

## ***Stakebuilding* in het kader van openbare biedingen**

### **Inleiding**

Het is niet ongebruikelijk dat eenieder of een andere partij in het kader van een openbaar bod een belang in de doelvennootschap opbouwt. Sterker nog, bij een aantal recente openbare biedingen op Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, zoals Stork, Hagemeyer, Getronics, Tele Atlas en zeer recentelijk ook Econosto, heeft het opbouwen van een aandelenbelang in de doelvennootschap (waarvoor ik in dit artikel tevens de Engelse term *stakebuilding* gebruik) een aanzienlijke invloed gehad op het verloop van het biedproces en de uitkomsten daarvan, in het bijzonder wanneer er sprake was van een competitief proces.

Eenieder of andere partij die een belang in een doelvennootschap opbouwt, dient daarbij rekening te houden met een breed scala aan toepasselijke regels. Soms zal het op grond van deze regels niet mogelijk zijn om tot *stakebuilding* over te gaan. In andere gevallen verbinden de toepasselijke regels er – soms verregaande – consequenties aan.

In deze bijdrage geef ik een overzicht van de belangrijkste juridische aspecten van *stakebuilding* in het kader van een openbaar bod. Uitgangspunt daarbij is de positie van eenieder bij een openbaar bod op de aandelen van een doelvennootschap met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel van Euronext Amsterdam. Dit neemt overigens niet weg dat een groot gedeelte van de hierna te bespreken regels ook van toepassing is wanneer het *stakebuilding* betreft door andere partijen of buiten het kader van een openbaar bod.

### ***Stakebuilding***

Er zijn verschillende redenen voor eenieder om in het kader van een openbaar bod een belang in de doelvennootschap op te bouwen. Deze kunnen zowel van economische als van tactische aard zijn.

#### *Economische motieven*

De aandelen in een doelvennootschap die worden verkregen voorafgaand aan de eerste mededeling over een voorgenomen bod – of voorafgaand aan het uitlekken van informatie hierover – kunnen veelal tegen een gunstige prijs worden ingekocht. De biedprijs bevat in vele, zo niet alle, gevallen een premie ten opzichte van de aandelenkoers. Deze premie verwezenlijkt zich normaal gesproken pas in de aandelenkoers vanaf het moment van een eerste aankondiging van het voorgenomen bod dan wel het voortijdig uitlekken van informatie hierover. Bovendien duurt het vaak tot het einde van het biedproces, voordat een biedpremie volledig is verwerkt in de aandelenkoers. Tot aan dit moment heeft eenieder derhalve de mogelijkheid om tegen een prijs lager dan de biedprijs een belang in de doelvennootschap op te bouwen. Een voorbeeld hiervan is de recente biedingstrijd

om ABN AMRO, waar het ‘consortium’ zijn aandelenbelang gedurende het proces uitbreidde tegen een prijs lager dan de biedprijs.

Eenieder dient bij het bovenstaande rekening te houden met het scenario waarin het niet tot een uitbrengen dan wel gestand doen van zijn bod komt. In een dergelijk geval zal hij blijven zitten met de door hem aangekochte aandelen in de doelvennootschap. Eenieder dient zich dan af te vragen of hij als aandeelhouder aan de doelvennootschap verbonden wenst te blijven. Enerzijds loopt hij daarbij het risico dat het aandelenpakket bij een verkoop wellicht een lagere prijs dan de aankoopprijs zal opleveren ingeval het niet tot een overname van de doelvennootschap komt. Anderzijds is er echter ook de mogelijkheid dat een andereieder ten tonele verschijnt, wat een positief effect op de koersontwikkeling en verkoopopbrengst van de aandelen zou kunnen hebben.

#### *Tactische overwegingen*

Een belangrijke tactische reden voor eenieder om een belang in de doelvennootschap op te bouwen, is het vergroten van de slagingskansen van zijn eigen bod. Eenieder met een aandelenbelang in de doelvennootschap maakt het tegelijkertijd moeilijker voor derden om een succesvol tegenbod uit te brengen (waarbij bijvoorbeeld in Nederland een belang van 5% ‘al’ tot frustratie van de wettelijke uitkoopmogelijkheden leidt). De biedingstrijd om Hagemeyer lijkt hiervan een goed voorbeeld. Het is waarschijnlijk dat Sonepar – mede – op basis van haar belang in Hagemeyer van ruim 10% in staat is geweest om met concurrerendieder Rexel afspraken te maken over de overname van een aantal onderdelen van Hagemeyer door Sonepar bij een succesvolle overname door Rexel. Een ander zeer recent voorbeeld is de biedingstrijd om Econosto, waarbij Eriks een dag na het aankondigen van haar voorgenomen openbaar bod bekendmaakte al 8% van de aandelen in Econosto in haar bezit te hebben.

Daarnaast toont eenieder door middel van *stakebuilding* zijn geëngageerdheid aan de markt en de doelvennootschap. Ten slotte biedt *stakebuilding* eenieder tevens de mogelijkheid om de aan de aandelen verbonden stemrechten uit te oefenen in de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap.

Welke van de bovengenoemde redenen eenieder ook heeft om een belang in de doelvennootschap op te bouwen, hij zal daarbij rekening moeten houden met juridische beperkingen en verplichtingen.

#### **Juridisch kader**

Zoals in de inleiding reeds aangegeven, zijn de regels met betrekking tot *stakebuilding* grofweg onder te verdelen in twee categorieën: regels die het eenieder simpelweg niet toestaan om tot *stakebuilding* over te gaan, en regels die aan *stakebuilding* consequenties verbinden.

Tot de eerste categorie behoren de regels op het gebied van marktmisbruik, waarbij ik mij hierna beperk tot een bespreking van het voor de overnamepraktijk belangrijke verbod voor eenieder om gebruikmakend van voorwetenschap transacties in de aandelen van een doelvennootschap te verrichten. Daarnaast behoren tot deze categorie de afspraken die tussen eenieder en de doelvennootschap zijn aangegaan met betrekking tot *stakebuilding*.

De tweede categorie van regels kan worden onderverdeeld op basis van de aard van de consequenties die de toepasselijke regels aan *stakebuilding* verbinden. Allereerst zijn er regels die economische implicaties hebben. Deze zogenoemde *best price*-bepalingen geven regels met betrekking tot de koopprijs en andere voorwaarden waartegen eenieder in het kader van een openbaar bod aandelen in de doelvennootschap kan aankopen. Daarnaast zijn er regels die zien op de verplichte melding en/of openbaarmaking van transacties in het kader van *stakebuilding*-activiteiten. De regels met betrekking tot het verplichte bod vormen de laatste subcategorie. Daarnaast besteed ik ten slotte kort aandacht aan de invloed van het mededingingsrecht.

Relevante sector specifieke regels, zoals die bijvoorbeeld van toepassing zijn bij het opbouwen van belangen in financiële instellingen als banken en verzekeraars, laat ik in deze bijdrage buiten beschouwing. Hetzelfde geldt voor de in de praktijk vaak relevante biedingsregels in andere jurisdicties, alsook voor de consultatieprocedures met de vakbonden, zoals deze zijn voorgeschreven in de Fusiegedragsregels 2000 (waarvan art. 6 specifiek ziet op *stakebuilding*).

## Mogelijkheden tot *stakebuilding*

### *Marktmisbruik*

Eenieder zal bij het opbouwen van een belang rekening moeten houden met de toepasselijke bepalingen met betrekking tot marktmisbruik, in het bijzonder het verbod om transacties in de effecten van de doelvennootschap te verrichten wanneer daarbij gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap. Het enkele voornemen van eenieder om een openbaar bod uit te brengen kwalificeert echter niet als voorwetenschap,<sup>1</sup> al zijn de meningen over de precieze betekenis en reikwijdte van de 'eigen voorwetenschap'-exceptie verdeeld.<sup>2</sup> Hoewel dit laatste eenieder in theorie de mogelijkheid geeft om een belang op te bouwen, zal in de praktijk de ruimte hiertoe vaak beperkt zijn. Dit is voornamelijk het gevolg van het feit dat eenieder gedurende een overnameproces niet zelden reeds in een relatief vroeg stadium over voorwetenschap beschikt. Dit is bijvoorbeeld al snel het

geval wanneer eenieder wetenschap heeft van de reactie van de doelvennootschap op zijn benadering. Dit kan voor wetenschap opleveren. Daarnaast zorgt ook het verkrijgen van koersgevoelige informatie gedurende een due diligence-onderzoek er mogelijk voor dat reeds in een vroeg stadium van het proces eenieder (tijdelijk) geen transacties meer kan verrichten in de effecten van de doelvennootschap.

Gedurende het biedproces is er echter meestal een aantal momenten waarop het eenieder wel vrijstaat om aandelen in de doelvennootschap aan te kopen. Deze momenten doen zich voor wanneer koersgevoelige informatie, tot dan slechts bekend aan deieder, met de markt wordt gedeeld en hiermee de koersgevoeligheid ervan wordt weggenomen. Typische voorbeelden van dergelijke momenten zijn de periodes direct volgend op de aankondiging van het voorgenomen bod en direct volgend op de publicatie van het biedingsbericht. Zo vergrootte KPN bijvoorbeeld na de aankondiging van haar bod op Getronics eind juli 2007 haar belang van 5% naar bijna 30% binnen een periode van een maand.

### *Contractuele afspraken*

Vaak worden er in het kader van een openbaar bod ook tussen eenieder en een doelvennootschap onderling afspraken gemaakt over *stakebuilding* door eenieder gedurende het biedproces. Deze afspraken kunnen een expliciet verbod inhouden om transacties in de effecten van de doelvennootschap te verrichten wanneer daarbij gebruik zou worden gemaakt van voorwetenschap. Tevens kunnen in dit kader aanvullende *standstill*-afspraken worden overeengekomen, die verdere restricties ten aanzien van de mogelijkheden tot *stakebuilding* bevatten.

Het openbare bod op Tele Atlas door TomTom lijkt een goed voorbeeld van hoe afspraken tussen eenieder en de doelvennootschap met betrekking tot *stakebuilding* van invloed kunnen zijn op het verloop van een openbaar bod. Het is waarschijnlijk dat TomTom in de initiële overeenkomst met het bestuur van Tele Atlas heeft afgesproken af te zien van *stakebuilding*. Concurrent Garmin, niet gebonden aan een dergelijke restrictie, kon wel *stakebuilding*-transacties aangaan en bouwde zo een belang op in Tele Atlas van ruim 5%. Waarschijnlijk pas ten tijde van het aankondigen van het verhoogde bod kreeg TomTom ook de mogelijkheid om een belang op te bouwen. Dit vermoeden wordt versterkt door de aankoop van ruim 28% van de aandelen in Tele Atlas door TomTom, direct volgend op de aankondiging van het verhoogde bod.

### *Consequenties van *stakebuilding**

#### *Economische implicaties – best price*

De Nederlandse biedingsregels bevatten een aantal specifieke bepalingen met betrekking tot de prijs en andere voorwaarden waartegen eenieder in het kader van een openbaar bod aandelen in de doelvennootschap kan aankopen.

1. HR 6 februari 2007, JOR 2007, 73 (Cardio Control) en overweging 30 bij Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), p. 23.

2. R. Lamp, Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 152-159.

Deze categorie van zogenoemde *best price*-regels vindt haar grondslag in het leerstuk van gelijke behandeling: iedere aandeelhouder dient, enkele uitzonderingen daargelaten, in het kader van een openbaar bod dezelfde prijs voor zijn aandeel te ontvangen. Zo volgt uit artikel 5:79 Wet op het financieel toezicht (Wft) dat eenieder, na gestanddoening van zijn openbaar bod, gedurende een jaar nadat het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld, geen aandelen in de bieder mag aankopen tegen een hogere prijs dan de biedprijs. Ook *stakebuilding* na de afronding van een succesvol bod is daarmee aan een belangrijke restrictie onderworpen.

Daarnaast bepaalt artikel 19 Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Bob) dat eenieder, wanneer hij zijn bod gestand doet, aan alle aandeelhouders die hun aandelen hebben aangemeld, een vergoeding moet betalen die gelijk is aan de al dan niet verhoogde biedprijs óf aan de hoogste prijs die de bieder heeft betaald in verband met overeenkomsten als bedoeld in artikelen 5 lid 4 en 13 Bob (zoals hierna nader omschreven). Dit betekent dat eenieder zich bewust moet zijn van de financiële risico's wanneer hij met een bepaalde aandeelhouder van de doelvennootschap specifieke afspraken maakt. Een goed voorbeeld hiervan lijkt het bod door Eriks op Econosto. Op 31 maart 2008 kondigde Eriks een voorgenomen bod op Econosto aan van EUR 7,80 per aandeel. Vermoedelijk omdat daarna met bepaalde aandeelhouders zogenoemde *irrevocables* tegen een hogere prijs werden overeengekomen, kondigde Eriks al op 3 april 2008 een verhoging van de biedprijs tot EUR 8,21 per aandeel aan (nog voordat concurrerend bieder Gilde met een formele reactie op het initiële bod van EUR 7,80 was gekomen).

Transacties die door eenieder zijn verricht in regelmatig verkeer op markten in financiële instrumenten (regelmatig beursverkeer), zijn uitgezonderd van de toepassing van bovenstaande *best price*-verplichtingen.

### *Melding en openbaarmaking*

Op grond van de algemene regels met betrekking tot de melding van zeggenschap (zoals opgenomen in hoofdstuk 5.3 van de Wft) zal eenieder onverwijld melding moeten doen op het moment dat hij de beschikking krijgt over aandelen in de doelvennootschap, waardoor het percentage van het kapitaal en/of de stemrechten waarover hij beschikt, een bepaalde drempelwaarde bereikt. De huidige drempelwaarden (uitgedrukt in procenten) zijn 5, 10, 15, 20, 25, 30, 40, 50, 60, 75 en 95. Meldingen worden gepubliceerd in een register dat te raadplegen is op de website van de AFM. In een recent gepubliceerd conceptwetsvoorstel,<sup>3</sup> dat ik in dit kader verder niet zal bespreken, is voorgesteld om de eerste drempel voor melding van zeggenschap te verlagen van 5 naar 3%.

Een andere relevante bepaling in deze context is artikel 5:45 lid 5 van de Wft, dat ziet op het zogenoemde *acting in concert*. Wanneer eenieder samenwerkt met een derde en hij met deze derde 'een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid met betrekking tot het uitbrengen van de stemmen', dan dienen deze stemmen ook te worden toegerekend aan deieder. Dientengevolge kan er voor eenieder sneller een meldingsplicht ontstaan dan dat op grond van zijn eigen aandelenbelang (en de daaraan verbonden stemrechten) zou worden aangenomen.

Ook de Nederlandse biedingsregels bevatten bepalingen met betrekking tot de openbaarmaking van kapitaalsbelangen en verrichte transacties. Op grond van de artikelen 5 lid 4 en 13 Bob dient eenieder tussen het tijdstip waarop een openbaar bod is aangekondigd, en het tijdstip waarop een openbare mededeling is gedaan over de gestanddoening, melding te maken van aankopen door hem van aandelen in de doelvennootschap dan wel van door hem met betrekking tot die transacties gesloten overeenkomsten. Transacties die zijn verricht in regelmatig beursverkeer, zijn van deze meldingsverplichting uitgezonderd. In de meldingen moet gedetailleerde informatie worden opgenomen over verrichte transacties (onder andere met betrekking tot de omvang, de prijs en de voorwaarden ervan). Voorafgaand aan het uitbrengen van het bod dienen de meldingen te worden gedaan aan de AFM. Na het uitbrengen van het bod moeten meldingen door middel van een openbare mededeling worden gedaan.

Vanuit het perspectief van melding van zeggenschap en *stakebuilding* is er ten slotte nog een ander aspect waar ik in deze bijdrage kort bij stil wil staan, namelijk het gebruik van synthetische aandelenbelangen. Gezien de complexiteit van deze materie beperk ik mij daarbij in dit kader tot enkele algemene opmerkingen. Kort gezegd biedt het gebruik van synthetische aandelenbelangen eenieder in sommige gevallen de mogelijkheid om ongezien, op korte termijn en/of tegen relatief lage kosten een kapitaal- of stembelang in een doelvennootschap op te bouwen. Bij het gebruik van synthetische aandelenbelangen is er een verschil tussen het economisch belang en het juridisch belang dat is gekoppeld aan de aandelen gehouden door deieder.

Eenieder kan daartoe gebruikmaken van complexe financiële instrumenten, zoals *equity swaps*, *contracts for difference* en *repurchase agreements*. In de biedingstrijd om ABN AMRO breidde het 'consortium' bijvoorbeeld zijn belang in ABN AMRO N.V. door middel van *equity swaps* in een korte periode ongezien uit van 4% naar 8%.<sup>4</sup> Gezien de snelheid en de inventiviteit waarmee de financiële markten in staat zijn om dergelijke producten en handelswijzen

3. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007.

4. P.T. Larsen, RBS-led group has doubled ABN stake, *Financial Times*, 26 september 2007.

te introduceren en verder te ontwikkelen, zal het voor de wetgever moeilijk zijn om – tijdig – regelgeving op te stellen met betrekking tot de melding en/of openbaarmaking van synthetische aandelenbelangen. In landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk<sup>5</sup> wordt reeds langer expliciet aandacht aan deze problematiek besteed. In Nederland gebeurt dit tot op heden slechts in beperkte mate.<sup>6</sup>

In aanvulling op de bovenstaande meldingsverplichtingen bevatten de Nederlandse regels ook enkele specifieke openbaarmakingsverplichtingen voor eenieder. Zo dient het biedingsbericht een beschrijving te bevatten van de omvang van de bestaande kapitaaldeelname van deieder in de doelvennootschap, alsmede een overzicht van de door deieder verrichte transacties in effecten van de doelvennootschap in het jaar voorafgaand aan de publicatiedatum van het biedingsbericht. Ten slotte dient eenieder rekening te houden met de bepalingen met betrekking tot de verplichte openbaarmaking van koersgevoelige informatie, zoals opgenomen in artikel 5:59 Wft en artikel 4 Bob.

### *Verplicht bod*

De Nederlandse biedingsregels bevatten sinds eind oktober 2007 een regeling met betrekking tot het verplicht bod. Eenieder zal bij zijn *stakebuilding*-activiteiten rekening moeten houden met de verregaande implicaties van deze regeling. Deze komen in het kort erop neer dat eenieder, wanneer hij meer dan 30% van de stemrechten (overwegende zeggenschap) in de doelvennootschap verkrijgt – enkele uitzonderingen daargelaten – verplicht wordt een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen in de doelvennootschap.

Ten opzichte van een vrijwillig bod kent het verplichte bod een aantal in het oog springende nadelen. Zo is bij een verplicht bod de biedprijs in principe gelijk aan de hoogste prijs die deieder de afgelopen twaalf maanden heeft betaald voor een aandeel. Daarnaast moet een verplicht bod onvoorwaardelijk zijn. Waarschijnlijk breidde TomTom om deze reden haar belang in Tele Atlas niet verder uit dan circa 29%.

Evenals bij de bepalingen over de melding van zeggenschap, zijn er ook voor het verplichte bod (enigszins afwijkende) bepalingen opgesteld die zien op *acting in concert*. De verplichting om een openbaar bod uit te brengen geldt namelijk ook als overwegende zeggenschap wordt verkregen samen met ‘personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap’.

Eenieder die een bod voorbereidt en daarbij samenwerkt met een andere aandeelhouder, moet derhalve rekening houden met een toerekening op grond van *acting in concert*.

### **Overige aspecten**

#### *Mededinging*

Een laatste aspect van *stakebuilding* waar ik in deze bijdrage kort aandacht aan wil besteden, is de invloed van het mededingingsrecht. In veel openbare biedingen dienen de bevoegde mededingingsautoriteiten op nationaal en/of Europees niveau hun goedkeuring te verlenen aan een voorgenomen overname. Eenieder dient zich bewust te zijn van het risico dat kleeft aan het opbouwen van zijn belang in deieder in afwachting van een reactie van deze autoriteiten. *Stakebuilding* kan immers leiden tot het verkrijgen van *de facto*-zeggenschap over een doelvennootschap nog voordat hiertoe formele toestemming is verleend door de relevante mededingingsautoriteiten. Een voorbeeld hiervan – zij het niet direct in het kader van een openbaar bod – is de opbouw van belangen in Stork door *hedge funds* Centaurus en Paulson. De twee fondsen werd verweten dat zij hun gezamenlijke belang bij de Europese Commissie zouden hebben moeten aangeven, aangezien zij met dit belang van ruim 30% in staat waren om de feitelijke controle over de aandeelhoudersvergadering uit te oefenen.<sup>7</sup>

### **Samenvatting**

*Stakebuilding* speelt in toenemende mate een belangrijke rol in de praktijk van de openbare biedingen, in het bijzonder wanneer er sprake is van een competitief proces. De recente openbare biedingen op ABN AMRO, Econosto, Hagemeyer en Tele Atlas zijn hiervan goede voorbeelden. Eenieder die een belang wil opbouwen in de doelvennootschap, krijgt te maken met een groot aantal regels dat hij hierbij in acht zal moeten nemen. Een aantal van deze regels beperkt de mogelijkheden van eenieder om tot *stakebuilding* over te gaan. Ook wanneer het eenieder wel is toegestaan om aandelen in de doelvennootschap aan te kopen, zijn er verschillende regels die bepalen op welke voorwaarden en met inachtneming van welke verplichtingen *stakebuilding* mag plaatsvinden.

*Mr. drs. H.J. Teerink  
Clifford Chance*

5. O.a. Financial Services Authority, Consultation Paper Disclosure of Contracts for Difference, November 2007.

6. G.T.M.J. Raaijmakers, Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, Achter de schermen van beursaandeelhouders, Preadvis van de Vereniging ‘Handelsrecht’ 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 4.

7. H. Jessayan & T. Mulder, Centaurus, Paulson overtreden fusieregels, Het Financieel Dagblad, 20 december 2006.