

# Openbare biedingen – *acting in concert*

*Mr. E.A. Snoeijer en mr. F.P.R. Schreuder\**

Op 28 oktober 2007 traden de gemoderniseerde voorschriften omtrent openbare overnamebiedingen in werking. Deze bepalingen zijn gedeeltelijk gebaseerd op de Europese Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod (hierna: Overname-richtlijn).<sup>1</sup> Volgens de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) kunnen partijen die, al dan niet door te handelen in onderling overleg, ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap met zetel in Nederland verkrijgen, verplicht worden gesteld om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van deze vennootschap en/of certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. In de praktijk heerst er echter onduidelijkheid omtrent de invulling van het begrip 'handelen in onderling overleg' (hierna: *acting in concert*).<sup>2</sup>

Op 1 juli 2012 zijn het gewijzigde Besluit openbare biedingen (hierna: Bob)<sup>3</sup> en het gewijzigde Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft (hierna: Vrijstellingsbesluit)<sup>4</sup> in werking getreden. In de nota van toelichting bij het Bob wordt uiteengezet waarom er geen concrete vormen van samenwerking tussen aandeelhouders zijn benoemd die niet kwalificeren als *acting in concert*.<sup>5</sup> Wij zullen in deze bijdrage stilstaan bij het belang van het nader specificeren van het begrip *acting in concert* voor de openbarebiedingenpraktijk. In dit licht zal tevens worden bekeken of de toevoegingen in het Vrijstellingsbesluit de huidige onduidelijkheid omtrent *acting in concert* hebben weggenomen.

We zullen in deze bijdrage eerst de achtergrond schetsen van de bestaande regelgeving met betrekking tot openbare biedingen en meer specifiek *acting in concert*. Vervolgens zullen we de algemene problematiek van de huidige regelgeving uiteenzetten en zullen we twee specifieke vrijstellingen uit het Vrijstellingsbesluit bespreken. Tot slot zullen we de Europese invalshoek belichten.

\* Mr. E.A. Snoeijer is als advocaat werkzaam bij Clifford Chance in Amsterdam. Mr. F.P.R. Schreuder is als advocaat werkzaam bij Clifford Chance in Londen.

1. Nota van toelichting bij het Besluit van 29 maart 2012 houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Stb. 2012, 197, p. 3.
2. GS Toezicht Financiële Markten, art. 1:1 Wft, aant. 6.7.2.
3. Kamerstukken II 2011/12, 31 083, nr. 41.
4. Kamerstukken II 2011/12, 31 083, nr. 44.
5. Nota van toelichting bij het Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn, Stb. 1012, 196, p. 30-31.

## Achtergrond

Artikel 1:1 Wft vermeldt onder meer dat wordt verstaan onder personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld:

'natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen met wie, onderscheidenlijk waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap of, indien de samenwerking geschiedt met de doelvennootschap, het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap'.

In artikel 5:70 Wft is een bepaling opgenomen op grond waarvan partijen die, al dan niet door te handelen in onderling overleg, ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap met zetel in Nederland verkrijgen, verplicht worden gesteld om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van deze vennootschap en/of certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Vervolgens wordt overwegende zeggenschap in artikel 1:1 Wft gedefinieerd als 'het kunnen uitoefenen van ten minste 30 procent van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap'. De wetgever heeft ervoor gekozen om het begrip *acting in concert* zo ruim mogelijk te definiëren, zodat ontwijken onmogelijk zou worden. Het blijkt echter dat deze ruime definitie een belemmerende werking heeft op de praktijk.

## Definiëring problematiek regelgeving

De problematiek omtrent de definiëring van *acting in concert* kent verschillende aspecten.

### 1. Samenwerken

Ten eerste is het onduidelijk wanneer samenwerking door aandeelhouders wel en wanneer dit niet is toegestaan. In de memorie van toelichting staat dat er geen sprake kan zijn van het verwerven van overwegende zeggenschap indien het een onderwerp van ondergeschikt belang betreft.<sup>6</sup> Ook heeft de wetgever al in 2006<sup>7</sup> bepaald dat samenwerkende aandeelhouders niet de intentie hebben om overwegende zeggenschap te verkrijgen wanneer zij in een voorvergadering bepaalde afspraken maken met betrekking tot de *corporate governance* van een

6. Asser/Macijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 626.

7. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 24.

beursvennootschap.<sup>8</sup> Wanneer er echter sprake is van een onderwerp van ondergeschikt belang en welke afspraken vallen onder afspraken met betrekking tot *corporate governance* blijft onduidelijk. De huidige wetgeving laat in het midden welke samenwerking voldoende zwaarwegend is om binnen een vennootschap tot overwegende zeggenschap te kunnen leiden.

Door de onduidelijkheid aarzelen aandeelhouders die niet uit zijn op het verkrijgen van overwegende zeggenschap om samen te werken, terwijl dit de effectiviteit van de algemene vergadering van aandeelhouders en de *checks and balances* binnen een vennootschap ten goede zou kunnen komen.<sup>9</sup>

## 2. Betrokken instanties

De toenmalige minister van Financiën heeft in zijn brief van 7 september 2009<sup>10</sup> aangegeven dat het begrip *acting in concert* verder zou worden ingevuld door de te ontwikkelen jurisprudentie van de Ondernemingskamer (hierna: OK). Echter, vanaf het moment dat er sprake is van overwegende zeggenschap rust op diegene die de overwegende zeggenschap heeft verkregen op grond van het hiervoor genoemde artikel 5:70 Wft in principe een verplichting om een openbaar bod uit te brengen. Deze sanctie kan verstrekkende gevolgen hebben en in de praktijk zien we dan ook dat partijen huiverig zijn om dit risico te lopen. Zodoende is er ook geen relevante rechtspraak voorhanden.<sup>11</sup> Zoals hierna wordt besproken, heeft de minister in het Bob en het Vrijstellingsbesluit getracht duidelijkheid te bieden ten aanzien van een beperkt aantal specifieke gevallen. Een algemene inkleuring van het begrip *acting in concert* zal ons inziens echter bij een formele wetwijziging dienen te geschieden.

Ook de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) heeft getracht enige duidelijkheid te verschaffen omtrent de uitleg van *acting in concert*. De AFM heeft eind 2009 haar beleid inzake *acting in concert* in de regeling omtrent het melden van substantiële deelnemingen zoals bedoeld in artikel 5:45 e.v. Wft herzien door te komen met een lijst van feiten en omstandigheden die volgens de AFM doen vermoeden dat er sprake is van een overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren.<sup>12</sup> Verder benadrukte de AFM dat een dergelijke overeenkomst zou kunnen worden afgeleid aan de hand van de gedragingen die partijen over en weer jegens elkaar vertonen.<sup>13</sup> Het beleid ten aanzien van *acting in concert* voor de meldingsregeling van de AFM en dat voor het verplicht bod dienen echter niet over één kam te worden geschorren, mede omdat de AFM niet de bevoegde instantie is om te

oordelen of er sprake is van een biedplicht. Deze bevoegdheid ligt bij de OK en dit maakt dan ook dat de OK niet gebonden is aan de uitleg van de AFM.<sup>14</sup>

## 3. Samenwerking bij vrijwillig bod

Tot slot is de uitleg van *acting in concert* ook van belang in het kader van een vrijwillig bod door partijen die gezamenlijk 30% of meer van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap kunnen uitoefenen. Immers, de biedplicht is in beginsel ook van toepassing op een dergelijk consortium. Het lijkt niet de bedoeling te zijn om dergelijke vrijwillige biedingen bij voorbaat onmogelijk te maken. De onduidelijkheid omtrent *acting in concert* veroorzaakt echter wel de nodige terughoudendheid bij aandeelhouders en zou ervoor kunnen zorgen dat voor de markt potentieel gewenste transacties wellicht afketsen.<sup>15</sup>

## Het Vrijstellingsbesluit – specifieke vrijstellingen

Los van bovenstaande principiële knelpunten zijn er ook specifieke gevallen in de openbarebiedingenpraktijk waar de definiëring van *acting in concert* een belangrijke rol speelt. Een paar van deze gevallen zijn inmiddels verduidelijkt.

Per 1 juli 2012<sup>16</sup> is er aan artikel 2 van het Vrijstellingsbesluit een aantal vrijstellingen toegevoegd en is de vrijstelling die voorziet in de mogelijkheid van onafhankelijke aandeelhouders om in te stemmen met de verkrijging van overwegende zeggenschap gewijzigd. Dit besluit is voorafgegaan door een tweetal voorontwerpen van 10 april 2009 en 11 juni 2010. Op deze voorontwerpen is door verschillende partijen schriftelijk gereageerd en naar aanleiding van deze opmerkingen zijn de nodige wijzigingen doorgevoerd.<sup>17</sup> Zo heeft de minister in het Vrijstellingsbesluit voor de vrijstellingen met betrekking tot (1) *irrevocables* en (2) samenwerkingsverbanden van vóór 28 oktober 2007 bepaald dat deze in beginsel niet kwalificeren als *acting in concert* en dat er voor deze gevallen dus ook geen biedplicht ontstaat.

### 1. Irrevocables

*Irrevocables* zijn in de praktijk gebruikelijke toezeggingen gedaan door aandeelhouders om het openbaar bod te steunen door met de bieder overeen te komen dat zij hun aandelen zullen aanmelden onder het bod en waarbij veelal ook afspraken worden gemaakt over de door de algemene vergadering van de doelvennootschap te nemen besluiten, die effectief worden na gestanddoening van het bod.<sup>18</sup> In de nota van toelichting bij het Vrijstellingsbesluit wordt erop gewezen dat er een onder-

8. A.V.V. de Vlaam, *Acting in concert – samenwerkende aandeelhouders in beursfondsen*, Ondernemingsrecht 2006, 193, par. 2.2.

9. GS Toezicht Financiële Markten, art. 1:1 Wft, aant. 6.7.2.

10. Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33.

11. J.H.L. Beckers, *Gewijzigd acting in concertbeleid AFM* (art. 5:45 lid 5 Wft), Ondernemingsrecht 2010, 19, par. 5.

12. Zie hiervoor <[www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/brochures/2009/acting\\_in\\_concert\\_publicatietekst.ashx](http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/brochures/2009/acting_in_concert_publicatietekst.ashx)>.

13. Beckers 2010, par. 2.

14. J.H.L. Beckers, *Eendracht maakt macht*, Eumedion 2008, p. 48.

15. B.R. van der Klip, *Consultatie(s) wijziging biedingsregels*, Ondernemingsrecht 2010, 104.

16. Stb. 2012, 242.

17. Nota van toelichting bij het Besluit van 29 maart 2012 houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Stb. 2012, 197, p. 5.

18. Nota van toelichting bij het Besluit van 29 maart 2012 houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Stb. 2012, 197, p. 7.

scheid dient te worden gemaakt tussen *irrevocables* zonder stemafspraken en met stemafspraken. Wanneer de *irrevocable* geen stemafspraken bevat, blijft de betreffende aandeelhouder vrij in de uitoefening van zijn stemrecht en kan dit niet worden aangemerkt als *acting in concert*. Wanneer er echter sprake is van een *irrevocable* met stemafspraken, hangt het volgens de nota af van de inhoud van de stemafspraken of er al dan niet sprake zou zijn van *acting in concert*. In artikel 2 lid 1 sub d van het Vrijstellingsbesluit wordt nu bepaald dat *irrevocables* niet leiden tot een biedplicht, mits aan drie voorwaarden wordt voldaan:

1. Het moet gaan om een 'onvoorwaardelijke' overeenkomst waarbij de rechthebbende zich 'onherroepelijk' verplicht effecten in het bod aan te bieden.
2. De duur van de overeenkomst moet beperkt zijn tot aan de gestanddoening van het openbaar bod.
3. De rechthebbende mag zich ten aanzien van de uitoefening van zijn stemrechten uitsluitend verplichten om in de algemene vergadering van de vennootschap waarin overwegende zeggenschap wordt verkregen vóór besluiten te stemmen: (a) die specifiek in die overeenkomst zijn benoemd, (b) waarvan de besluitvorming onder voorbehoud van gestanddoening van het bod geschiedt en (c) die rechtstreeks verband houden met het openbaar bod of die erop zijn gericht het welslagen van een aangekondigd bod te dwarsbomen.<sup>19</sup>

## 2. Samenwerkingsverbanden van vóór 28 oktober 2007

Deze nieuwe vrijstelling knoopt aan bij het feit dat op samenwerkingsverbanden van partijen die in onderling overleg handelen, indien die verbanden reeds bestonden op het moment van inwerkingtreding van artikel 5:70 lid 1 Wft (dat wil zeggen op 28 oktober 2007), niet de verplichting rust om een verplicht bod uit te brengen.<sup>20</sup> Uit de nota van toelichting bij het Vrijstellingsbesluit volgt dat, indien de overwegende zeggenschap wordt gehouden door personen die in onderling overleg handelen, door toetreding van een persoon tot de kring van personen die in onderling overleg handelen, sprake zou zijn van het 'verkrijgen' van overwegende zeggenschap door degene die nieuw toetreedt. Gelet op de ratio van artikel 5:70 Wft zou het niet logisch en niet wenselijk zijn dat er dan een biedplicht voor de toetredende persoon zou ontstaan als de toetredende personen de wijze van uitoefening van het stemrecht door het samenwerkingsverband *niet* eenzijdig zouden kunnen bepalen.<sup>21</sup>

Gelet op de bewoordingen van de nota lijkt het erop dat deze vrijstelling voor samenwerkingsverbanden van toepassing is wanneer na de toetreding van een nieuwe partij de meerderheid van de stemrechten moeten kunnen worden uitgeoefend

door partijen die vanaf het moment van de inwerkingtreding van de biedplicht, 28 oktober 2007, reeds lid waren van het samenwerkingsverband. Onduidelijk blijft echter of na toetreding van een nieuwe partij de meerderheid van de stemrechten moeten kunnen worden uitgeoefend door partijen die voor de toetreding van de nieuwe partij reeds partij waren bij het samenwerkingsverband (dat wil zeggen ongeacht het moment van de inwerkingtreding van de biedplicht).<sup>22</sup>

Daarnaast is in deze tweede vrijstelling in sub c opgenomen dat de toetredende personen niet het 'oogmerk' mogen hebben om de zeggenschap na toetreding tot het samenwerkingsverband zodanig uit te breiden dat zij wel eenzijdig de uitoefening van het stemrecht kunnen bepalen. Een bepalende factor uit deze vrijstelling is derhalve de invulling van het begrip 'oogmerk'. De nota laat het echter helaas na toe te lichten hoe dit begrip uitgelegd dient te worden.

## Europees niveau

Volgens de nota van toelichting bij het Bob zou het mede gelet op de grensoverschrijdende aspecten van *acting in concert* niet wenselijk zijn om te kiezen voor een nationale aanpak in plaats van een Europese aanpak. Gezien de grensoverschrijdende aspecten van *acting in concert* zijn wij het met de minister eens dat het uiteindelijk gewenst is dat er op Europees niveau een duidelijke regeling omtrent *acting in concert* komt. Echter, wij zijn van mening dat de uitleg van het begrip *acting in concert* niet te lang op zich moet laten wachten, gelet op de huidige onduidelijkheid in de praktijk en het daaruit resulterende terughoudende gedrag van aandeelhouders.

Op Europees niveau heeft met name de *European Securities Markets Expert Group* haar visie gepubliceerd met betrekking tot het begrip *acting in concert* en een gemeenschappelijke uitleg hiervan. In andere EU-lidstaten worden verschillende interpretaties aan dit begrip gegeven.<sup>23</sup> Vrijwel alle institutionele beleggers, maar ook steeds meer particuliere aandeelhouders opereren buiten de eigen landsgrenzen. Voor hen is de onduidelijkheid omtrent de verschillende *acting in concert*-regels zo mogelijk nog lastiger dan voor aandeelhouders die louter op de Nederlandse markt actief zijn.<sup>24</sup> Nu er vijf jaar na de uitvoering van de Overnamerichtlijn nog geen duidelijkheid is gekomen vanuit Europa, zou Nederland een eerste stap kunnen zetten die als inspiratie zou kunnen dienen voor het Europese wetgevingsproces.

## Conclusie

Aandeelhouders zijn door de onduidelijkheden omtrent het begrip *acting in concert* onder andere huiverig geworden om onderling samen te werken, terwijl dit de vennootschap ten

19. B. van der Klip, Wijziging Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Ondernemingsrecht 2012, 23, par. 4.

20. Van der Klip 2012, par. 5.

21. Nota van toelichting bij het Besluit van 29 maart 2012 houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Stb. 2012, 197, p. 13-15.

22. Van der Klip 2012/23, par. 5.

23. Zie hiervoor: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/acting\\_in\\_concert\\_20081117\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/acting_in_concert_20081117_en.pdf)>.

24. J.H.L. Beckers, European Securities Markets Expert Groups – Preliminary views on the definition of acting in concert between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive, Ondernemingsrecht 2009, 62, p. 272-274.

goede zou kunnen komen. De potentiële verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle aandelen en/of certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, weerhoudt aandeelhouders, die niet uit zijn op het verkrijgen van overwegende zeggenschap, ervan om samen te werken.

De gevolgen van het onlangs inwerking getreden Bob en Vrijstellingsbesluit zijn op dit moment nog onduidelijk. De wijzigingen in het Bob en het Vrijstellingsbesluit, waarvoor het begrip *acting in concert* van belang is, hebben geleid tot duidelijkheid over twee specifieke vrijstellingen. De onduidelijkheid omtrent de uitleg van *acting in concert* in het algemeen is hiermee helaas nog niet verholpen.

Een Europese aanpak verdient wat ons betreft, gelet op de verschillende nationale interpretaties van *acting in concert* en het toegenomen aantal internationale transacties, op de lange termijn ook de voorkeur boven een nationale aanpak. Dit neemt echter niet weg dat Nederland, met het wijzigen van de regelgeving die geldt voor de openbarebiedingenpraktijk, een eerste stap had kunnen zetten die ook als inspiratie had kunnen dienen voor het Europese wetgevingsproces. Tot aan de eventuele invoering van regels omtrent de uitleg van *acting in concert* op Europees niveau had bovenal een handvat kunnen worden geboden op nationaal niveau. Het feit dat dit niet is gebeurd, is wat ons betreft een gemiste kans.