

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

23 oktober 2007

Inleiding

1. In eerdere Legal Alerts bespraken wij al de verschillende stadia van de nieuwe wetgeving over openbare biedingen op effecten. Deze wetgeving is nodig ter implementatie van de zogenaamde 13^e EG Richtlijn (de "**Richtlijn**"). Eerder dit jaar werd met de tekst van de Wet ter implementatie van de Richtlijn reeds een belangrijk deel van de wetgeving door het parlement vastgesteld. De wet kon echter pas worden ingevoerd na de vaststelling van een nieuw Besluit openbare biedingen (het zogenaamde "**Bob**").
2. Het Nederlandse parlement kon gedurende de achterliggende periode tegen het voorgestelde Bob bezwaar maken. Dit is niet gebeurd zodat de nieuwe regels nu definitief zijn en (eindelijk) kunnen worden ingevoerd. Als invoeringsdatum is 28 oktober aangekondigd. Alle openbare biedingen die na die datum openbaar worden, zullen onderworpen zijn aan de nieuwe regelgeving. Reeds bekend gemaakte (en daarmee concurrerende)

biedingen worden volgens het oude recht afgewikkeld.

3. In deze Legal Alert geven wij een integraal overzicht van de nieuwe biedingsregels zoals deze vanaf 28 oktober zullen gelden. Alle relevante regels zoals vervat in de nieuwe wet, het Bob en andere relevante regelgeving worden in deze Legal Alert in samenhang besproken. Voor degenen die de onderliggende wetteksten willen raadplegen, zijn deze documenten op onze website (www.debrauw.com) geplaatst en aldaar te downloaden onder het trefwoord "*openbare biedingen/public offers*".

Hoofdpijnen

Verplicht bod

4. De door de Richtlijn beoogde harmonisatie van de biedingsregels houdt onder andere in dat de regels ter bescherming van minderheidsaandeelhouders in Europa meer op elkaar worden afgestemd. Zo vereist de Richtlijn dat aandeelhouders die (alleen of

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

tezamen) controle over de vennootschap verkrijgen, een verplicht bod moeten doen aan alle overige aandeelhouders. De Nederlandse regels leggen die grens bij het (alleen of tezamen) kunnen uitoefenen van 30% van de stemrechten in een Nederlandse naamloze vennootschap ("N.V.") met een beursnotering in de Europese Unie.

Beperking beschermingsmaatregelen optioneel

5. De Richtlijn bevat ook regels die gericht zijn op de beperking van het gebruik van beschermingsmaatregelen. Het wordt aan de lidstaten overgelaten om te kiezen of en in hoeverre beschermingsmaatregelen toegelaten zullen zijn. De Nederlandse wetgever heeft bepaalde beperkingen voorgeschreven (met name bij het uitgeven van beschermingsaandelen), maar er overigens voor gekozen N.V.'s zelf in hun statuten te laten bepalen of het het bestuur wel of niet is toegestaan beschermingsmaatregelen te treffen (zie hierna nr. 35 e.v.).

Aangepaste biedingsregels

6. Voorts worden in het kader van de nieuwe regelgeving de biedingsregels aangepast. De systematiek blijft grotendeels gelijk aan de oude biedingsregels. Op een aantal punten zijn de regels en de termijnen gewijzigd. Het resultaat van een en ander, en het tijdpad van een openbare bieding, worden hierna in nr. 15 uiteengezet. Het toezicht op het biedingsproces blijft bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Het openbaar bod: aankondiging van voornemens en mededelingen

7. Een voorgenomen openbaar bod moet uiterlijk worden aangekondigd als bidder en doelvennootschap, al dan niet voorwaardelijk, overeenstemming hebben bereikt. De aankondiging vindt plaats door het uitbrengen van een persbericht. Van voorwaardelijke overeenstemming is sprake als partijen het eens zijn, maar de overname nog wel afhankelijk is van wettelijk voorgeschreven

voorwaarden, zoals fiat van mededingingsautoriteiten en advies van de Ondernemingsraad van de doelvennootschap. Een advies van de Ondernemingsraad zal in beginsel moeten worden gevraagd als het bestuur van de doelvennootschap met de overname instemt. Voorts vereist de SER Fusiecode overleg met de vakbonden als werknemers van de doelvennootschap daar lid van zijn. Dat moet plaatsvinden op zo'n tijdstip en zodanige wijze dat het oordeel van wezenlijke invloed kan zijn op (de voorwaarden van) het bod.

8. Van een "aankondiging" van het voornemen tot het doen van een bod is ook sprake als de bidder concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen bod verschaft, zoals de naam van de doelvennootschap in combinatie met een voorgenomen prijs of prijsindicatie, of een concreet voorgenomen tijdschema met betrekking tot het bod. Ook andere mededelingen kunnen als voldoende concreet gelden. Een potentiële bidder zal dus met omzichtigheid moeten manoeuvreren als hij wil vermijden dat zijn uitlatingen als een aankondiging gelden.
9. Mededelingen met betrekking tot een eventueel voorgenomen bod kunnen echter, en moeten soms (zie hierna), eerder worden gedaan dan het moment dat sprake is van een aankondiging.
10. Zo kan een mededeling voorafgaande aan overeenstemming vereist zijn op grond van de, op het Europese recht gebaseerde, voorwetenschapsregels. Die kunnen ertoe leiden dat een mededeling moet worden gedaan bijvoorbeeld als de vertrouwelijkheid van de informatie niet meer gewaarborgd is of rekening gehouden moet worden met een lek.
11. Een potentiële bidder kan ook reeds voorafgaande aan (of zonder) overeenstemming met de doelvennootschap een mededeling doen dat hij een bod overweegt (bijvoorbeeld omdat hij geen overeenstemming met de doelvennootschap kan of wil bereiken). Er is, anders dan onder

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

het oude recht, geen verplichting om in geval van een vijandig bod eerst met (het bestuur van) de doelvennootschap te spreken alvorens het eventuele voornemen tot een bod publiek te maken.

12. Ingevolge de SER Fusiecode (zie reeds nr. 7) moet het bestuur van de doelvennootschap in geval van een vijandige overname wel ten minste 15 dagen voor het uitbrengen van het bod worden geïnformeerd. Nu de achtergrond hiervan is dat de SER Fusiecode uitgaat van overleg van het bestuur van de doelvennootschap met de vakbonden en de Ondernemingsraad zal dat veelal meebrengen dat het bestuur van de doelvennootschap de informatie moet krijgen binnen een redelijke termijn voordat de bidder de goedkeuring van de AFM vraagt op het concept-biedingsbericht (zie hierna nr. 15).
13. Bij het voorgaande dient een potentiële bidder die mededelingen doet zich wel te realiseren dat dergelijke mededelingen een groot effect op de koers van de doelvennootschap kunnen hebben en onder omstandigheden onrechtmatig kunnen zijn of anderszins negatieve juridische consequenties kunnen hebben. Als van de mededeling een "onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is", zal eventueel ook sprake kunnen zijn van koersmanipulatie.
14. Ten slotte hoeven, anders dan onder het oude recht, persberichten en andere mededelingen betreffende het bod niet meer voorafgaande aan openbaarmaking naar de AFM te worden gestuurd. Voldoende is dat deze mededelingen uiterlijk gelijktijdig met de openbaarmaking aan de AFM worden gezonden. Dergelijke mededelingen moeten ook op de website van de vennootschap worden geplaatst.

Tijdpad van biedingen na aankondiging (zie bijlage I voor een schematisch overzicht)

15. Vanaf het moment van aankondiging (zie hiervoor nrs. 7 en 8) van het voornemen om een openbaar bod te doen, gelden de

volgende verplichtingen en termijnen voor de bidder en de doelvennootschap (tenzij de AFM daarvan vanwege bijzondere omstandigheden ontheffing verleent):

- De bidder en doelvennootschap moeten alle door hen verrichte transacties in effecten waarop de aankondiging betrekking heeft (met uitzondering van beurstransacties, maar met inbegrip van securities lending en repo's) onverwijld melden aan de AFM (na het daadwerkelijk uitbrengen van het bod dienen deze transacties publiekelijk te worden gemeld, zie hierna);
- Uiterlijk 4 weken na de aankondiging moet de bidder in een persbericht laten weten of hij een biedingsbericht zal opstellen (dat vervolgens goedkeuring van de AFM of een bevoegde buitenlandse autoriteit behoeft) of daarvan afziet;
- Als de bidder meedeelt een biedingsbericht op te stellen, moet een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht uiterlijk 12 weken na de aankondiging van het bod bij de AFM worden ingediend;
- Het concept-biedingsbericht moet voldoen aan gedetailleerde voorschriften. Het mag in het Nederlands of het Engels of eventueel een andere taal zijn gesteld. Een Engelstalig biedingsbericht vereist wel een Nederlandstalige samenvatting; opstelling in een andere taal een vertaling;
- Uiterlijk op het tijdstip dat een bidder goedkeuring vraagt van zijn biedingsbericht aan de AFM, moet sprake zijn van *certain funds*. Betreft het een bod in geld, dan moet de bidder op dat moment in staat zijn het geld op te brengen (een bankverklaring is echter niet nodig). Luidt het bod (mede) in effecten, dan volstaat dat alle redelijke maatregelen getroffen zijn om die vergoeding te kunnen betalen zoals voorbereiding van besluiten tot het uitgeven van aandelen. De betreffende besluiten zelf hoeven echter pas uiterlijk 7 werkdagen voor de afloop van de aanmeldingstermijn genomen te worden;
- Zonder goedkeuring van de AFM of de bevoegde buitenlandse autoriteit, mag geen biedingsbericht worden uitgebracht. In beginsel geeft de AFM goedkeuring binnen 10

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

werkdagen, maar deze termijn kan worden verlengd als de AFM aanvullende informatie vraagt;

- Het bod wordt daadwerkelijk gedaan door het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen en in dit feit publiekelijk bekend te maken. Dit moet uiterlijk binnen 6 werkdagen na goedkeuring van het biedingsbericht door de AFM, tenzij de bieder binnen die termijn in het openbaar meedeelt af te zien van het bod. De informatie moet ook onverwijld aan de ondernemingsraad van de doelvennootschap worden verschaft;
- Aan het bod mogen bepaalde voorwaarden worden verbonden (zoals een minimum percentage, bijvoorbeeld 95%, van de aangeboden aandelen). Voorwaarden die afhankelijk zijn van de wil van de bieder zijn echter niet toegestaan;
- Nadat het bod is gedaan moeten alle transacties in relevante effecten (met inbegrip van repo's en securities lending), met uitzondering echter van reguliere beurstransacties, door de bieder en doelvennootschap publiek worden gemeld;
- Betaalt de bieder in verband met dergelijke transacties een hogere vergoeding dan de biedprijs, dan hebben alle houders van die effecten daarop recht: de zogenaamde *best price rule*. Dit geldt niet als de hogere prijs is betaald in reguliere beurstransacties;
- De initiële aanmeldingstermijn na het uitbrengen van het bod belooft ten minste 4 weken en ten hoogste 10 weken. De bieder mag deze termijn echter één keer met nog eens met minimaal 2 weken en maximaal 10 weken verlengen. Bij een verlenging van de termijn zijn degenen die effecten hebben aangemeld wel steeds vrij hun aanmelding te herroepen;
- Wordt door een derde een concurrerend bod uitgebracht op de doelvennootschap, dan kan daarenboven het bod nog worden verlengd tot het einde van de aanmeldingstermijn van de concurrerende bieder;
- De bieder mag gedurende de gehele aanmeldingstermijn (inclusief de verlenging) de prijs één keer verhogen;
- Ten minste 6 werkdagen voor het einde van de aanmeldingstermijn dient de

doelvennootschap een algemene vergadering te houden waarin het bod wordt besproken aan de hand van een gedetailleerde standpuntbepaling van het bestuur die uiterlijk vier werkdagen voor de vergadering beschikbaar moet zijn. Bij een vriendelijk bod zal deze standpuntbepaling reeds in het biedingsbericht zijn opgenomen;

- Uiterlijk de 3e werkdag na het einde van de aanmeldingstermijn moet via een persbericht worden meegedeeld of het bod gestand wordt gedaan of de termijn wordt verlengd. Wordt het bod gestand gedaan dan kan nog wel een na-aanmeldingstermijn van maximaal 2 weken worden gegeven. Gedurende de na-aanmeldingstermijn kunnen degenen die hun effecten eerder aanmeldde deze niet (meer) herroepen en vindt al wel settlement van die aanmeldingen plaats (normaliter 3 a 5 dagen na gestanddoening);
- Gedurende 1 jaar na gestanddoening van het bod mag de bieder geen effecten verkrijgen voor een hogere prijs dan het bod. Dit geldt wederom niet als de hogere prijs is betaald in reguliere beurstransacties.

Verplicht bod bij overwegende zeggenschap

16. Volgens de nieuwe wetgeving zal een aandeelhouder die al of niet samen met anderen overwegende zeggenschap kan uitoefenen een bod moeten doen aan alle andere aandeelhouders. Van overwegende zeggenschap is sprake als een (rechts)persoon, al of niet in onderling overleg met één of meer anderen, ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een N.V. kan uitoefenen.
17. Belangrijk is dat het verwerven van overwegende zeggenschap niet is beperkt tot een eigen handelen van degene die overwegende zeggenschap verkrijgt. Een voor de praktijk belangrijk voorbeeld is een inkoop van aandelen door de N.V. die er toe zal leiden dat het procentuele belang van een zittende aandeelhouder toeneemt (en dus tot overwegende zeggenschap kan worden).

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

Handelt een persoon in onderling overleg met een of meer anderen, dan kan ook uitbreiding van het belang door een ander (waardoor betrokkenen gezamenlijk op of boven de 30% komen) tot een biedplicht leiden.

Acting in concert

18. Zoals gezegd kan overwegende zeggenschap ook bestaan als een belang dat 30% of meer van de stemrechten oplevert samen met anderen in onderling overleg wordt gecontroleerd (*acting in concert*). Dat onderling overleg moet als doel hebben ofwel (i) het verwerven van de overwegende zeggenschap ofwel (ii) het in samenwerking met de doelvennootschap dwarsbomen van een aangekondigd bod. Of dat zo is zal afhangen van de omstandigheden. Zo lang de samenwerking gericht is op dialoog of wijziging van de corporate governance zal van *acting in concert* die leidt tot een biedplicht nog geen sprake hoeven zijn.

19. Het onderling overleg hoeft niet te blijken uit een schriftelijke overeenkomst. Mondelinge afspraken, en zelfs stilzwijgend afgestemde handelingen, kunnen voldoende zijn. De wet gaat er van uit dat in bepaalde verhoudingen altijd sprake is van onderling overleg (bijvoorbeeld als aandelen worden gehouden door onderscheiden groepsmaatschappijen, echtgenoten of bloed- en aanverwanten).

Gevolgen

20. Verkrijgt een persoon al of niet in onderling overleg overwegende zeggenschap dan zijn er twee mogelijkheden: (i) er moet een verplicht bod worden uitgebracht of (ii) het aandelenpakket moet binnen 30 dagen worden afgebouwd tot minder dan 30% van de stemrechten, mits men in die periode geen stemrecht uitoefent (en niet verkoopt aan een controlerend aandeelhouder). De Ondernemingskamer kan deze termijn nog eens met maximaal 60 dagen verlengen.

Aandelen en certificaten

21. Het vereiste van 30% van de stemrechten lijkt te veronderstellen dat slechts de verkrijging van aandelen relevant is voor een verplicht

bod. Dat is echter niet het geval. Met medewerking van een N.V. uitgegeven certificaten van aandelen die ter beurse worden verhandeld worden in beginsel gelijkgesteld met aandelen. Ook de verwerving van certificaten (van aandelen) kan dus leiden tot een biedplicht en een verplicht bod dient zich mede uit te strekken tot certificaten van aandelen. Van groot belang daarbij is dat in het huidige recht geldt dat certificaathouders bij beursvennootschappen in beginsel gerechtigd zijn om op de onderliggende aandelen te stemmen en een volmacht daartoe kunnen krijgen van het administratiekantoor.

22. Dit beginsel lijdt uitzondering wanneer het administratiekantoor gebruik maakt van haar wettelijke bevoegdheid bij een vijandige bieding of andere dreiging te weigeren een stemvolmacht af te geven aan de certificaathouder. In een dergelijke situatie zal een houder van 30% of meer van de certificaten geen verplicht bod behoeven uit te brengen tot het administratiekantoor de volmacht verleent. In deze systematiek is het overigens mogelijk dat een certificaathouder eerst een verplicht bod dient uit te brengen en het administratiekantoor daarna gebruikt maakt van de mogelijkheid niet langer een stemvolmacht af te geven. Uiteindelijk zal een rechter over dergelijk handelen moeten oordelen.

Biedprijs en voorwaarden bij verplicht bod

23. Anders dan bij het vrijwillige bod mag de bieder bij het verplichte bod geen voorwaarden stellen voor de gestanddoening daarvan.

24. Bij het verplichte bod moet de bieder een billijke prijs bieden. Die billijke prijs mag ook deels in effecten luiden mits die liquide zijn en tot een gereguleerde markt zijn toegelaten. De prijs moet echter tevens in geld luiden als degene die overwegende zeggenschap verwierf in het voorafgaande jaar meer dan 5 procent van de stemrechten in de vennootschap tegen betaling in geld heeft verkregen.

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

25. In beginsel is de billijke prijs gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder (dan wel met hem in onderling overleg handelende personen) is betaald voor dezelfde effecten in de periode van een jaar voorafgaand aan het bod. Heeft de bieder in een jaar geen effecten verworven (en verkrijgt hij controle door bijvoorbeeld intrekking van aandelen of fusie met een andere rechtspersoon) dan geldt de gemiddelde beurskoers in dat jaar.
26. Echter(!), elke belanghebbende kan bij de Ondernemingskamer een verzoek indienen om vast te doen stellen dat de prijsbepaling conform de vorige paragraaf geen billijke prijs is en hoger moet worden gesteld. Zo'n verzoek moet uiterlijk binnen 2 weken na het uitbrengen van het bod worden gedaan. Er wordt beoogd deze wettelijke termijn in de toekomst verder te bekorten. De Ondernemingskamer wijst het verzoek af als de prijs zoals bedoeld in de vorige paragraaf (nr. 25), minder dan 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de periode van 3 maanden voorafgaand aan het verzoek. Is de afwijking groter dan zal de Ondernemingskamer moeten toetsen of de verzoeker onevenredig in zijn belangen is getroffen. In dat geval heeft de Ondernemingskamer de vrijheid een andere prijs te bepalen. De biedingstermijn wordt dan in afwachting van de beslissing van de Ondernemingskamer opgeschort.
27. Overigens geldt ook bij een verplicht bod de *best price rule* (zie nr. 15). Betaalt de bieder na uitbrengen van het verplichte bod een hoger bedrag aan een derde ter verwerving van aandelen, dan is iedere aandeelhouder daartoe gerechtigd. Na gestanddoening van het bod geldt tevens het eenjarig moratorium op het verkrijgen van aandelen tegen een hogere prijs (zie wederom reeds nr. 15).
- Vrijstellingen van het verplichte bod*
28. De wet kent een aanzienlijk aantal vrijstellingen van het voorschrift om een verplicht bod uit te brengen. De meest in het oog springende zijn:
- degene die ten tijde van inwerkingtreding van de nieuwe wet op 28 oktober al overwegende zeggenschap in een N.V. heeft hoeft geen verplicht bod te doen. Ook een uitbreiding van een op dat moment reeds bestaande overwegende zeggenschap leidt niet tot de verplichting een bod uit te brengen ("*grandfathering*");
 - degene die, zonder dat zelf te willen, bijvoorbeeld door onoplettendheid of handelen van een derde (zie nr. 17) overwegende zeggenschap verwerft, heeft een termijn van 30 dagen om zijn belang af te bouwen, *mits* in de tussentijd geen stemrecht wordt uitgeoefend (zie nr. 20);
 - de regeling van het verplichte bod geldt niet voor een onafhankelijke rechtspersoon (in Nederland veelal een stichting) die na aankondiging van een openbaar bod (zie nr. 8) beschermingsaandelen voor een periode van maximaal 2 jaar verwerft. Zie verder hierna nr. 36;
 - de verplichting een bod te doen geldt evenmin voor een onafhankelijke rechtspersoon die optreedt als administratiekantoor in geval de aandelen zijn gecertificeerd;
 - de regeling van het verplichte bod geldt niet ten aanzien van een N.V. die een beleggingsmaatschappij is waarvan de aandelen op verzoek van de aandeelhouder worden ingekocht (een zogenaamd *open end* fonds);
 - het verplichte bod geldt ook niet voor een verkrijging van 30% of meer van de stemrechten als binnen drie maanden voorafgaande aan de verkrijging de algemene vergadering met minimaal 95% van de stemmen (zonder meetelling van de stemmen van de verkrijger) daarmee instemt. Dit zou bijvoorbeeld van nut kunnen zijn als de beursvennootschap een bedrijf wil kopen tegen uitgifte van aandelen aan de verkoper van dat bedrijf;
 - vrijgesteld zijn ook groepsmaatschappijen die gezamenlijk een belang van 30% of meer verkrijgen mits één van hen wordt aangewezen als de partij die het verplichte bod zal doen;

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

- de bewaarnemer (*custodian*) van aandelen is vrijgesteld voorzover het stemrecht niet naar eigen goeddunken kan worden uitgebracht;
- verkrijging van overwegende zeggenschap door vererving of door huwelijk met een persoon die overwegende zeggenschap bezit leidt evenmin tot een biedplicht;
- de verwerving van overwegende zeggenschap in een N.V. die in surseance van betaling of faillissement verkeert, leidt ook niet tot een biedplicht; en
- de Ondernemingskamer kan een bieder, op verzoek van de doelvennootschap of haar aandeelhouders, vrijstellen van de verplichting een openbaar bod te doen indien de financiële toestand van de doelvennootschap daartoe aanleiding geeft.

Sancties

29. Indien een persoon die een verplicht bod moet uitbrengen dit nalaat zonder dat een vrijstelling geldt, kunnen door de Ondernemingskamer voorlopige voorzieningen en maatregelen worden getroffen. De Ondernemingskamer kan degene die overwegende zeggenschap heeft, bevelen alsnog een bod uit te brengen en andere maatregelen treffen, waaronder schorsing van stemrecht, verplichte afbouw van het belang en schorsing of vernietiging van besluiten van de algemene vergadering die zijn genomen sinds het moment dat er een biedplicht bestond.

Toezicht op openbare biedingen

30. Uit het voorgaande vloeit al voort dat de Ondernemingskamer met betrekking tot een aantal kwesties beslissingsbevoegdheid toekomt, bijvoorbeeld als de vraag opkomt of een plicht bestaat een openbaar bod te doen. Wordt echter eenmaal, al of niet vrijwillig, een bod gedaan dan berust het toezicht op het biedingsproces bij de AFM.
31. Uitgangspunt bij dat toezicht is dat een (vrijwillig of verplicht) openbaar bod op effecten van een beursgenoteerde vennootschap slechts mag worden gedaan nadat een biedingsbericht is goedgekeurd door

de AFM of door de (op grond van de Richtlijn bevoegde) autoriteit van een andere lidstaat (zie reeds nr 15).

32. De AFM is in de eerste plaats bevoegd om het biedingsbericht goed te keuren indien een doelvennootschap zetel heeft in Nederland en de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereglementeerde markt in Nederland. Voorts is de AFM onder meer bevoegd ingeval de doelvennootschap zetel heeft buiten de EU, en de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereglementeerde markt in Nederland.
33. Ten aanzien van een door een buitenlandse bevoegde autoriteit goedgekeurd biedingsbericht heeft in beginsel te gelden dat de Nederlandse biedingsregels niet van toepassing zijn. Wel kan de AFM nadere informatie vragen en bekend laten maken bijvoorbeeld als het gaat om informatie die specifiek is voor de Nederlandse financiële markt of aanvullende eisen stellen (bijvoorbeeld dat een Nederlandse vertaling wordt gemaakt).

Niet-gereglementeerde markt

34. De nieuwe regelgeving heeft tot gevolg dat de Nederlandse biedingsregels niet van toepassing zijn op openbare biedingen op effecten die niet zijn toegelaten tot de handel aan een gereglementeerde markt (zoals een officieel erkende beurs), maar wel regelmatig in Nederland worden verhandeld. De regels gelden evenmin voor een openbaar bod op een Nederlandse vennootschap waarvan de effecten worden verhandeld aan een niet-gereglementeerde markt zoals bijvoorbeeld Alternext. Wel kunnen daarvoor allerlei andere effectenrechtelijke regels gelden.

Beschermingsmaatregelen

35. Aanvankelijk was het uitgangspunt van de Richtlijn en de nieuwe wetgeving dat beschermingsmaatregelen aanzienlijk zouden worden beperkt. De uitkomst van het Europese en Nederlandse politieke debat is echter

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

uiteindelijk geworden dat weliswaar het gebruik van een beschermingsmaatregel wel enigszins is ingeperkt, maar dat centraal staat dat N.V.'s vrij zijn om zelf in hun statuten te bepalen of en in hoeverre zij zich beschermen.

36. Een eerste belangrijke beperking is dat het uitgeven van (al of niet preferente) beschermings aandelen die de uitoefening van 30% of meer van de stemrechten mogelijk maken, pas toegestaan is nadat een derde een openbaar bod heeft aangekondigd (zie hiervoor nrs. 7 en 8). Bovendien is het houden van een dergelijk belang van 30% of meer in tijd beperkt tot maximaal 2 jaar. Na uiterlijk deze termijn zal het belang dus weer minder dan 30% van de stemrechten moeten bedragen. Nadrukkelijk moet men er daarbij rekening mee houden dat de rechter (met name de Ondernemingskamer) beschermingsmaatregelen kritisch toetst en de werking daarvan verder kan beperken. Of de Ondernemingskamer daartoe over kan gaan hangt af van alle omstandigheden van het geval en leent zich niet voor uitwerking in deze Legal Alert. Dit vereist altijd juridisch advies op maat.

De onbeschermdde vennootschap: passivity rule

37. Een tweede beperking is optioneel. Op basis van de nieuwe wetgeving zal het voor N.V.'s mogelijk zijn statutair vast te leggen dat het bestuur van de N.V. in geval van de aankondiging van een openbaar bod geen beschermingsmaatregelen zal treffen, tenzij de algemene vergadering van aandeelhouders zulke maatregelen op dat moment uitdrukkelijk goedkeurt (de zogenaemde *passivity rule*).
38. In de statuten kan nog een stap verder worden gegaan dan de *passivity rule*. De nieuwe wetgeving staat toe dat in de statuten van de doelvennootschap ook kan worden bepaald dat statutaire en contractuele beperkingen van overdracht van, of stemrecht op, aandelen niet gelden na de aankondiging van een voorgenomen bod en dat in dat geval aan elk aandeel bij een stemming over een eventuele beschermingsmaatregel 1 stem toekomt. Wel geldt dat contractuele rechten ontstaan voor

20 mei 2004 (de dag waarop de Richtlijn bindend werd) niet door zo'n statutaire regel kunnen worden doorbroken.

39. Voor zover een aandeelhouder door statutaire beperking van rechten schade lijdt (bijvoorbeeld omdat hij zijn aandelen daardoor slechts voor een lagere prijs kan verkopen of bepaalde voordelen of invloed verliest) heeft hij wel recht op een billijke vergoeding. Onduidelijk is echter wie die vergoeding moet betalen. De wetgever lijkt ervan uit te gaan dat mede-aandeelhouders of de bieder daarvoor aansprakelijk zouden zijn. Uiteindelijk zal de rechter dit moeten bepalen.
40. Overigens is het de vraag of en in hoeverre de geschetste statutaire regels niet alleen rechten van aandeelhouders beperken, maar ook de mogelijkheid van het uitgeven van beschermings aandelen kunnen aantasten (zie nr 36). In de Nederlandse praktijk wordt dit immers veelal zo vorm gegeven dat een calloptie is gegeven aan een onafhankelijke rechtspersoon (veelal een stichting) die zelf beslist of en in welke omstandigheden de calloptie wordt uitgeoefend (zodat de vennootschap per definitie "passief" is).

De onbeschermdde vennootschap: doorbraak

41. Een nog verdergaande stap is dat de statuten van een onbeschermdde vennootschap volgens de nieuwe wetgeving ook kunnen bepalen dat een bieder die ten gevolge van een openbaar bod ten minste 75% van het aandelenkapitaal heeft verworven, na het einde van de aanmeldingstermijn een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen mag roepen om tot het ontslag of de benoeming van bestuurders of commissarissen te besluiten. De wet bepaalt dat in dat geval bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders inzake de benoeming of ontslag van een bestuurder of commissaris (bijvoorbeeld het recht een bindende voordracht te doen) buiten toepassing blijven ("doorbraak"). Bovendien geeft dan elk aandeel recht op één stem en gelden andere statutaire en contractuele beperkingen niet.

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

42. Ook hier geldt overigens dat indien een aandeelhouder schade lijdt door het opnemen van een doorbraak-regeling in de statuten, hij aanspraak kan maken op een billijke vergoeding. Helaas heeft ook in deze situatie de wetgever onduidelijk gehouden wie daarvoor dan aansprakelijk zou zijn (zie hiervoor reeds nr. 39).
43. De statutaire doorbraakregeling kan niet worden opgenomen in de statuten van N.V.'s waarop het structuurregime van toepassing is. Voor dergelijke N.V.'s gelden immers dwingendrechtelijke regels voor benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen. Uitgangspunt daarbij is dat bestuurders worden benoemd door de raad van commissarissen. Aandeelhouders hebben een vetorecht bij de benoeming van commissarissen en zij kunnen commissarissen (collectief) ontslaan. Zij kunnen echter niet zelf commissarissen benoemen zonder voordracht door de raad van commissarissen.
44. Een enigszins curieus element ten slotte is dat de Richtlijn, en dus ook de nieuwe wettelijke regeling, het mogelijk maakt om als onbeschermd vennootschap toch beschermingsmaatregelen te treffen als de bieder een rechtspersoon is die wel de mogelijkheid heeft zichzelf te beschermen. Dat vereist dan echter wel weer een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap. Dat besluit mag eventueel al voor aankondiging van het bod zijn genomen (maar niet langer dan 18 maanden daarvoor).

Effect van de nieuwe wetgeving op bestaande beschermingsmaatregelen

45. Hiervoor werd al aangegeven dat het effect van de nieuwe wetgeving op bestaande beschermingsmaatregelen veel beperkter is dan in eerdere versies van de Richtlijn was voorzien. Zo laat de nieuwe wetgeving de mogelijkheid onverlet dat de statuten van een vennootschap kunnen voorzien dat (al of niet preferente) beschermings aandelen mogen

worden uitgegeven. Wel scherpt zij de voorwaarden aan waaronder dit mogelijk is. Verrijging van beschermings aandelen is in beginsel slechts toegestaan tot 30% van de stemrechten. Meer stemrecht in een vennootschap mag slechts worden verkregen nadat een openbaar bod is aangekondigd en dan nog slechts voor maximaal twee jaar. Zoals gezegd moet daarbij bedacht worden dat de rechter deze periode echter aanzienlijk kan bekorten.

46. Met betrekking tot certificering verandert er niets. Zo zal het administratiekantoor onverminderd gebruik kunnen blijven maken van haar wettelijke bevoegdheid om bij een (dreigende) vijandige overname stemvolmachten te weigeren of te herroepen. Wel staat dit op enigszins gespannen voet met de Nederlandse Corporate governance code (Code Tabaksblat). De Code heeft echter geen kracht van wet en de wet prevaleert. Ook hier geldt echter wel dat altijd rechterlijke toetsing kan plaatsvinden.

Informatieverplichtingen voor beursvennootschappen met betrekking tot mogelijke bescherming

47. Ingevolge de Richtlijn geldt dat beursvennootschappen extra informatie dienen te verschaffen die meer inzicht geeft in de zeggenschapsverhoudingen in, en mogelijke bescherming van, de vennootschap. Deze bepaling is in Nederland reeds geldend recht door een [Koninklijk Besluit](#) van 5 april 2006. Op basis daarvan moet in het jaarverslag van een N.V. mededeling worden gedaan van een groot aantal feiten dat relevant wordt geacht voor de zeggenschapsverhoudingen en de eventuele bescherming van de vennootschap. Dit omvat onder andere ook "change of control" bepalingen in belangrijke contracten. Wij verwijzen voor een meer uitgebreide bespreking naar onze Legal Alert terzake van 17 juli 2006.

Uitstoting en uitkoop van minderheidsaandeelhouders

48. Op basis van de Richtlijn brengt de nieuwe wetgeving tot slot enige aanvulling op de zogenaamde uitkoopregeling. Naar geldend Nederlands recht geldt al geruime tijd dat een uitkoop van minderheidsaandeelhouders mogelijk is als een of meer (samenwerkende) aandeelhouders 95% van het aandelenkapitaal verschaffen. In de nieuwe wetgeving wordt deze procedure nog wat verder vereenvoudigd voor het geval het belang van 95% is verworven na een openbaar bod. De bieder kan dan een vordering tot uitstoting instellen jegens de minderheidsaandeelhouders. De kern daarvan is dat de prijs van het bod uitgangspunt is voor de prijs die de overblijvende minderheidsaandeelhouders bij de uitstoting moeten accepteren. Dat geldt in het bijzonder als na een bod 90% of meer van de aandelen verworven is. De Ondernemingskamer kan echter afhankelijk van de omstandigheden bevelen dat 1 of 3 deskundigen zich over de prijs zullen uitlaten. De vordering tot uitstoting dient te worden ingesteld bij de Ondernemingskamer binnen 3 maanden na afloop van de aanmeldingstermijn van het openbaar bod.
49. Laat de bieder uitkoop achterwege dan kent de Richtlijn het recht op uitkoop ook toe aan minderheidsaandeelhouders die eerder niet op een openbaar bod zijn ingegaan, maar na afloop daarvan toch willen worden uitgekocht. Deze regeling kende het Nederlandse recht nog niet. Voorwaarde is dat de bieder 95% van het aandelenkapitaal heeft verworven alsmede ten minste 95% van de stemrechten. Met betrekking tot de prijs gelden dezelfde uitgangspunten als hiervoor in nr. 48 zijn vermeld. Ook hier dient de vordering binnen 3 maanden na afloop van de aanmeldingstermijn van het openbaar bod te worden ingesteld bij de Ondernemingskamer.

Nieuwe regelgeving openbare biedingen in werking per 28 oktober 2007. Een integraal overzicht.

Contactinformatie

Voor vragen over de hiervoor beschreven onderwerpen kunt u contact opnemen met uw accountmanager bij De Brauw Blackstone Westbroek of met een van de onderstaande personen.

Martin van Olffen
T +31 20 577 1503
E martin.vanolfen@debrauw.com

Harm-Jan de Kluiver
T +31 20 577 1458
E harmjan.dekluiver@debrauw.com

Jan Willem de Boer
T +31 20 577 1884
E janwillem.deboer@debrauw.com

Paul Cronheim
T +31 20 577 1519
E paul.cronheim@debrauw.com

Arne Grimme
T +31 20 577 1421
E arne.grimme@debrauw.com

Lodewijk Hijmans van den Bergh
T +31 20 577 1454
E lodewijk.hijmansvandenbergh@debrauw.com

Ernest Meyer Swantée
T +31 20 577 1502
E ernest.meyerswantee@debrauw.com

Jaap de Keijzer
T +31 20 577 1936
E jaap.dekeijzer@debrauw.com

Kees Peijster
T +31 20 577 1906
E kees.peijster@debrauw.com

Bernard Roelvink
T +31 20 577 1905
E bernard.roelvink@debrauw.com

Jaap Winter
T +31 20 577 1055
E jaap.winter@debrauw.com

Dieter Wolff
T +31 20 577 1908
E dieter.wolff@debrauw.com

Ton Schutte
T +1 212 259 4101
E ton.schutte@debrauw.com

Niek Biegman
T +44 20 7337 3511
E niek.biegman@debrauw.com

Amsterdam
Tripolis
Burgerweeshuispad 301
Postbus 75084
1070 AB Amsterdam
T +31 20 577 1771
F +31 20 577 1775

Den Haag
Zuid-Hollandlaan 7
Postbus 90851
2509 LW Den Haag
T +31 70 328 5328
F +31 70 328 5325

Londen
5th Floor East Wing
10 King William Street
London EC4N 7TW
United Kingdom
T +44 20 7337 3510
F +44 20 7337 3520

New York
650 Fifth Avenue,
4th floor
New York, NY 10019-6108
Verenigde Staten
T +1 212 259 4100
F +1 212 259 4111

www.debrauw.com

**Deze publicatie geeft
hoofdpunten weer. Zij
pretendeert geen
volledigheid en is geen
juridisch advies.**

Wilt u onze nieuwsbrief niet
meer ontvangen, informeer
dan onze afdeling
Marketing & Communicatie
in Amsterdam of stuur een
e-mail naar
unsubscribe@debrauw.com