

Het verplichte bod; hoogste prijs?

Inleiding

In het oktobernummer van dit tijdschrift is stilgestaan bij het verplichte overnamebod en de manier waarop de biedprijs dient te worden bepaald. In de betreffende bijdrage wordt verwezen naar het verzoek van de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: VEB) aan de Ondernemingskamer om een billijke prijs vast te stellen voor de aandelen in het kapitaal van Schuitema N.V. (hierna: Schuitema). Op 23 oktober 2008 heeft de Ondernemingskamer zich uitgelaten over dit verzoek.¹

De beschikking bevat een aantal interessante overwegingen. Ten eerste komt de discrepantie tussen de termijn genoemd in artikel 5:80b lid 2 Wet op het financieel toezicht (Wft) en die genoemd in artikel 25 lid 3 het Besluit openbare biedingen Wft (Bob) ter sprake. De Ondernemingskamer overweegt dat de termijn genoemd in de Wft prevaleert en dus dat het verzoek van de VEB tijdig is ingediend.

Vervolgens maakt de Ondernemingskamer in haar beschikking een onderscheid tussen het verzoek van de VEB om de hoogste prijs zoals bedoeld in artikel 5:80a lid 2 Wft vast te stellen (hierna: het oneigenlijke 5:80b-verzoek) en het verzoek van de VEB om een alternatieve billijke prijs vast te stellen conform artikel 5:80b Wft (hierna: het eigenlijke 5:80b-verzoek). De Ondernemingskamer wijst het eerste verzoek toe en het tweede af.

De Ondernemingskamer concludeert dat er voldoende reden is om te betwijfelen of de geboden prijs wel de hoogste prijs is zoals bedoeld in artikel 5:80a lid 2 Wft (hierna: hoogste prijs). In dat licht lijkt de uitkomst bevredigend. De vraag komt op of de Ondernemingskamer wel bevoegd is kennis te nemen van het oneigenlijke 5:80b-verzoek.

Achtergrond

Schuitema is actief in de levensmiddelenbranche. Indirect is zij eigenaar van een groothandel en 117 supermarkten. Daarnaast is zij franchisegever van nog eens 326 supermarkten. Het totale marktaandeel van deze supermarkten bedraagt 14,3%. Schuitema heeft een beursnotering sinds 1948. Schuitema had twee grootaandeelhouders, Koninklijke Ahold N.V. (hierna: Ahold) en B.V. Maatschappij tot Ontwikkeling van Middenstandprojecten (hierna: CKK), die samen 98,3% van de aandelen Schuitema hielden. Slechts 1,7% van de aandelen Schuitema was in andere publieke handen.

Skipper Acquisitions B.V. (hierna: Skipper) is een special purpose vehicle, opgericht met het oog op de verwerving

van de aandelen van Ahold en CKK in het kapitaal van Schuitema door CVC Capital Partners (hierna: CVC), een private equity-fonds.

Op 23 april kondigde Schuitema aan dat CVC overeenstemming had bereikt met Ahold en CKK over de verkoop aan Skipper van de aandelen van Ahold en CKK in het vermogen van Schuitema. De transactie bestond uit de volgende onderdelen:

1. de verkoop van het belang van 73,2% dat Ahold hield in het vermogen van Schuitema voor EUR 20,11 per aandeel;
2. de verkoop van het belang van 25,1% dat CKK hield in het vermogen van Schuitema voor EUR 20,11 per aandeel;
3. de verkoop van 57 (non-franchised) supermarkten door Schuitema aan Ahold voor EUR 171 miljoen;
4. de verkoop van het vastgoed waarin de 57 supermarkten zijn gevestigd door Schuitema aan Ahold voor EUR 91 miljoen; en
5. de herinvestering door Ahold van EUR 50 miljoen in 20% van het geplaatste kapitaal van Skipper Investments B.V., de moeder van Skipper. Het betreft cumulatief preferente aandelen waaraan bijzondere zeggenschapsrechten zijn toegekend.

Ten gevolge van deze transactie zou Skipper houder worden van 98,3% van de aandelen Schuitema. Uit de artikelen 5:70 lid 1 en 5:72 lid 1 Wft volgt dat Skipper een openbaar bod moest uitbrengen binnen 30 dagen nadat zij dat pakket verkreeg. Artikel 2 lid 1 onder a van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft voorziet echter in een vrijstelling van deze verplichting. Skipper zou geen bod hoeven uitbrengen indien de algemene vergadering van aandeelhouders van Schuitema voorafgaand aan de verkrijging van de overwegende zeggenschap, maar niet langer dan drie maanden daarvoor, daarmee zou hebben ingestemd met ten minste 95% van de door anderen dan Skipper en met haar in onderling overleg handelende partijen uitgebrachte stemmen. Dit verzoek om vrijstelling stond geagendeerd voor de jaarvergadering die op 10 juni 2008 is gehouden.

Tijdens de vergadering stelde Schuitema aan haar aandeelhouders voor dat zij bereid was hun aandelen in te kopen tegen een prijs van EUR 26 per aandeel indien zij zouden instemmen met het verzoek om vrijstelling. Deze prijs, zo stelde Schuitema, hield een premie in van 29% boven de hoogste prijs die Skipper heeft betaald aan Ahold en CKK. Schuitema was bereid deze premie te betalen omdat instemming met dit voorstel zou voorkomen dat zij en Skipper een kostbaar en tijdrovend openbaar biedingsproces moesten doorlopen. Tevens werd aangekondigd dat indien het voorstel werd afgewezen, Skipper slechts de hoogste prijs van EUR 20,11 zou bieden. Het voorstel werd gesteund door 94,87% van de stemmen, waarmee het voorstel was afgewezen. Dientengevolge was Skipper verplicht een openbaar bod uit te brengen. Dit bod werd aangekondigd op 30 juni

1. Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, LJN BG1422.

2008, de dag waarop de transactie werd voltooid. Op 29 juli 2008 is vervolgens het openbare bod uitgebracht.

Op 8 augustus 2008 diende de VEB c.s. een verzoekschrift in waarin zij de Ondernemingskamer verzochten de billijke prijs voor de gewone aandelen in het kapitaal van Schuitema vast te stellen op EUR 31,73 per aandeel dan wel op een ander bedrag dat de Ondernemingskamer in goede justitie acht een billijke prijs te zijn.

Tijdige indiening verzoek

Artikel 5:80b lid 2 Wft schrijft voor dat een verzoek tot vaststelling van een alternatieve billijke prijs dient te worden ingediend tot twee weken nadat het bod is *uitgebracht*. Ongelukkig genoeg bevat artikel 25 lid 3 Bob een andere termijn voor hetzelfde verzoek, namelijk uiterlijk vier weken na de *aankondiging* van het bod. Deze discrepantie is ook door de wetgever onderkend. De Reparatiwet Wft wijzigt de termijn van artikel 5:80b lid 2 Wft, zodat deze overeenstemt met die van artikel 25 lid 3 Bob. De reparatiwet is op 18 november 2008 als hamerstuk door de Eerste Kamer aangenomen.² De datum van inwerkingtreding van de wijziging van artikel 5:80b lid 2 Wft is op moment van schrijven nog niet bekend.

De VEB heeft haar verzoek tijdig ingediend onder de toen geldende termijn uit de Wft, maar niet binnen de termijn uit het Bob. Schuitema heeft dan ook aangevoerd dat het verzoek van de VEB niet ontvankelijk is wegens overschrijding van de termijn onder het Bob.

De Ondernemingskamer wijst dit verweer af. Zij voert in rechtsoverweging 3.6 aan dat artikel 5:80b lid 5 Wft, noch enig ander artikel in de Wft een delegatiebevoegdheid inhoudt betreffende de indieningstermijn van een verzoek op basis van artikel 5:80b Wft. Daar komt bij dat de wettekst zodanig helder en eenduidig is dat de termijn uit de Wft niet kan worden bekort bij algemene maatregel van bestuur. Het feit dat de toen nog niet aangenomen Reparatiwet Wft voorzag in een wijziging van de termijn uit de Wft, doet daar volgens de Ondernemingskamer niet aan af. Ook in de literatuur is gesteld dat de Wft als hogere orde prevaleert boven de regeling in het Bob.³ De overweging van de Ondernemingskamer lijkt mij juist.

Het eigenlijke 5:80b-verzoek

Het eigenlijke 5:80b-verzoek van de VEB is gebaseerd op de stelling dat los van de door Ahold ontvangen prijs, de geboden prijs niet een billijke prijs is voor een gewoon aandeel in het kapitaal van Schuitema.⁴ Dit verzoek dient te

worden getoetst aan de voorwaarden zoals genoemd in artikel 5:80b leden 3 en 4. Een verzoek is slechts:

1. ontvankelijk indien de billijke prijs op grond van artikel 5:80a leden 2 en 3 Wft meer dan 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de periode van drie maanden voorafgaand aan de indiening van het verzoek; en
2. toewijsbaar indien de verzoeker door de billijke prijs bedoeld in artikel 5:80a Wft onevenredig in zijn belang wordt getroffen.

Wanneer de tweede voorwaarde is vervuld, hangt af van de omstandigheden van het geval. De toelichting op deze bepaling vermeldt slechts dat de Ondernemingskamer bij de toetsing van deze voorwaarde ook de belangen van andere betrokken belanghebbenden dient mee te wegen.⁵ In de literatuur is gesteld dat deze eis doet denken aan de *imprévisionbepaling* van artikel 6:248 en 6:258 BW.⁶

Op grond van artikel 5:80b lid 2 Wft voert de VEB verschillende argumenten aan waarom de geboden prijs niet billijk zou zijn, zoals de stelling dat bij de prijsstelling geen rekening is gehouden met operationele verbeteringen en reorganisaties ten gevolge waarvan de ondernemingswaarde significant hoger zou liggen, het achterwege blijven van (onder meer) *fairness opinions*, en het feit dat geen waarde is toegekend aan de optie van Schuitema om alle aandelen in het kapitaal van CKK te verkrijgen tegen de nominale waarde.

De Ondernemingskamer toetst ambtshalve of deze argumenten aanleiding geven om te oordelen dat het belang van de VEB onevenredig is getroffen. Zij richt zich daarbij vooral op de vraag of sprake is van waardevermeerderende omstandigheden en factoren die ten onrechte niet in de prijsstelling van het openbare bod zijn betrokken, of dat Skipper bij de berekening van de biedprijs is uitgegaan van onjuiste, te lage ondernemingswaarde voor Schuitema.⁷ De Ondernemingskamer komt tot de conclusie dat deze argumenten geen voldoende (concrete) feiten en omstandigheden inhouden, waaruit volgt dat de hoogste prijs niet de billijke prijs zal zijn.⁸ Aangezien de Ondernemingskamer aldus oordeelt dat niet is voldaan aan de tweede hiervoor genoemde voorwaarde, kon de beoordeling van de eerste genoemde voorwaarde achterwege blijven.

Het oneigenlijke 5:80b-verzoek

Het oneigenlijke 5:80b-verzoek is gebaseerd op de stelling dat de door de wet bedoelde hoogste prijs hoger zou zijn dan de gestelde EUR 20,11. De VEB verwijst daarbij naar het samenstel van transacties ten gevolge waarvan Skipper

2. Zie www.eerstekamer.nl.

3. A. Doorman, Het verplicht bod, in: M.F. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Heijmans van den Berg (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 525.

4. Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, LJN BG1422, r.o. 3.12.

5. Kamerstukken II 2005/06, 30 419 nr. 9, p. 20.

6. J.H.M. Willems, De rol van de ondernemingskamer bij het verplichte overnamebod, in: M.F. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Heijmans van den Berg (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 999.

7. Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, LJN BG1422, r.o. 3.13.

8. Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, LJN BG1422, r.o. 3.19.

de aandelen van Ahold in het kapitaal van Schuitema heeft verkregen. Skipper heeft volgens de VEB ten onrechte de onderdelen 3 tot en met 5 niet betrokken in de bepaling van de hoogste prijs (zie hiervoor onder 'Achtergrond').

Meer specifiek voert zij aan dat Ahold een substantiële korting heeft gekregen bij de aankoop van de 57 supermarkten genoemd onder onderdeel 3, aangezien de eigenlijke waarde aanzienlijk hoger zou zijn dan EUR 171 miljoen. Daarnaast zou Skipper onvoldoende informatie hebben verschaft om te bepalen of de waarde van het vastgoed wel EUR 91 miljoen bedroeg. Ten slotte stelt de VEB dat de preferente aandelen vermeld in onderdeel 5 een hogere waarde hebben dan de nominale waarde van EUR 50 miljoen, in het bijzonder vanwege de bijzondere zeggenschapsrechten die aan deze preferente aandelen zijn toegekend. Ondanks het verweer van Skipper dat de transacties onder 3 en 4 at arm's length hebben plaatsgevonden en een fairness opinion heeft overgelegd die de billijkheid van de prijs voor deze onderdelen bevestigt, komt de Ondernemingskamer tot de conclusie dat er gegronde redenen zijn om te betwijfelen of de hoogste prijs zoals genoemd door Skipper wel de juiste is.

De Ondernemingskamer overweegt ambtshalve of een geschil over de hoogste prijs, een geschil derhalve over artikel 5:80a lid 2 Wft, tot haar bevoegdheid op grond van artikel 5:80b lid 1 Wft kan dan wel moet worden gerekend. Zij stelt dat uit de laatstgenoemde bepaling niet is af te leiden dat het de Ondernemingskamer niet vrijstaat een billijke prijs vast te stellen die (niet hoger of lager maar) gelijk is aan de hoogste prijs, en ook niet gezegd kan worden dat dit in strijd is met (het systeem van) de Wft. Ook overweegt zij dat bij dit oneigenlijke 5:80b-verzoek de voorwaarden zoals genoemd in artikel 5:80b leden 3 en 4 niet van toepassing zijn. Zij acht zichzelf derhalve bevoegd. Gezien de conclusie dat aan de juistheid van de hoogste prijs getwijfeld kan worden, benoemt de Ondernemingskamer twee deskundigen die moeten onderzoeken wat de daadwerkelijke hoogste prijs is. Daarbij beveelt zij dat Skipper en Schuitema bepaalde stukken dienen over te leggen die ten dienste staan aan deze bepaling, zoals het taxatierapport met betrekking tot het vastgoed.

Hoewel deze uitkomst mij redelijk voorkomt, heb ik mijn vraagtekens of een conflict over de hoogste prijs wel onder de strekking van artikel 5:80b Wft valt. In artikel 5 lid 4 van de Overnamerichtlijn is immers opgenomen dat 'de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe [mogen] machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in de eerste alinea bedoelde prijs te wijzigen'. Ik lees dit zo, dat de toezichthoudende autoriteiten een *alternatieve* hoogste prijs kunnen bepalen, niet dat zij de hoogste prijs zelf kunnen toetsen. De richtlijn spreekt immers over wijziging van de hoogste prijs, wat impliceert dat de hoogste prijs een gegeven is.

De toelichting op artikel 5:80b Wft gaat uit van hetzelfde principe. Hierin is opgenomen dat dit artikel de mogelijk-

heid omvat 'om de OK te verzoeken een *alternatieve* billijke prijs vast te stellen' (cursief; JH).⁹ Dit standpunt vindt ook steun in de literatuur. Zo stelt Willems dat: 'uit de tekst (...) overigens zonneklaar voort[vloeit] dat het niet de bedoeling is dat de OK zich in volle omvang een oordeel vormt over de billijkheid van de prijs die ingevolge art. 5:80a Wft geboden moet worden. Wat billijk is, is immers door die bepaling in de wet gesteld.'¹⁰

Strikt geredeneerd is de Ondernemingskamer naar mijn mening niet bevoegd kennis te nemen van een geschil over de hoogste prijs op grond van artikel 5:80b Wft. De vraag rijst of er wellicht een andere grondslag is voor een bevoegde autoriteit om kennis te nemen van een dergelijk geschil. Artikel 5:73 Wft biedt waarschijnlijk geen goed alternatief. Dit artikel bepaalt dat indien degene die overwegende zeggenschap heeft verkregen, verzuimt om een openbaar bod uit te brengen, de Ondernemingskamer desgevraagd een bevel oplegt om dit te doen. De Ondernemingskamer kan daarbij maatregelen opleggen om nakoming van dit bevel af te dwingen. In dit geval is weliswaar een openbaar bod uitgebracht, maar dit bod lijkt niet te voldoen aan de wettelijke voorwaarden die daaraan verbonden zijn. Artikel 5:80a Wft vereist dat een verplicht openbaar bod wordt uitgebracht tegen een billijke prijs. Nu onduidelijk is of Skipper aan deze verplichting heeft voldaan, kan worden betwist of wel is voldaan aan het vereiste van artikel 5:70 Wft. Probleem lijkt mij echter dat de Ondernemingskamer op grond van artikel 5:73 Wft geen deskundigen lijkt te kunnen aanwijzen om de hoogste prijs te bepalen. Op grond van lid 4 van dit artikel kan de Ondernemingskamer weliswaar voorlopige voorzieningen treffen, maar deze bepaling lijkt slechts betekenis toe te komen in verband met een verzoek op voet van artikel 5:73 lid 3 Wft, en dus niet in deze situatie.¹¹ Wellicht dat een houder van aandelen of bewilligde certificaten een vordering op grond van onrechtmatige daad kan instigeren, maar het moge duidelijk zijn dat dit een onbevredigende oplossing is.

Volgens Grundmann-van de Krol is de in artikel 5:80b Wft neergelegde bevoegdheid van de Ondernemingskamer een uitzondering op de bevoegdheden die de AFM heeft ten aanzien van de in de afdelingen 5.5.2-5.5.4 neergelegde regels. Begrijp ik haar goed, dan is zij van mening dat eigenlijk de AFM toezicht zou moeten houden op de vraag of de verplichting van artikel 5:80a Wft wordt nageleefd – inhoudend dat degene die een verplicht bod uitbrengt, dit bod ook uitbrengt tegen een redelijke prijs – waarbij de AFM gebruik zou kunnen maken van haar inlichtingenbevoegdheid. Zij beroept zich daarbij op de systematiek van de Wft, in het bijzonder artikel 5:70 lid 2 Wft. Daarin is bepaald dat de artikelen 1:72 en 1:74 Wft alleen niet van toepassing zijn

9. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 9, p. 20.

10. Willems 2008, p. 999.

11. Willems 2008, p. 995.

op afdeling 5.5.1, en dus wel op de overige afdelingen van hoofdstuk 5.5 Wft (waaronder art. 5:80b Wft in afdeling 5.5.4).¹²

Vraag is wat dit betekent voor de bevoegdheid van de Ondernemingskamer om te oordelen, via een verzoek ex artikel 5:80b Wft, over een geschil over de toepassing van artikel 5:80a Wft. De door Grundmann-van de Krol bekritiseerde uitzondering hangt naar mijn idee samen met het feit dat de wet eigenlijk geen waarborg biedt dat artikel 5:80a Wft wordt nageleefd. De AFM houdt geen toezicht en de bevoegdheid van de Ondernemingskamer is strikt genomen te beperkt.

Ik kom tot de conclusie dat de Ondernemingskamer met het oog op de door haar geconstateerde twijfel over de hoogste prijs een passende oplossing heeft gevonden door deskundigen te benoemen die de hoogste prijs overeenkomstig de Wft dienen vast te stellen. Ik trek echter in twijfel of artikel 5:80b Wft daartoe de mogelijkheid biedt. Het is spijtig dat de Reparatiewet Wft reeds is aangenomen. Het is te hopen dat dit hiaat in de wetgeving snel wordt ingevuld.

Slotopmerking

Het eerste verplichte bod dat in Nederland is uitgebracht, heeft interessante problemen aan het licht gebracht. Sommige daarvan zijn inmiddels onderkend door de wetgever. De discrepantie tussen de Wft en het Bob met betrekking tot de indieningstermijn van een verzoek op grond van artikel 5:80b Wft is gerepareerd, maar niet tijdig voor Skipper om daarvan te profiteren. De Ondernemingskamer heeft helderheid verschaft welke criteria zij hanteert bij de toepassing van artikel 5:80b lid 4 Wft, waardoor dit criterium nu meer 'duidelijk omschreven' is, conform het vereiste van de richtlijn.

Ik ben echter niet overtuigd dat de wet op dit moment voorziet in een rechtsmiddel voor belanghebbenden op grond waarvan artikel 5:80a leden 2 en 3 passend kan worden getoetst. De oplossing van de Ondernemingskamer leidt weliswaar tot het gewenste resultaat, maar vindt in mijn ogen onvoldoende steun in de wet.

*Mr. J. Holland
NautaDutilh*

12. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 407.