbaar bod in contanten met vreemd vermogen wordt gefinancierd, brengt de *certain funds*-regel veel onzekerheid mee over de inhoud van de verplichting.⁵ Verder is onduidelijk aan welke eisen de openbare mededeling over de financiering van het bod moet voldoen. Het Bob noch de nota van toelichting bij het Bob Wft (hierna: Nota van Toelichting)⁶ geeft op deze punten uitsluit. In dit artikel staan bovengenoemde onduidelijkheden centraal.

-
1. Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Stb. 2007, 202).
 2. Besluit van 12 september 2007, houdende implementatie van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEU L142) en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (Stb. 2007, 329).
 3. Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEU L142) (hierna: Overnamerichtlijn).
 4. Voor een bespreking van de nieuwe biedingsregels zie o.a.: M. van Olffen, Implementatie 13e Richtlijn, WPNR (2008) 6743, p. 150-158; M.C. Schouten, Inwerkingtreding nieuwe regels betreffende het openbaar bod op effecten, Bb 2008, p. 69-75; Z. Tali, Nieuwe regels voor openbare biedingen: het Besluit openbare biedingen Wft, Ondernemingsrecht 2008, p. 58-65; H. Uittien, Het Besluit openbare biedingen Wft nader toegelicht, TOP 2007, p. 322-330; R.P. ten Have, Herziening van de biedingsregels, Ondernemingsrecht 2006, p. 221-224.
 5. R.P. ten Have (Freshfields Bruckhaus Deringer), Consultatiedocument Voorontwerp Besluit Openbare Biedingen, p. 3 (beschikbaar via: www.minfin.nl).
 6. NvT (Stb. 2007, 329).

De *certain funds*-regel

De *certain funds*-regel, die is neergelegd in artikel 7 lid 4 en 5 Bob, is tweeledig. In de eerste plaats houdt het een verplichting in voor bidders om over *certain funds* te beschikken (hierna: het *certain funds*-vereiste). In de tweede plaats omvat het een verplichting voor bidders om een onderbouwde openbare mededeling te doen over de financiering van het bod (hierna: de *certain funds*-mededeling). De ratio van de *certain funds*-regel is het verschaffen van zekerheid aan de aandeelhouders van de doelvennootschap dat de bieder in staat is de biedprijs te voldoen. Zij moeten immers beoordelen hoe reëel het aangekondigde bod is.⁷ Daarnaast wordt als ratio ook het tegengaan van spookbiedingen genoemd.⁸

Verplichting om over *certain funds* te beschikken

Op grond van artikel 7 lid 4 Bob dient een bieder ervoor zorg te dragen dat:

‘(...) hij een vergoeding in geld kan opbrengen of alle redelijke maatregelen heeft getroffen om enige andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken om zijn bod gestand te kunnen doen’.

Deze bepaling strekt tot implementatie van artikel 3 lid 1 (e) Overnamerichtlijn.

Op welk moment dient de bieder over *certain funds* te kunnen beschikken? In de consultatiefase van het ontwerp-Bob zijn veel reacties gekomen over het moment waarop *certain funds* aanwezig moeten zijn. Onder meer is aangevoerd dat de bieder pas over *certain funds* zou hoeven te beschikken op het moment dat hij zijn bod daadwerkelijk uitbrengt, namelijk op het moment van het algemeen verkrijgbaar stellen van het goedgekeurde biedingsbericht.⁹ Pas op dat moment is de bieder effectief gebonden om zijn bod gestand te doen,¹⁰ en vindt de feitelijke beoordeling van het bod door beleggers plaats. Anderen hebben juist aangevoerd dat op een veel eerder moment aan het *certain funds*-vereiste voldaan zou moeten zijn, namelijk op het moment waarop het bod wordt aangekondigd in de zin van artikel 5 Bob. Door het zo vroeg mogelijk wegnemen van de onze-

-
7. NvT, p. 40.
 8. H.A. Sijnja, De nieuwe biedingsregels met betrekking tot het openbaar bod, Onderneming & Financiering 2006, p. 42; V.P.G. de Serière, Certainty of Funds, in: G. van Solinge, H. Beckman & F.J.P. van den Ingh, De financiering van de onderneming, Deventer: Kluwer 2006, p. 102-103.
 9. B. Siemers (Simmons & Simmons), Reactie Voorontwerp Besluit Openbare Biedingen, 2006, p. 2 (beschikbaar via: www.minfin.nl).
 10. De Serière 2006, p. 104.

kerheid in de markt over de financiering van het bod zou het ontstaan van 'oneigenlijke markten in effecten van de doelvennootschap' kunnen worden voorkomen.¹¹

In het Bob is ervoor gekozen om te vereisen dat de *certain funds* aanwezig zijn op het moment van indiening van de goedkeuringsaanvraag voor het biedingsbericht. Dit is, volgens de Nota van Toelichting, een eerder tijdstip dan voorgeschreven in de Overnamerichtlijn.¹² Artikel 3 lid 1 (e) Overnamerichtlijn schrijft voor dat de *certain funds* aanwezig zijn op het moment van 'aankondiging' van het openbaar bod. Het 'aankondigen' als bedoeld in artikel 3 lid 1 (e) Overnamerichtlijn komt als zodanig echter niet in de Nederlandse biedingsregels voor. Omdat volgens de Nota van Toelichting de termen 'aankondigen', 'openbaar maken' en 'uitbrengen van het bod' in de Overnamerichtlijn niet consequent worden toegepast, is bij implementatie in de wet en het Bob gekozen voor het gebruik van een tweetal begrippen, namelijk 'het aankondigen van een bod' en 'het uitbrengen van het bod'. Het 'aankondigen' als bedoeld in artikel 3 lid 1 (e) Overnamerichtlijn moet volgens de wetgever worden begrepen als 'de mededeling dat een openbaar bod zal worden uitgebracht', waarop 'het (uitbrengen van het) bod dan kort daarna [volgt]'.¹³

Het vereisen van de *certain funds* op het moment van de goedkeuringsaanvraag leidt volgens de wetgever tot meer (rechts)zekerheid voor aandeelhouders, zonder dat dit voor bieders extra eisen meebrengt. Op het moment van de goedkeuringsaanvraag zal – aldus de Nota van Toelichting – de financiering van het bod doorgaans rond zijn en bovendien moet de bidder in het biedingsbericht ook een passage over de financiering opnemen (art. 8 jo. Bijlage A, par. 1 sub (6) Bob).¹⁴ Dit is, mede gezien de discussie in de consultatiefase, een wat wonderlijke motivering.

Wat betreft het *certain funds*-vereiste kan een onderscheid worden gemaakt tussen openbare biedingen in contanten (*cash offers*) en openbare biedingen waarbij de biedprijzen (mede) in effecten luidt (*share exchange offers* of *cash alternatives*). Het Bob en de Nota van Toelichting laten ten aanzien van *cash offers* in het midden hoe aan het *certain funds*-vereiste moet worden voldaan. Uit de Nota van Toelichting blijkt slechts dat de wetgever overwogen heeft om de bidder een bankverklaring te laten overleggen, maar dat hiervan is afgezien, omdat dit als een te zware last voor de bidder werd beschouwd.¹⁵ Dit is overigens anders in de meeste andere Europese landen.¹⁶ Het is dus niet duidelijk onder

welke omstandigheden een bidder geacht moet worden over *certain funds* te beschikken, indien hij zijn bod met vreemd vermogen financiert. Op deze onduidelijkheid kom ik in de volgende paragraaf terug.

Voor de situatie dat een bidder zijn bod met de uitgifte van aandelen of een ruilbod wil financieren, wordt het *certain funds*-vereiste wel enigszins door de wetgever uitgewerkt. Volgens de Nota van Toelichting zal in een dergelijk geval de bidder aan zijn zorgplicht hebben voldaan, indien hij ter realisatie van de uitgifte een algemene vergadering van aandeelhouders heeft uitgeschreven. Deze vergadering moet ten minste zeven werkdagen voor het einde van de aanmeldingstermijn worden gehouden (art. 7 lid 5 Bob). Het is dus niet noodzakelijk dat de algemene vergadering van aandeelhouders het besluit tot uitgifte van de aandelen al heeft genomen.¹⁷ Het is zeer de vraag of in een dergelijk geval wel de beoogde zekerheid aan de aandeelhouders van de doelvennootschap wordt geboden. Door het plannen van een aandeelhoudersvergadering is een bod nog niet gefinancierd; de vereiste toestemming is immers nog niet verkregen.¹⁸ Bovendien blijven beleggers bij een ruilbod op deze manier langere tijd in onzekerheid over financiering van het bod.

Financiering van cash offers en certain funds

Wanneer een openbaar bod wordt gefinancierd met vreemd vermogen, doet de vraag zich voor hoe aan het *certain funds*-vereiste moet worden voldaan. Wanneer wordt een bidder geacht over *certain funds* te beschikken? Kan een bidder bijvoorbeeld volstaan met een getekende *term sheet* of moet de volledige financieringsdocumentatie zijn getekend?¹⁹ Onder de huidige biedingsregels moet men mijns inziens concluderen dat een bidder op het moment van indiening van de goedkeuringsaanvraag over een getekende kredietovereenkomst moet beschikken. De wetgever lijkt dit standpunt in te nemen, nu hij ervan uitgaat dat een bidder op dat moment zijn financiering van het bod 'rond moet hebben'.²⁰

Daarnaast kan men zich afvragen hoe voorwaardelijk de financieringsarrangementen tussen de bidder en zijn geldgevers mogen zijn. Moet een bidder beschikking hebben over een onvoorwaardelijke kredietlijn of een *committed facility*?²¹ Deze vragen blijven in de Nota van Toelichting grotendeels onbeantwoord. Zoals besproken, gaan de Overnamerichtlijn en de Nederlandse wet- en regelgeving niet zover dat de financiële adviseur of de geldgevers van de bidder jegens aandeelhouders van de doelvennootschap

11. Eurmedion, Consultatiedocument Voorontwerp Besluit Openbare Biedingen, 2006, p. 4-5 (beschikbaar via: www.minfin.nl).

12. Zie: NvT, p. 30-31.

13. NvT, p. 30-31.

14. NvT, p. 31.

15. NvT, p. 40.

16. De Serië 2006, p. 103-108. Zie ook: AFM, Consultatiedocument Voorontwerp Besluit Openbare Biedingen, 2006, p. 4.

17. NvT, p. 40.

18. AFM, Consultatiedocument Voorontwerp Besluit Openbare Biedingen, 2006, p. 4.

19. Ten Have 2006, p. 224.

20. NvT, p. 31.

21. P.G. de Serië, Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2002, p. 506.

moeten instaan voor het vermogen van de bieder om de biedprijs te voldoen. Een bankverklaring of garantie is niet vereist. Zoals gezegd, is dit anders in veel van de ons omringende landen, zoals Engeland, Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië.²²

In de literatuur is wel betoogd dat de bieder een *committed facility* ter beschikking moet hebben, waaronder trekking niet aan nadere voorwaarden kan worden onderworpen of kan worden geweigerd, behalve indien de bieder zijn bod niet gestand hoeft te doen en ook niet zal doen.²³ Om de aandeelhouders van de doelvennootschap werkelijke zekerheid over de financiering van het bod te kunnen bieden, moet de beschikbaarheid van de financiering in voldoende mate onvoorwaardelijk zijn gedurende de periode volgend op het uitbrengen van het bod. Dit kan worden bewerkstelligd door het elimineren of verregaand beperken van de opschortende en ontbindende voorwaarden in de kredietfaciliteit. Als gevolg daarvan kunnen de geldgevers in slechts een beperkt aantal omstandigheden trekking onder de kredietfaciliteit weigeren of de kredietfaciliteit beëindigen, bijvoorbeeld:

1. indien de bieder het bod niet hoeft uit te brengen en ook niet zal uitbrengen;
2. in geval van insolventie van de geldnemer/bieder; of
3. indien zich andere zwaarwegende omstandigheden voordoen waar de bieder/geldnemer invloed op heeft.

Indien een bieder op het moment van de goedkeuringsaanvraag over een getekende kredietfaciliteit moet beschikken, dan lijkt het mij onnodig dat trekkingsvoorwaarden onder deze kredietfaciliteit ook vanaf dat moment worden beperkt. Onder de nieuwe biedingsregels ligt tussen de goedkeuringsaanvraag en het algemeen verkrijgbaar stellen van het biedingsbericht een periode van maximaal zestien werkdagen (art. 5:77 lid 1 en 5:78 Wft). Pas vanaf het moment van het uitbrengen van het bod hebben beleggers er belang bij dat de financiering onvoorwaardelijk is. Bovendien hebben geldgevers er, vanuit het oogpunt van risicobeperking, juist belang bij om de periode waarin de trekkingsvoorwaarden zijn beperkt, niet onnodig vroeg te laten ingaan. Ook een bieder/geldnemer heeft hier belang bij; hij betaalt immers de door de geldgevers in rekening gebrachte risico-opslag. Het lijkt mij inefficiënt als op grond van het *certain funds*-vereiste reeds gedurende deze periode een min of meer onvoorwaardelijk krediet aan de bieder ter beschikking moet staan. Dit zou bovendien leiden tot een erg groot verschil met de uitwerking van het *certain funds*-vereiste voor *share exchange offers*, waar immers pas uiterlijk zeven dagen voor het einde van de aanmeldingstermijn een aandeelhoudersvergadering ter uitgifte van financieringsaandelen hoeft te worden gehouden.

De voorwaarden van de financiering en de inhoud van de leningsdocumentatie zijn uiteraard een zaak van onderhandeling tussen de geldgevers en bieder/geldnemer. Nu het aan de markt wordt overgelaten om de betrouwbaarheid van de financiering van openbare biedingen te beoordelen, kan echter worden verwacht dat na verloop van tijd een *market practice* ontstaat, waarbij meer zekerheid en *disclosure* wordt verlangd wat betreft de financiering van openbare biedingen. Dit zal ook een gevolg hebben voor de inhoud van leningsdocumentatie van openbaar-bodfinancieringen. Desalniettemin lijkt het mij wenselijk dat de wetgever duidelijkheid geeft over de invulling van het *certain funds*-vereiste bij vreemd-vermogenfinancieringen van openbare biedingen. Indien op grond van het Bob een getekende kredietovereenkomst wordt vereist op het moment van het indienen van de goedkeuringsaanvraag voor het biedingsbericht, dan zou ik ervoor pleiten dat de beperking van de trekkingsvoorwaarden in ieder geval pas wordt vereist op het moment van het uitbrengen van het bod.

Certain funds-mededeling

Het tweede onderdeel van de *certain funds*-regel is de verplichting voor een bieder om in een openbare mededeling nauwkeurig te omschrijven op welke wijze door hem zorg wordt gedragen voor het kunnen opbrengen van de vergoeding in geld, of welke maatregelen door hem zijn getroffen om enige andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken (art. 7 lid 5 Bob). De bieder zal bijvoorbeeld gemotiveerd moeten uiteenzetten waarom, naar zijn inzicht, de uitgifte zal slagen, of hoe hij op andere wijze voldoende middelen zal opbrengen om het bod gestand te doen.²⁴

Deze *certain funds*-mededeling moet worden gedaan zodra de bieder de biedprijs in geld kan opbrengen of de nodige maatregelen voor een andere vorm van vergoeding heeft getroffen (art. 7 lid 4 Bob). De mededeling moet uiterlijk worden gedaan op het moment van indiening van de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht. Hierbij zij opgemerkt dat de bieder ook in het biedingsbericht moet vermelden hoe hij zijn bod beoogt te financieren (art. 8 jo. Bijlage A, par. 1 sub (6) Bob; overigens lijkt in par. 1 sub (6) ten onrechte te worden verwezen naar art. 8 lid 5).²⁵ Alle informatie dient echter zo uitvoerig mogelijk in de *certain funds*-mededeling te worden uiteengezet. Het biedingsbericht behoort geen gedetailleerdere informatie te bevatten dan de *certain funds*-mededeling.

Uit de antwoorden van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) op veelgestelde vragen blijkt dat de *certain funds*-mededeling voldoende gedetailleerde informatie dient te bevatten, opdat de aandeelhouders van de doelvennootschap zich een verantwoord oordeel kunnen vormen over het voorgenomen openbaar bod en kunnen beoordelen hoe reëel dit

22. De Serièrè 2006, p. 103-108.

23. De Serièrè 2002, p. 506.

24. NvT, p. 40.

25. NvT, p. 52.

bod is. Ten behoeve van de duidelijkheid voor de markt moet in de mededeling een verwijzing naar de relevante (wets) artikelen worden opgenomen.²⁶ De AFM noch de Nota van Toelichting geeft echter antwoord op de vraag hoe gedetailleerd de informatie over de financiering van het bod moet zijn. Wel noemt de AFM twee voorbeelden van onvoldoende *certain funds*-mededelingen: 'the offer is fully financed' en 'the offeror has obtained commitments for the financing'.²⁷

Recente openbare biedingen

Nu de Nota van Toelichting noch de AFM houvast geeft voor de invulling van de *certain funds*-mededeling, is het interessant om recente *certain funds*-mededelingen te bekijken om te bezien hoe in de praktijk aan deze mededelingen invulling is gegeven. Het aantal openbare biedingen onder de nieuwe biedingsregels is op dit moment echter nog beperkt. De nieuwe regelgeving is namelijk van toepassing op openbare biedingen die na 28 oktober 2007 openbaar zijn geworden (art. 32 Bob). Voor de biedingen waarvoor geen aparte *certain funds*-mededelingen beschikbaar zijn, heb ik de in het betreffende biedingsbericht opgenomen tekst als uitgangspunt genomen. De in het biedingsbericht opgenomen tekst zal in de praktijk gelijk zijn aan de tekst van de *certain funds*-mededeling.

In het biedingsbericht met betrekking tot het openbaar bod op Stork is de volgende passage opgenomen over de financiering van het bod:

'The Offeror will finance acceptances under the Offer through a combination of fully committed debt facilities, subject to conditions in line with the Offer and certain other conditions precedent that the Offeror considers to be of a technical nature, arranged by Goldman Sachs International and committed equity financing being made available by funds managed and advised by or affiliated with Candover.'²⁸

In het kader van het openbaar bod van SABMiller op Grolsch is een *certain funds*-mededeling uitgebracht met daarin de volgende omschrijving van de financiering:

'With reference to Article 7 paragraph 4 of the Decree, SABMiller has announced that it will finance the Offer through financial resources available to the SABMiller Group, which include cash, committed facilities and its commercial paper programme. In its most recent annual report for the year ended March 31, 2007, SABMiller

had total shareholders' equity of USD 14,406 million, cash and cash equivalent investments of USD 481 million and USD 3,426 million in undrawn committed borrowing facilities. At 30 September 2007, the date of its interim results, SABMiller had total shareholders' equity of USD 15,580 million and cash and cash equivalent investments of USD 269 million.'²⁹

Het biedingsbericht betreffende het openbaar bod van Randstad op Vedior bevat de volgende informatie over de financiering:

'The total Cash Consideration of the Offer plus the consideration paid for all issued and outstanding Shares already held by Randstad at the date of this Offer Memorandum is EUR 1.9 billion. The Offeror will finance acceptances under the Offer through debt financing provided by ABN AMRO and ING Bank. ABN AMRO and ING Bank have given binding commitments in respect of such financing of the Offer, as part of the financing that is provided under the facilities agreement as set out in Section 13.1 (Capital resources).'³⁰

Het valt op dat in deze *certain funds*-mededeling en biedingsberichten de financieringen vrij algemeen worden omschreven. Kennelijk voldoet deze informatie aan de transparantie-eisen van de AFM. Met bewoordingen als '*fully committed*' en '*binding commitments*' wordt uitdrukking gegeven aan een min of meer onvoorwaardelijk karakter van de financieringen. Mogelijk dat ook het noemen van de geldgevers een zekere betrouwbaarheid van de financiering suggereert.

Toezicht op de *certain funds*-regel

De AFM, die belast is met het toezicht op het biedingsproces ter zake van openbare biedingen op in Nederland genoteerde NV's, houdt geen inhoudelijk toezicht op naleving van de *certain funds*-regel. De AFM doet geen onderzoek naar de (aanwezigheid van de) financiering van het bod en toetst mededelingen over *certain funds* uitsluitend op basis van de vereiste transparantie. Ook in het kader van de goedkeuring van het biedingsbericht lijkt de toezichhoudende rol van de AFM beperkt. De AFM controleert slechts of alle vereiste informatiebestanddelen in het biedingsbericht zijn opgenomen, en doet op voorhand geen onderzoek naar de juistheid van de over de financiering opgenomen informatie (art. 5:76 Wft jo. art. 8 jo. Bijlage A Bob).³¹

26. AFM, Veelgestelde vragen openbare biedingen (beschikbaar via www.afm.nl).

27. AFM, Veelgestelde vragen openbare biedingen (beschikbaar via www.afm.nl).

28. Par. 4.3 (Financing of the Offer) van het biedingsbericht d.d. 14 december 2007 betreffende het openbaar bod van London Acquisition B.V. op alle geplaatste en uitstaande gewone aandelen in het aandelenkapitaal van Stork N.V. (beschikbaar via www.stork.com).

29. Gezamenlijk persbericht van SABMiller en Koninklijke Grolsch N.V. d.d. 14 december 2007 (beschikbaar via www.royalgrolsch.com).

Idem: par. 4.3 (Financing of the Offer) van het biedingsbericht d.d. 7 januari 2008 betreffende het openbaar bod van SABMiller plc op alle geplaatste en uitstaande gewone aandelen in het aandelenkapitaal van Koninklijke Grolsch N.V. (beschikbaar via www.royalgrolsch.com).

30. Biedingsbericht d.d. 1 april 2008 (beschikbaar via www.randstad.com).

31. Minister van Financiën, Antwoorden op schriftelijke vragen en opmerkingen over het Besluit Openbare Biedingen d.d. 9 oktober 2007 (FM/2007/02504), p. 7.

De beoordeling van openbare biedingen en de financiering ervan wordt aldus aan de markt overgelaten. Het is aan de aandeelhouders van de doelvennootschap om te beoordelen of er werkelijk sprake is van *certain funds*. De gedachte is dat de aandeelhouders van de doelvennootschap een openbaar bod zullen afwijzen, indien zij onvoldoende vertrouwen in de financiering van het bod hebben.³² Het is de vraag of de huidige regeling de aandeelhouders van de doelvennootschap wel in voldoende mate in staat stelt om een goed geïnformeerd oordeel te vellen over de betrouwbaarheid van (de financiering van) een bod. Het Bob stelt immers geen strenge eisen wat betreft het *certain funds*-vereiste en de inhoud van de *certain funds*-mededeling.

In een reactie op schriftelijke Kamervragen naar de *certain funds*-regel en het toezicht hierop, schrijft de minister van Financiën dat de AFM achteraf toezicht uitoefent op openbare mededelingen gedaan tijdens een biedingsproces. Hierbij wordt opgemerkt dat de informatie over de financiering van een openbaar bod in veel gevallen koersgevoelig zal zijn en hierdoor onder de reikwijdte van de marktmisbruik-regelgeving valt. Bovendien kan een bieder die onjuiste informatie verstrekt over de financiering van het bod, civielrechtelijk aansprakelijk worden gesteld tot vergoeding van de daardoor veroorzaakte schade.³³

Tali heeft betoogd dat de AFM een uitgebreidere rol zou moeten spelen in het toezicht op de naleving van de *certain funds*-regel. De verplichting tot het opnemen van een *certain funds*-mededeling in het biedingsbericht moet immers worden onderscheiden van de verplichting om over *certain funds* te beschikken op grond van artikel 7 lid 4 Bob.³⁴ Bij niet-naleving van de laatstgenoemde verplichting zou de AFM inlichtingen bij de bieder kunnen opvragen (art. 1:74 Wft) en kunnen overgaan tot het opleggen van een boete (art. 30 lid 4 Bob jo. art. 3 Besluit Boetes Wft).

Conclusie

Met de implementatie van de Overnamerichtlijn is een nieuw vereiste in de Nederlandse biedingsregels geïntroduceerd. Het *certain funds*-vereiste verplicht een bieder om de biedprijs in geld te kunnen opbrengen ofwel om alle redelijke maatregelen te hebben getroffen om een andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken. Daarnaast moet een bieder een openbare mededeling doen over de financiering van zijn bod.

Het *certain funds*-vereiste is in de Overnamerichtlijn als een materiële minimumeis neergelegd. Mede gezien de *certain funds*-regels in andere Europese landen en het commentaar in de consultatiefase, is het dan ook opmerkelijk dat Nederland de *certain funds*-regel en het toezicht erop op de huidige wijze heeft geïmplementeerd. Over de uitwerking van de *certain funds*-regel onder de huidige biedingsregels bestaat bovendien nog enige onduidelijkheid. Zo is niet duidelijk hoe aan het *certain funds*-vereiste moet worden voldaan wanneer een bieder zijn bod met vreemd vermogen financiert. Verder is onzeker welke eisen worden gesteld aan de inhoud van de *certain funds*-mededeling.

Indien men van mening is dat het *certain funds*-vereiste een belangrijke aanvulling is op de Nederlandse biedingsregels, verdient het aanbeveling dat de huidige regeling wordt aangescherpt. Ook indien men een tegenovergestelde mening is toegedaan, is het wenselijk dat de wetgever meer duidelijkheid geeft over de uitwerking van deze onzekere *certain funds*-regel.

Mr. K.J. Krzemiński
NautaDutilh

32. Toelichting bij Tijdelijke vrijstellingsregeling overnamebiedingen (Stcr. 2006, 98, p. 10), ad. art. 6.

33. Minister van Financiën, Antwoorden op schriftelijke vragen en opmerkingen over het Besluit Openbare Biedingen d.d. 9 oktober 2007 (FM/2007/02504), p. 6-7 (beschikbaar via: www.minfin.nl).

34. Tali 2008, p. 61. Zie ook: L.J. Hijmans van den Bergh, De rol van de AFM op het gebied van openbare biedingen, *Ondernemingsrecht* 2005/6, p. 182-186.