

De ‘put-up or shut-up’-regeling in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk

*Mr. R. W. H. Stevens**

Inleiding

Met ingang van 1 juli 2012 is het Besluit openbare biedingen (hierna: Bob) gewijzigd als onderdeel van een bredere aanpassing van de Nederlandse openbare biedingsregels.¹ De meest in het oog springende wijziging is de zogeheten ‘put-up or shut-up’-regeling (hierna ook aangeduid met ‘PUSU’ of ‘PUSU-regeling’) die ingevoerd is als artikel 2a Bob. Op grond van de PUSU-regeling kan de AFM een potentiële bidder die bepaalde informatie openbaar heeft gemaakt over een mogelijk bod op een doelvennootschap, verplichten om een openbare mededeling te doen waarin hij duidelijkheid schept over zijn bedoelingen.

De PUSU-regeling werd in september 2009 aangekondigd in de zogenoemde ‘Marktmeesterbrief’ van de minister van Financiën.² In deze brief wordt (impliciet) verwezen naar het gerucht makende overnameproces rond ABN AMRO, waarbij het consortium bestaande uit RBS, Banco Santander en Fortis gedurende een aantal maanden de markt in onzekerheid had gelaten over de definitieve beslissing om een bod uit te brengen. In oktober 2007 is mede naar aanleiding hiervan artikel 5 lid 2 Bob ingevoerd, dat bepaalt dat een bod waarover (nog) geen overeenstemming bestaat tussen doelvennootschap en bidder geacht wordt te zijn aangekondigd en het biedingsproces te zijn aangevangen wanneer de bidder bepaalde concrete informatie openbaar heeft gemaakt.³ Uit de Marktmeesterbrief blijkt dat de minister na consultatie met marktpartijen een verdere aanpassing van de biedingsregels – waaronder de introductie van een ‘put-up or shut-up’ regel – wenselijk achtte. In de Marktmeesterbrief wordt als achtergrond van de PUSU-regeling gewezen op het beperken van de periode van

onzekerheid voor de bij een mogelijk openbaar bod betrokken partijen alsmede het optimaliseren van de ordelijkheid en stroomlijning van het biedingsproces. In het Wijzigingsbesluit wordt in dit kader nog genoemd het belang van aandeelhouders bij ordentelijke en tijdige informatievoorziening, en het belang van efficiënte kapitaalmarkten.⁴

De Nederlandse PUSU-regeling is gebaseerd op een eerdere variant van de PUSU-regeling uit de UK Takeover Code, die ondertussen is gewijzigd per 19 september 2011. Ten tijde van dit schrijven is er bij mijn weten nog geen PUSU-verplichting opgelegd door de AFM. In deze bijdrage zal ik eerst een overzicht geven van de PUSU-regeling uit het Bob, mede vanuit het perspectief van de AFM, de potentiële doelvennootschap en de potentiële bidder. Vervolgens zal ik ter vergelijking stilstaan bij de gewijzigde PUSU-regeling uit de UK Takeover Code en de PUSU-regeling uit de Franse biedingsregels. Tot slot zal ik op basis daarvan concluderen met een aantal aanbevelingen.

De PUSU-regeling uit artikel 2a Bob

Op grond van artikel 2a lid 1 Bob kan de AFM op verzoek van een potentiële doelvennootschap een potentiële bidder die informatie openbaar heeft gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij overweegt om een openbaar overnamebod op die potentiële doelvennootschap uit te brengen, verplichten om binnen zes weken nadat hij door de AFM van de verplichting in kennis is gesteld, een openbare mededeling te doen. De mededeling van de potentiële bidder houdt ofwel een aankondiging in van een openbaar bod op de effecten van de doelvennootschap (‘put-up’) ofwel dat hij geen voornemen heeft tot het aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod (‘shut-up’). De termijn van zes weken is niet voor verlenging vatbaar. De AFM kan de potentiële bidder daarnaast verplichten om onverwijld een openbare mededeling te doen over het feit dat hij door de AFM de PUSU-verplichting opgelegd gekregen heeft.

* Mr. R.W.H. Stevens is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam

1. Bij Besluit van 9 maart 2012 (Stb. 2012, 196) is artikel 2a in het Bob opgenomen, tezamen met een aantal andere bepalingen (zie ook voetnoot 7). De overige wijzigingen die per 1 juli 2012 in werking zijn getreden betreffen de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft), het Vrijstellingsbesluit openbare biedingen Wft, het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn en het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector.

2. Marktmeesterbrief d.d. 2 september 2009, Kamerstukken II 2008/09, 31 038, nr. 33, p. 3-4.

3. Zie ook C.J.C. de Brauw, Groene Serie Rechtspersonen, aant. 3, Geschiedenis van de bepaling, bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 2a (binnenkort te verschijnen).

4. Zie de Nota van Toelichting bij het Besluit houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft, Stb. 2012, 196 (hierna: Wijzigingsbesluit), p. 19.

Wanneer in de praktijk sprake is van informatie die toewijzing van een PUSU-verzoek rechtvaardigt, zal in sterke mate afhangen van de omstandigheden van het geval. Het is niet nodig dat er sprake is van een uitgewerkt voorgenomen bod. Het moet wel gaan om zodanige informatie dat daaruit in redelijkheid de indruk kan ontstaan dat een openbaar bod wordt overwogen. Een enkel gerucht zal volgens de toelichting niet volstaan; het zal doorgaans moeten gaan om informatie die meer dan eens openbaar is gemaakt. Als voorbeelden worden genoemd (herhaalde) publieke uitlatingen van een potentiële bidder dat hij geïnteresseerd is in de potentiële doelvennootschap.⁵ Onder 'openbaar gemaakt' wordt verstaan dat de informatie anderen dan de potentiële bidder, potentiële doelvennootschap en AFM heeft bereikt.⁶

Wanneer de potentiële bidder die van de AFM een PUSU-verplichting opgelegd gekregen heeft, een openbaar bod aankondigt, geldt deze mededeling als een aankondiging in de zin van artikel 5 lid 1 of 2 van het Bob, wat betekent dat de termijnen van het biedingsproces gaan lopen.

Indien de potentiële bidder meedeelt dat hij geen voornemen heeft tot het aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod, is het hem en de personen met wie hij in onderling overleg handelt, gedurende zes maanden na die openbare mededeling niet toegestaan een openbaar bod aan te kondigen of uit te brengen op de effecten van de doelvennootschap (art. 2a lid 2 Bob). Indien de potentiële bidder die door de AFM verplicht is gesteld tot het doen van de openbare PUSU-mededeling, niet aan die verplichting voldoet, is het hem en de personen met wie hij in onderling overleg handelt gedurende negen maanden niet toegestaan een openbaar bod aan te kondigen of uit te brengen op de effecten van de doelvennootschap (art. 2a lid 5 Bob). Indien gedurende de voornoemde zes- of negenmaandenperiode door een derde een openbaar bod op de effecten van de doelvennootschap wordt aangekondigd, vervalt het respectievelijke verbod voor de bidder om een openbaar bod op de doelvennootschap aan te kondigen of uit te brengen (art. 2a lid 4 en lid 7 Bob).

Het is de potentiële bidder en personen met wie hij in onderling overleg handelt niet toegestaan zich gedurende de voornoemde zes- en negenmaandenperiode, in de positie te brengen dat zij overwegende zeggenschap verkrijgen in de doelvennootschap (eenzelfde verbod aan de betrokkenen om zich niet in de positie te brengen dat zij verplicht zijn om een openbaar bod uit te brengen geldt op grond van artikel 7 lid 10 Bob ten aanzien van de zes maanden 'standstill'-verplichtingen uit artikel 7 lid 7, 8 en 9 Bob, maar geldt niet ten aanzien van de vergelijkbare wachtperiodes uit artikel 9a, 12 lid 4 en 16 lid 4 Bob). Dat zou immers leiden tot de plicht om een verplicht bod te doen op de effecten van de doelvennootschap, waarmee de PUSU-regeling omzeild zou kunnen worden. Indien dit verbod wordt overtreden, kan de Ondernemingskamer op verzoek van de doelvennootschap een bevel geven aan de potentiële bidder om binnen een door de Ondernemingskamer te bepalen periode het belang dat hem de overwegende zeggenschap verschaft af te bouwen (art. 2a lid 9 Bob).

Middels het Wijzigingsbesluit zijn vergelijkbare 'standstill'-bepalingen ingevoegd in artikel 7 (leden 7, 8 en 9), artikel 9a, artikel 12 lid 4 en artikel 16 lid 4 Bob, op grond waarvan een wachtperiode van zes maanden in werking treedt als de bidder op enig moment gedurende het biedingsproces het aangekondigde bod niet voortzet (onder andere in de situaties waarin het biedingsbericht is goedgekeurd, maar de bidder toch afziet van het uitbrengen van het bod, of waarbij de bidder het bod niet gestand doet omdat een voorwaarde niet is vervuld). In dit soort situaties is het vierde lid van artikel 2a Bob telkens van overeenkomstige toepassing (oftewel de respectievelijke wachtperiode komt te vervallen indien gedurende de zesmaandentermijn door een derde een concurrerend openbaar bod wordt aangekondigd). De voornoemde verplichtingen uit de artikelen 7, 9a, 12 en 16 Bob kunnen ook in werking treden als een bidder een bod heeft aangekondigd na een PUSU-verplichting opgelegd te hebben gekregen, maar vervolgens toch afziet van het uitbrengen van een bod.⁷

De rol van de AFM

De AFM heeft geen zelfstandige mogelijkheid om een PUSU-verplichting op te leggen, maar heeft wel een bepaalde mate van beleidsvrijheid bij het (al dan niet) toewijzen van een PUSU-verzoek. De AFM zal het PUSU-verzoek alleen kunnen toewijzen indien de verzoekende doelvennootschap nadelige gevolgen ondervindt van het uitblijven van duidelijkheid omtrent het al dan niet aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod (art. 2a lid 3 Bob). Daarbij ligt het volgens het Wijzigingsbesluit in de rede dat de AFM een marginale toets hanteert waarbij wordt uitgegaan van het belang van de potentiële doelvennootschap.⁸ Nadelige gevolgen voor de potentiële doelvennootschap van het uitblijven van duidelijkheid kan bijvoorbeeld bestaan uit bepaalde koersontwikkelingen⁹ (bijvoorbeeld, een stimulerend of onterecht drukkend effect op de koers van het aandeel vanwege onduidelijkheid in de markt¹⁰), of uit een belemmering van de bedrijfsvoering.¹¹ In de literatuur worden als mogelijke voorbeelden van een belemmering van de bedrijfsvoering onder meer genoemd dat er een onevenredige belasting van het management en/of de compliance-afdeling van de doelvennootschap plaatsvindt gedu-

5. Wijzigingsbesluit, p. 33-34.

6. Wijzigingsbesluit, p. 33.

7. Zie ook M.W. Josephus Jitta, T&C Ondernemingsrecht en Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2013, p. 2561-2564.

8. Wijzigingsbesluit, p. 34 en 20.

9. Wijzigingsbesluit, p. 34.

10. Aldus J.A.C. van Veersen, Snoepen uit de Takeover Code?, in: F.G.B. Graaf, R.H. Maatman en L.J. Silverentand (red.), Lustrumbundel 2012 van Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer, 2012, p. 325.

11. Dit uitgangspunt is ook in de 13e Richtlijn verankerd, zie artikel 3 lid 1 sub f Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod: 'De doelvennootschap mag niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden worden gehinderd door een bod op haar effecten'.

rende de tijd dat met de dralende bieder gesproken wordt over een mogelijk bod¹², en het feit dat de doelvennootschap wordt belemmerd in het uitvoeren van strategische transacties omdat wederpartijen afhoudend zijn jegens een partij die in onzekerheid verkeert.¹³ Verder wordt genoemd de mogelijkheid dat de doelvennootschap ongewild 'in play' raakt wanneer anderen dan de potentiële bieder de – ogenschijnlijk – in moeilijkheden verkerende doelvennootschap gaan benaderen.¹⁴

Het lijkt voor de hand liggend dat de AFM in haar toetsing ook zal meewegen de rol van de potentiële doelvennootschap in het openbaar worden van de informatie die de regels in werking kan stellen. Als bijvoorbeeld duidelijk is dat het openbaar worden van de informatie aan de doelvennootschap zelf valt toe te rekenen, door bewust lekken of anderszins, zou een beroep op de PUSU-regeling mijns inziens in beginsel minder snel moeten worden ingewilligd (zie ook hieronder).

Ingeval van een wezenlijke verandering van omstandigheden kan de AFM de potentiële bieder ontheffing verlenen van het verbod tot het aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod. Hierbij wordt in het Wijzigingsbesluit als enige voorbeeld gegeven de situatie waarin de potentiële doelvennootschap ermee instemt dat het verbod komt te vervallen.¹⁵

Ten tijde van dit schrijven heeft de AFM nog geen interpretatie gepubliceerd inzake de PUSU-regeling. Het is de verwachting dat de AFM dit binnenkort alsnog doet; dat zou voor de praktijk nuttig zijn.

De rol van de potentiële doelvennootschap

De potentiële doelvennootschap is volgens het Wijzigingsbesluit de vennootschap waarover de potentiële bieder (zie hierna) informatie publiekelijk kenbaar heeft gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij overweegt ten aanzien van haar effecten een openbaar bod voor te bereiden.¹⁶ De potentiële doelvennootschap dient het PUSU-verzoek in en zal de AFM daarbij inhoudelijk van informatie moeten voorzien over de nadelige gevolgen van het uitblijven van duidelijkheid over een mogelijk bod. Het initiatief ligt in de Nederlandse regeling dus bij de potentiële doelvennootschap. Het indienen door een doelvennootschap van een PUSU-verzoek zal opgevat kunnen worden als een vijandige *move* jegens de potentiële bieder en het besluit daartoe zal in dat geval een controversieel karakter hebben. Dit kan de doelvennootschap in een lastige positie brengen, met name ingeval van een situatie met meerdere potentiële (concurrerende) bidders. De doelvennootschap zal bij haar besluit om een PUSU-verzoek bij de AFM in te die-

nen alle bij de vennootschap betrokken belangen dienen af te wegen.¹⁷

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht heeft er tijdens de consultatieronde voor gewaarschuwd dat het feit dat de PUSU alleen op verzoek van de doelvennootschap in werking gesteld kan worden, tot misbruik zou kunnen leiden in situaties van concurrerende biedingen, waarbij de doelvennootschap een PUSU-verzoek wel ten aanzien van de ene bieder maar niet ten aanzien van de andere bieder indient.¹⁸ Als voorbeeld werd gegeven dat in een situatie waar een vijandig openbaar bod dreigt, een door de doelvennootschap aangehouden 'White Knight' onduidelijk blijft over het doorgaan van zijn mogelijkerwijze hogere bod en daarmee kan trachten het bod van de niet welgevallige bieder dwars te zitten. Dat is niet goed voor de markttransparantie en een *level playing field*. Volgens de Commissie zou de AFM de PUSU-verplichting daarom ook moeten kunnen opleggen ten aanzien van andere potentiële bidders dan de bieder waarop het verzoek van de doelvennootschap zich richt, dan wel zou het opleggen van de PUSU-verplichting afhankelijk moeten zijn van het verschaffen van duidelijkheid door die andere potentiële bieder. Die aanbevelingen zijn echter niet overgenomen. In reactie liet de minister van Financiën weten dat de potentiële doelvennootschap bij uitstek in de gelegenheid is te bepalen of zij hinder ondervindt van het uitblijven van duidelijkheid over het mogelijke openbare bod. Het risico dat de doelvennootschap een onderscheid maakt tussen een vijandige potentiële bieder en een vriendelijke potentiële bieder wordt daarbij niet groot geacht.¹⁹ De minister gaat er kennelijk van uit dat een potentiële doelvennootschap in een concurrerende biedingsituatie over het algemeen een correcte afweging zal maken die in het belang is van de vennootschap en haar stakeholders en waarbij geen externe correctie nodig is, anders dan mogelijk via een enquêteprocedure (zie ook hierna).

Een ander denkbaar scenario in de concurrerendebiedingsfeer is dat de potentiële doelvennootschap de AFM verzoekt om een PUSU-verplichting op te leggen aan een haar niet welgevallige potentiële bieder die haar benaderd heeft met een mogelijk hoger bod dan een andere potentiële bieder die de vennootschap preferereert. De doelvennootschap zou informatie over het haar niet welgevallige hogere bod in een vroeg stadium naar buiten kunnen (laten) brengen om vervolgens een PUSU-verzoek bij de AFM in te dienen. Zo zou de doelvennootschap kunnen proberen de haar niet welgevallige bieder voor het blok te zetten, in de hoop en verwachting dat die afziet van de optie om binnen zes weken een bod uit te brengen. Dergelijk handelen zou echter strijdig kunnen zijn met het tipverbod uit artikel 5:57 Wft dat insiders verbiedt voor-

12. J.A.C. van Veersen, a.w., p. 325.

13. C.J.C. de Brauw, Groene Serie Rechtspersonen, aant. 8.1, Rol en handelwijze AFM bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 2a (binnenkort te verschijnen).

14. Idem.

15. Wijzigingsbesluit, p. 3. Zie voor andere denkbare scenario's C.J.C. de Brauw, Groene Serie Rechtspersonen, aant. bij Artikel 2a.

16. Wijzigingsbesluit, p. 19.

17. Wijzigingsbesluit, p. 23.

18. Advies Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van 26 juli 2010, p. 5, zie www.knb.nl.

19. Wijzigingsbesluit, p. 30-31.

wetenschap mee te delen aan een derde.²⁰ Het is daarnaast sterk de vraag of een dergelijke strategie strookt met de plichten van het bestuur van de doelvennootschap. Zoals vermeld, zal het bestuur bij zijn besluit om al dan niet een PUSU-verzoek in te dienen alle bij de vennootschap betrokken belangen dienen mee te wegen. In lijn met de ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad zal het bestuur onder omstandigheden bovendien de gerechtvaardigde belangen van potentiële bidders dienen te respecteren en zich dienen te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de potentiële bidders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld door het 'level playing field' te verhinderen.²¹ Indien er bijvoorbeeld sprake is van twee mogelijke serieuze biedingen waarvan de gevolgen, structuur en het type bieding vergelijkbaar zijn (op basis van de aan de doelvennootschap beschikbare informatie), zal het bestuur het mogelijk bod waarbij een betere prijs wordt geboden en dat voor het overige ook in het belang van de stakeholders is in principe niet bewust mogen frustreren.²² Het is in dit licht niet ondenkbaar dat een frustrerende opstelling van het bestuur jegens een potentiële bidder door het oneigenlijk gebruik van de PUSU-regeling een verwijt kan opleveren of aanleiding kan geven tot het treffen van voorzieningen in een enquêteprocedure.²³

De rol van de potentiële bidder

De term 'potentiële bidder' komt niet letterlijk voor in artikel 2a Bob, maar wordt wel gehanteerd in het Wijzigingsbesluit. Volgens het Wijzigingsbesluit is de potentiële bidder degene die terzake van de uitgevende instelling informatie openbaar heeft gemaakt c.q. door wiens toedoen dergelijke informatie openbaar is gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij overweegt om een openbaar bod op die uitgevende instelling voor te bereiden.²⁴ Dit moet onderscheiden worden van het begrip 'bidder' dat in artikel 1:1 Wft wordt gedefinieerd als degene door wie of namens wie een openbaar bod wordt voorbereid, wordt uitgebracht of is uitgebracht. Waar precies de grens ligt tussen het overwegen om een bod voor te bereiden (potentiële bidder) en het voorbereiden van een bod (bidder), is niet geheel duidelijk. De potentiële bidder kan zowel een buitenlandse of binnenlandse (rechts)persoon of vennootschap zijn.²⁵

De vraag komt op wat de precieze strekking is van het criterium 'degene die terzake van de [potentiële doelvennootschap] informatie openbaar heeft gemaakt' uit artikel 2a lid 1 Bob. Volgens het Wijzigingsbesluit gaat het hierbij om informatie die 'door toedoen van de potentiële bidder' openbaar gemaakt is.²⁶ Artikel 5 lid 2 Bob kent een vergelijkbaar begrip – openbaarmaking van concrete informatie door toedoen van een bidder²⁷ – dat breed moet worden opgevat en tevens openbaarmaking omvat door de bestuurders, werknemers, groepsmaatschappijen en – onder omstandigheden – externe adviseurs van de bidder.²⁸ Ervan uitgaande dat hier ten aanzien van potentiële bidders hetzelfde geldt als voor bidders, is het 'door toedoen van de potentiële bidder'-criterium uit artikel 2a lid 1 Bob behoorlijk breed.

Of dit criterium zo breed is dat het ook openbaarmaking door derden buiten de kring van de potentiële bidder omvat, is echter nog maar de vraag. Die vraag wordt bijvoorbeeld relevant in de situatie dat informatie over een mogelijk bod door de potentiële bidder in vertrouwen is verstrekt aan de doelvennootschap (waarbij een vertrouwelijkheidsovereenkomst is gesloten), maar die informatie vervolgens buiten de potentiële bidder om openbaar wordt gemaakt door een al dan niet bewuste lek bij de potentiële doelvennootschap (zonder dat een openbaarmakingsplicht daartoe aanleiding geeft) of diens financiële adviseurs. Het is mijns inziens twijfelachtig of de AFM in dat geval een PUSU-verplichting kan opleggen; de informatie is dan strikt genomen niet openbaar gemaakt door (toedoen van) de potentiële bidder zelf, en deze had bovendien maatregelen genomen om verspreiding te voorkomen. Indien informatie over een mogelijk bod door bijvoorbeeld journalisten naar buiten wordt gebracht zonder expliciete medewerking van de potentiële bidder, maar deze verspreiding wel aan de potentiële bidder valt toe te rekenen (bijvoorbeeld omdat een medewerker van de potentiële bidder de informatie al dan niet per ongeluk heeft gelekt en/of de potentiële bidder niet voldoende maatregelen heeft genomen om verspreiding te voorkomen), ligt dit wellicht anders, want meer in de risicosfeer van de potentiële bidder.

Het is voorts de vraag of de AFM een PUSU-verplichting kan opleggen indien de potentiële doelvennootschap zelf informatie over het mogelijke bod naar buiten brengt indien zij hier toe verplicht is geworden op grond van artikel 5:25i Wft omdat er geen recht op uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie meer bestaat (bijvoorbeeld omdat er aan-

20. Het doorspelen van dergelijke informatie zal immers niet snel kwalificeren als strikt noodzakelijk voor de uitoefening van het werk, beroep of functie van de persoon die de mededeling doet. Zie HvJ EG 22 november 2005, NJ 2006, 336.

21. Volgens r.o. 4.6 van de ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad. HR 13 juli 2007, LJN: BA7972.

22. Zie ook C.J.C. de Brauw, 'Concurrerende openbare biedingen', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 66 e.v.

23. In de lijn van o.a. RNA/Westfield en Stork: HR 19 april 2003, NJ 2003, 286 (RNA/Westfield), r.o. 3.7; Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, JOR 2002/82 (RNA/Westfield), r.o. 3.9 en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), r.o. 3.12.

24. Wijzigingsbesluit, p. 17.

25. Wijzigingsbesluit, p. 20.

26. Wijzigingsbesluit, p. 16, 20 en 33.

27. Wijzigingsbesluit, p. 38. De letterlijke tekst van artikel 5 lid 2 Bob spreekt van 'een bidder [die] concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod openbaar heeft gemaakt'.

28. Volgens C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Rechtspersonen*, aant. 7.2, Verhouding informatie in de context put-up or shut-up en 'concrete informatie' bij aankondiging van artikel 5 lid 2, bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 2a (binnenkort te verschijnen). Zie verder ook de noot van De Brauw bij *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, aant. 8.5 Wijze openbaarmaking concrete informatie, bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 5.

wijzingen zijn dat de vertrouwelijkheid ervan niet meer te waarborgen valt). Als vervolgens grote onrust ontstaat door het openbaren van deze informatie, valt het mijns inziens niet uit te sluiten dat de AFM niettemin een PUSU-verplichting oplegt als de doelvennootschap daarom verzoekt, met name indien het ontstaan van de openbaarmakingsplicht in de ogen van de AFM toe te rekenen valt aan c.q. voor risico dient te komen van de potentiële bidder.

Indien een bidder zonder (voorwaardelijke) overeenstemming met de doelvennootschap te hebben bereikt, concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen bod openbaar maakt, geldt het bod als aangekondigd op grond van artikel 5 lid 2 Bob, tenzij de doelvennootschap laat weten dat zij met de bidder overleg voert. Onder concrete informatie wordt in ieder geval verstaan de naam van de doelvennootschap in combinatie met de voorgenomen prijs of ruilverhouding of een concreet omschreven voorgenomen tijdschema voor het verloop van het voorgenomen bod, aldus artikel 5 lid 2 Bob. Deze regel werd voorheen ook wel aangeduid als een lichte vorm van 'put-up or shut-up' omdat deze de bidder dwingt zich te onderwerpen aan het biedingsproces en ermee voorkomen wordt dat de doelvennootschap (te) lang in haar werkzaamheden wordt gehinderd door een onzeker bod.²⁹ Op deze regel bestaat sinds 1 juli 2012 de uitzondering ingeval de doelvennootschap onverwijld na openbaarmaking van de concrete informatie mededeelt dat zij met de bidder overleg voert. Het openbaar maken van concrete informatie door (toedoen van) een bidder leidt dus niet per definitie tot aankondigen van een bod. Het is in dergelijke situaties echter niet uitgesloten dat een potentiële doelvennootschap in een later stadium de AFM alsnog verzoekt om de PUSU-verplichting op te leggen, bijvoorbeeld als de bidder blijft aarzelen of als de onderhandelingen nergens toe leiden.³⁰

Een potentiële bidder kan door de PUSU-regeling in het nauw worden gebracht. Dit geldt des te meer nu de PUSU-termijn van zes weken uit artikel 2a lid 1 Bob een vaste termijn is waarvan verlenging niet mogelijk is. In het Verenigd Koninkrijk is dit overigens wel mogelijk: het UK Takeover Panel kan op verzoek van de doelvennootschap de termijn van 28 dagen verlengen op basis van artikel 2.6 UK Takeover Code (en in de Engelse praktijk gebeurt dit ook regelmatig). Afhankelijk van de status van de onderhandelingen tussen de partijen en de mate van voorbereidingen getroffen door de potentiële bidder, kan de termijn van zes weken uit artikel 2a lid 1 Bob wellicht (te) krap zijn om een weloverwogen beslissing te nemen over het al dan niet aankondigen van een openbaar bod. Daartegenover staat overigens dat een bidder ook na een bod te hebben aangekondigd kan besluiten het bod toch niet uit te

brenge, zelfs nog nadat de AFM het biedingsbericht al heeft goedgekeurd. In dat geval mag de bidder voor een periode van zes maanden geen nieuw bod aankondigen of uitbrengen op de doelvennootschap (art. 9a Bob). Al met al valt te verwachten dat potentiële bidders als gevolg van de PUSU-regeling extra voorzichtig zullen worden met het naar buiten brengen van informatie (hetgeen in lijn is met de doeleinden van de regeling) en zich mogelijk beter zullen voorbereiden voordat ze een potentiële doelvennootschap benaderen.

Het Verenigd Koninkrijk

De Nederlands PUSU-regeling is gebaseerd op de Engelse regeling uit de UK Takeover Code zoals die gold voorafgaand aan de wijziging daarvan per 19 september 2011. Het is daarom ook vanuit Nederlands perspectief interessant om de belangrijkste van deze wijzigingen op de PUSU-regeling uit de UK Takeover Code – en de reactie daarop en gevolgen daarvan – te bekijken.³¹

Volgens de huidige, gewijzigde UK Takeover Code dient de potentiële bidder binnen 28 dagen nadat een openbare mededeling is gedaan waarin hij is genoemd als potentiële bidder, zijn *'firm intention'* om een bod uit te brengen aan te kondigen ('put-up'), ofwel aan te kondigen dat hij niet van plan is om een bod uit te brengen ('shut-up', artikel 2.6 en 2.7 UK Takeover Code). Het UK Takeover Panel³² kan op verzoek van de doelvennootschap de voornoemde termijn van 28 dagen verlengen en zal daar normaal gesproken mee instemmen (art. 2.6 (c) UK Takeover Code). In 2012 heeft het Panel de PUSU deadline van 28 dagen in 15 gevallen verlengd op verzoek van doelvennootschappen.³³

Met deze wijzigingen werd afgestapt van het – ook in Nederland gebruikte – systeem waarbij een potentiële bidder op verzoek van de betrokken doelvennootschap door het Takeover Panel een termijn krijgt opgelegd om een mededeling te doen over het al dan niet uitbrengen van een bod. In de voorbereidende stukken werd door het UK Takeover Panel gesteld dat deze wijzigingen als doel hebben het tactische voordeel dat vijandige bidders hebben ten opzichte van doelvennootschappen op drie manieren te verminderen.³⁴ Ten eerste middels een verkorting van de periode van onzekerheid voor doelvennootschappen, en een grotere mate van controle over de duur van die periode. Ten tweede wordt de doelvennootschap ontlast van de vaak lastige en omstrede beslissing om een PUSU-verzoek in te dienen bij het UK Takeover Panel. Tot slot zouden

31. Zie ook J.A.C. van Veersen, a.w., p. 321 e.v.

32. Het UK Takeover Panel is het toezichhoudend orgaan in het Verenigd Koninkrijk als bedoeld in Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod (de 13e Richtlijn).

33. In de meeste gevallen werd de termijn verlengd met 28 dagen, en in een paar gevallen met twee keer 28 dagen. Zie UK Takeover Panel Statement 2012-8, Review of the 2011 Amendments to the Takeover Code, par. 2.11.

34. UK Takeover Panel, Consultation Paper issued by the Code Committee, Review of certain aspects of the regulation of takeover bids; proposed amendments to the Takeover Code, PCP 2011/1 (21 March 2011), p. 5.

29. C.J.C. De Brauw, Groene Serie Toezicht Financiële Markten, aant. 8.1, Aankondiging concrete informatie; lichte vorm 'put-up or shut-up', bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 5.

30. C.J.C. de Brauw, Groene Serie Rechtspersonen, aant. 7.2, Verhouding informatie in de context put-up or shut-up en 'concrete informatie bij aankondiging van artikel 5 lid 2', bij: Besluit openbare biedingen Wft, Artikel 2a, (binnenkort te verschijnen). Zie ook NvT, p. 34.

de wijzigingen een sterke prikkel moeten vormen voor een potentiële bidder om het lekken van informatie over het mogelijke bod te voorkomen (om te voorkomen dat hij in een situatie terecht komt waarbij hij binnen 28 dagen zijn besluit over het al dan niet doorzetten van een bod bekend moet maken).³⁵

In het Verenigd Koninkrijk was er naar aanleiding van de introductie van de voornoemde wijzigingen aan de UK Takeover Code in 2011 nogal wat kritiek. Er werd gevreesd dat doelvennootschappen misbruik zouden maken van de 28-dagentermijn door expres informatie te lekken, waardoor de 28-dagentermijn zou gaan lopen en een potentiële bidder zou worden gedwongen om een bod aan te kondigen of zich terug te trekken.³⁶ De vaste termijn van 28 dagen om een bod uit te brengen werd door sommigen voorts als te kort beschouwd om potentiële bidders een degelijke due diligence te kunnen laten uitvoeren en om de financiering voor een bod zeker te kunnen stellen. Verder spraken sommigen hun zorgen uit dat de strengere PUSU-regeling als geheel een negatief effect op de markt zou kunnen hebben, omdat het potentiële bidders af zou schrikken om biedingen te overwegen en doelvennootschappen te benaderen voor verkennende gesprekken.³⁷

Het Takeover Panel vindt zelf dat de wijzigingen goed gewerkt hebben, afgaande op haar evaluatie een klein jaar na de invoering.³⁸ De wijzigingen geven althans niet de indruk een al te hevig afschrikwekkend effect op bidders te hebben gehad: in het jaar eindigend op 18 september 2012 waren er volgens het Panel 81 biedingen, in vergelijking met 79 biedingen in het jaar daaraan voorafgaand. Er heeft in het jaar eindigend op 18 september 2012 bovendien een opmerkelijke daling plaatsgevonden van het aantal biedingsprocessen in het VK die aanvingen als gevolg van ongewenste koersschommelingen of geruchten over een mogelijk bod (24 in 2012 ten opzichte van 46 in 2011).³⁹ Dat lijkt een aanwijzing dat de gewijzigde regeling het gewenste effect sorteert van het verminderen van informatielekken. Commentatoren schrijven dat als een rechtstreeks gevolg van de wijzigingen in de PUSU-regeling, *'unsolicited/semi-hostile virtual bids'* – oftewel de zogenaemde *'bear hugs'* waarmee een potentiële bidder druk uitoefent op een doelvennootschap om overleg aan te gaan

en/of toegang te krijgen tot due diligence – in het Verenigd Koninkrijk erg zeldzaam zijn geworden.⁴⁰

Frankrijk

Ook Frankrijk kent een PUSU-regeling, die is geïnspireerd door de oude PUSU-regeling van de UK Takeover Code zoals die gold tot voor de wijzigingen van 19 september 2011. Wel zijn er verschillen met de Nederlandse regeling uit het Bob. In Frankrijk heeft de toezichthouder *Autorité des marchés financiers* (hierna: AMF) zelfstandig de bevoegdheid om een potentiële bidder waarvan de AMF in redelijkheid vermoedt dat die (al dan niet *'de concert'* met anderen) een openbaar bod voorbereidt, te verplichten om een openbare mededeling te doen over zijn *'intenties'* binnen een door de AMF vast te stellen periode. Dit geldt in het bijzonder indien er significante ongebruikelijke schommelingen plaatsvinden in de koers of het handelsvolume van de effecten van een van de betrokken partijen, en/of indien er overleg plaatsvindt tussen de potentiële bidder en doelvennootschap of als adviseurs zijn aangesteld met het oog op het voorbereiden van een bod.⁴¹

Indien de potentiële bidder vervolgens meedeelt dat hij geen intentie heeft om een openbaar bod uit te brengen op de doelvennootschap, mag hij gedurende een periode van zes maanden na die mededeling geen openbaar bod meer uitbrengen op die doelvennootschap, tenzij de potentiële bidder kan aantonen dat er een significante wijziging is opgetreden in de omstandigheden (*'l'environnement'*), de situatie of de aandeelhoudersstructuur van de betrokken entiteiten. Indien de potentiële bidder meedeelt dat hij voornemens is een bod uit te brengen, moet hij binnen een door de AMF vast te stellen periode de condities van het bod (prijis/ruilratio, voorwaarden, timetable, etcetera) in een persbericht naar buiten brengen, ofwel – *'afhankelijk van de omstandigheden'* – het bod uitbrengen. Indien de potentiële bidder niet aan de door de AMF opgelegde verplichting voldoet, wordt hij geacht geen intentie te hebben om een bod uit te brengen en treedt de voornoemde zesmaandentermijn in.⁴² Tot slot mag de potentiële bidder gedurende deze zesmaandentermijn zich niet in de positie brengen waarin hij verplicht is een bod uit te brengen. Hier bestaat een uitzondering op ingeval de potentiële bidder kan aantonen dat er een significante wijziging is opgetreden in de omstandigheden (*'dans l'environnement'*), de situatie of de aandeelhoudersstructuur van de betrokken entiteiten (Règlement général de l'AMF, artikel 223-35).

Het meest opmerkelijke verschil met de Nederlandse regeling is dat in Frankrijk de AMF zelf een PUSU-verplichting kan opleggen indien er geruchten spelen in de markt die – bijvoorbeeld – koersschommelingen tot gevolg hebben. Daarbij maakt het kennelijk niet uit of die geruchten zijn ontstaan

35. Zie ook: M.H. Muller, Wijziging van de UK takeover code, *Ondernemingsrecht* 2012, p. 94-96.

36. Zie o.a. S. Sanders, *The UK Takeover Code – 12 Months on from the Overhaul*, 18 september 2012, www.squiresanders.com/publications.

37. Zie o.a. Fried Frank, *Impact of recent changes to the UK Takeover Code; (not quite) business as usual?*, 11 januari 2013, www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6f48d8ab-93e6-4fd8-9cc3-e9db832e663a, en *The Telegraph*, *Takeover Panel to review 'Cadbury Law'*, 21 oktober 2012, www.telegraph.co.uk/finance/markets/9624417/Takeover-Panel-to-review-Cadbury-law.html.

38. UK Takeover Panel, *Statement 2012-8, Review of the 2011 Amendments to the Takeover Code*, www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2012/01/2012-8.pdf.

39. UK Takeover Panel, *Statement 2012-8, Review of the 2011 Amendments to the Takeover Code*, par. 2.8

40. S. Sanders, *The UK Takeover Code – 12 Months on from the Overhaul*, 18 september 2012, www.squiresanders.com/publications.

41. Règlement général de l'AMF, artikel 223-32, www.amf-france.org/documents/general/8155_1.pdf.

42. Règlement général de l'AMF, artikel 223-33.

door informatie die door de potentiële bidder is verspreid, of een andere achtergrond hebben (anders dan artikel 2a Bob). De Franse regeling geeft de AMF ook op andere gebieden een grotere mate van discretie in vergelijking met de bevoegdheden van de AFM in Nederland op basis van het Bob en de Wft. Waar de potentiële bidder in Nederland de PUSU-mededeling binnen zes weken dient uit te brengen, kan de Franse AMF de termijn hiervoor naar eigen discretie vaststellen.⁴³ Indien de potentiële bidder vervolgens bevestigt dat hij van plan is een bod uit te brengen, stelt de AMF wederom naar eigen discretie de termijn vast waarbinnen de bidder ofwel een omschrijving van het bod moet publiceren, ofwel het bod moet uitbrengen.⁴⁴

Onder het Bob heeft de potentiële bidder geen andere opties dan een bod aankondigen of bevestigen dat hij geen voorneemen daartoe heeft. Hij kan de AFM dus niet laten weten dat hij nog in beraad is over het al dan niet voortzetten van het bod. Daarmee vergeleken is de tekst van de Franse regeling ogenschijnlijk minder concreet: die stelt slechts dat een potentiële bidder in een voorkomend geval zijn 'intenties' dient te openbaren.⁴⁵

In de praktijk heeft dit in Frankrijk in het verleden tot onduidelijke situaties geleid. In 2007 liet Artemis, een potentiële bidder op de effecten van de Franse oliemaatschappij Suez, in zijn 'intentiebericht' weten dat het nog geen beslissing had genomen over een mogelijk openbaar bod op de aandelen van Suez, en dat het alle opties hield.⁴⁶ Dat pikte de AMF echter niet: door aan te geven dat het alle opties open hield en door in een vertrouwelijke brief aan de AMF te bevestigen dat het – hoewel nog zeer preliminair – bepaalde plannen had omtrent de Suez-groep.⁴⁷ had Artemis volgens de AMF bevestigend geantwoord op de vraag van de AMF of het de intentie had om een bod uit te brengen.⁴⁸ De AMF verplichtte Artemis vervolgens om binnen een maand het bod uit te brengen dan wel de details van het voorgenomen bod te publiceren.⁴⁹ Artemis liet vervolgens in een persbericht weten geen bod uit te brengen, hoewel het 'de mogelijkheid van een dergelijke operatie zou blijven overwegen', hetgeen de AMF liet weten te interpreteren als een definitieve bevestiging dat Artemis geen bod zou uitbrengen, waarop de wachttermijn van zes maanden

van toepassing werd.⁵⁰ De AMF maakte aldus duidelijk dat het haar vrijstaat om elke mededeling van een potentiële bidder – hoe dubbelzinnig ook – te interpreteren als een definitieve bevestiging van de intentie om al dan niet een bod uit te brengen. De PUSU-regeling in Nederland laat de potentiële bidder op voorhand minder bewegingsruimte, waardoor ook de AFM in een concreet geval minder te interpreteren zal hebben, en dat komt mijns inziens de rechtszekerheid ten goede.

Conclusie

Gezien het voornaamste doel van de Nederlandse PUSU-regeling – bescherming van de potentiële doelvennootschap – is het in mijn ogen juist dat het initiatief om een PUSU-verzoek te doen bij de potentiële doelvennootschap ligt.⁵¹ Het Nederlandse PUSU-systeem lijkt mij in dat opzicht te prefereren boven het Franse systeem, waarbij dit initiatief bij de toezichthouder ligt en de toezichthouder ook anderszins een hogere mate van discretie heeft, hetgeen de rechtszekerheid niet ten goede komt. Hoewel de recente wijzigingen in de Engelse regeling in de Engelse praktijk goed gewerkt lijken te hebben, is het – zeker gezien het relatief geringe aantal openbare biedingen in Nederland – nog te vroeg om vergelijkbare wijzigingen in Nederland door te voeren. Wel zou wat mij betreft de mogelijkheid voor de toezichthouder om de PUSU termijn (in Nederland momenteel gefixeerd op zes weken) op verzoek van de doelvennootschap te verlengen, mogen worden ingevoerd in de Nederlandse regeling. Dat sluit ook goed aan bij het uitgangspunt in de Nederlandse regeling dat het initiatief voor het invoeren van de PUSU bij de doelvennootschap ligt. Misbruik van de Nederlandse PUSU-regeling door de doelvennootschap valt niet uit te sluiten, maar de risico's lijken onder de huidige regeling al met al te overzien en geven mijns inziens momenteel geen aanleiding tot herziening. Het is de verwachting dat de AFM binnenkort een interpretatie zal publiceren inzake de PUSU-regeling, wat nuttig zal zijn voor de praktijk (met name ten aanzien van de strekking van het begrip 'door toedoen van de potentiële bidder'). Het wachten is dan nog op de echte praktijkvoorbeelden.

43. Règlement général de l'AMF, artikel 223-32.

44. Règlement général de l'AMF, artikel 223-33.

45. Règlement général de l'AMF, artikel 223-32.

46. Artemis, persbericht van 2 januari 2007, www.lemonde.fr/economie/article/2007/01/02/rumeurs-d-opa-sur-suez-l-autorite-des-marches-financiers-a-nouveau-saisie_851064_3234.html.

47. Middels een aparte vertrouwelijke brief aan de AMF van 3 januari 2007, waarin gesproken werd van 'exploratory reflections on the feasibility of an offer'. Zie Fried Frank, Disclosure of Intentions in French Tender Offers, M&A Lawyer, 11(3), 31 januari 2007, www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/4BC389D07DB33C682DA94EF713F6B63F.pdf.

48. AMF, communiqué 3 januari 2007, www.amf-france.org/inetbdi/viewdoc/affiche.aspx?id=22721&txtsch=.

49. AMF, communiqué 9 januari 2007, www.amf-france.org/inetbdi/viewdoc/affiche.aspx?id=22909&txtsch=.

50. Zie Fried Frank, 'Disclosure of Intentions in French Tender Offers', M&A Lawyer, 11(3), 31 januari 2007, www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/4BC389D07DB33C682DA94EF713F6B63F.pdf.

51. Anders: Roelvink en Muller, volgens wie de AFM ook zelfstandig de bevoegdheid zou moeten krijgen om PUSU-termijn op te leggen in het belang van o.a. een ordentelijke koersvorming. Zie M.H. Muller, Wijziging van de UK takeover code, Ondernemingsrecht 2012, p. 94-96 en B.W. Roelvink, De nieuwe biedingsregels – een overzicht, Ondernemingsrecht 2012, p. 359-361.