

Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht

van de

Nederlandse Orde van Advocaten

en de

Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie

Reactie inzake consultatie d.d. 11 juni 2010 met betrekking tot wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft

1. INLEIDING

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie ("Gecombineerde Commissie") meent dat de in het consultatiedocument voorgestelde wijzigingen van bovengenoemde besluiten in algemene zin verbeteringen inhouden ten opzichte van de nu bestaande regelgeving. Desalniettemin heeft de Gecombineerde Commissie een aantal observaties en suggesties die hieronder aan de orde zullen worden gesteld.

2. VRIJSTELLINGSBESLUIT OVERNAMEBIEDINGEN WFT ("VRIJSTELLINGSBESLUIT")

2.1. Artikel 2 lid 1 a

De verlaging van 95% naar 75% voor de in de algemene vergadering vereiste meerderheid is ongetwijfeld een verbetering. Men kan desondanks de vraag stellen waarom het percentage van 75% wordt gehanteerd in plaats van bijvoorbeeld het in het vennootschapsrecht meer gebruikelijke percentage van 2/3 meerderheid voor bijzondere besluiten.

2.2. Artikel 2 lid 1b

De Gecombineerde Commissie vraagt zich af waarom niet van de gelegenheid gebruik wordt gemaakt artikel 2 lid 1b aan te passen. Zoals de Gecombineerde Commissie in haar advies van augustus 2007 ter gelegenheid van de totstandkoming van het Vrijstellingsbesluit reeds heeft opgemerkt past het bij iedere volgende verkrijging opnieuw moeten vragen van instemming van de

Algemene Vergadering niet in het systeem van de wettelijke regeling van het verplichte bod en ze vraagt zich af of artikel 5:70 Wft daarvoor wel de ruimte biedt. Dat systeem gaat ervanuit dat men vanuit een eenmaal verkregen overwegende zeggenschap zonder biedverplichting de biedplicht niet meer reactiveert bij uitbreiding van een belang. Er is dan immers geen sprake meer van het "verkrijgen" van een overwegende zeggenschap.

Daarnaast is de regeling buitengewoon onpraktisch, mede omdat de instemming met iedere volgende verkrijging vanwege de verwijzing naar subparagraaf a van lid 1 niet ouder mag zijn dan drie maanden. Het is voor een verkrijger echter van belang om te weten op het moment van verkrijging of hij eventueel nog meer aandelen zou kunnen verkrijgen op een later moment en een vrijwillig of verplicht openbaar bod kan in dat kader veel te kostbaar zijn. Dit probleem zou in ieder geval kunnen worden gereduceerd door te bepalen dat bij de toestemming voor de eerste verkrijging tevens toestemming verleend zou kunnen worden voor alle opvolgende verkrijgingen. En daaraan dus niet de eis te verbinden dat die toestemming niet ouder mag zijn dan drie maanden.

2.3. Nieuwe vrijstellingen

De Gecomineerde Commissie meent dat naast de vrijstelling voor onderwriting bij een emissie ook andere vrijstellingen nodig zijn.

Een vrijstelling ten aanzien van irrevocables wordt in de toelichting genoemd, doch onduidelijk blijft waarom men in het kader van een vrijwillig openbaar bod een dergelijke ook in Engeland bestaande vrijstelling niet zou opnemen. In de praktijk zijn er bieders danwel doelwitvennootschappen die niet bereid zijn in het openbaar hun nek uit te steken terzake van een openbaar bod indien daarbij niet bepaalde zekerheden verkregen kunnen worden, waaronder de bereidheid van grootaandeelhouders om hun aandelen aan te bieden en de zekerheid dat er in een aandeelhoudersvergadering bepaalde besluiten genomen kunnen worden, bijvoorbeeld ten aanzien van de opheffing van een bescherming bij de doelvennootschap. Dergelijke besluitvorming is altijd onder de opschortende voorwaarde dat het bod gestand gedaan wordt. Indien het bod niet gestand gedaan wordt, wordt het besluit niet van kracht. Niet valt in te zien waarom afspraken omtrent dergelijke besluitvorming ertoe zouden moeten leiden dat een vrijwillig bod wordt omgezet in een verplicht bod. Dit geldt temeer nu in de toelichting op het oorspronkelijke Vrijstellingsbesluit de regering zegt van mening te zijn dat afspraken ten aanzien van het stemmen op de aandeelhoudersvergadering die vrijstelling moet verlenen van het verplichte bod, in beginsel niet zou kunnen worden aangemerkt als handelen in onderling overleg. Niet goed valt in te zien waarom er in die situatie geen handelen in onderling overleg zou zijn terwijl dat

bij irrevocables met stemafspraken wel het geval zou kunnen zijn. De Gecombineerde Commissie begrijpt dat de definitie van "personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld" opgenomen is in de wet terwijl de consultatie alleen de bovenbedoelde besluiten betreft, maar het zou de praktijk bijzonder helpen indien middels een vrijstelling in het Vrijstellingsbesluit een einde wordt gemaakt aan de onzekerheid omtrent irrevocables met stemafspraken in het kader van een openbaar bod. T.z.t zou dan bij een wetswijziging de systematisch meer voor de hand liggende oplossing gekozen kunnen worden van een verduidelijking van vorenbedoelde definitie. Indien men van mening is dat dergelijke afspraken omtrent voorwaardelijke besluitvorming in het kader van een vrijwillig openbaar bod, ook nu al niet vallen onder het "tezamen met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld" verkrijgen van "overwegende zeggenschap"(concerted action) en dat daarom systematisch gezien een vrijstelling niet voor de hand ligt, dan zou het in ieder geval helpen als dat met zoveel woorden in de toelichting wordt gezegd. Het lijkt echter veiliger een vrijstelling te verlenen in afwachting van een wetswijziging.

Op dezelfde wijze zijn er andere vrijstellingen die in aanmerking komen voor opneming in het Vrijstellingsbesluit. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of geen vrijstelling verleend zou moeten worden bij een voornemen van een aantal aandeelhouders om, al dan niet met andere investeerders, gezamenlijk een bod te doen op de overige aandelen. Een dergelijke consortiumbieding kan nu niet vanwege de onderlinge samenwerking van de consortiumleden die moet leiden tot een verplicht bod met als gevolg dat een dergelijk initiatief in de praktijk in de kiem zal worden gesmoord. De Gecombineerde Commissie realiseert zich dat een dergelijke vrijstelling ook een keerzijde kan hebben in gevallen dat de biedprijs als gevolg van de samenwerking van aandeelhouders er toe leidt dat de biedprijs niet meer als gevolg van een behoorlijke marktwerking tot stand komt, terwijl een correctiemechanisme indien de geboden prijs te laag zou zijn, ontbreekt. Dit laatste probleem zou kunnen worden opgelost door de voorwaarde te stellen dat in het consortiumbod tenminste de billijke prijs van een verplicht bod zou moeten worden geboden en door in de wet te regelen dat partijen in het kader van een dergelijk vrijgesteld vrijwillig consortiumbod toegang krijgen tot het voor verplichte biedingen geldende correctiemechanisme van artikel 5:80b Wft. Het belang van de vrijstelling is dan dat het vrijwillige consortiumbod in tegenstelling tot een verplicht bod aan voorwaarden mag worden onderworpen terwijl de overige aandeelhouders toch mogen rekenen op tenminste de billijke prijs, al dan niet gecorrigeerd.

3. BESLUIT OPENBARE BIEDINGEN WFT ("BOB")

3.1. Artikel 2a

Het valt op dat in lid 2 niet wordt voorgeschreven dat een openbare mededeling wordt gedaan nadat de rechter op het in artikel 5:72 Wft bedoelde verzoek uitspraak heeft gedaan.

Verder verdient het aanbeveling te verduidelijken wat de openbare mededeling moet behelzen, bijvoorbeeld wat er minimaal over de zeggenschap moet worden meegedeeld.

De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of lid 3 niet zou moeten vervallen. Door de handhaving alleen te leggen bij de partijen die ook eventueel een openbaar bod kunnen uitlokken wordt de transparantie niet bevorderd. Vermoedelijk zal tegen de tijd dat duidelijk wordt dat de mededelingsplicht niet is nagekomen, de term de grace al zijn verstreken. Belangrijker is dat de betrokkenen veelal niet over de noodzakelijke informatie beschikken. Door het derde lid te laten vervallen kan de AFM informatie inwinnen en ook overigens handhavend ten aanzien van de mededelingsplicht optreden. Dit is goed verenigbaar met het feit dat de handhaving van de biedplicht niet door de AFM maar alleen civielrechtelijk kan worden afgedwongen.

3.2. Artikel 2b

Niet duidelijk wordt uit de tekst van lid 1 dat de persoon die de informatie openbaar heeft gemaakt ook de persoon moet zijn die overweegt om een openbaar bod voor te bereiden. In dit kader moet trouwens wel worden nagedacht over mogelijk misbruik met behulp van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, waaronder groepsmaatschappijen.

In leden 3 en 5 is niet duidelijk wanneer de zes respectievelijk negen maanden termijn aanvangt. De in kennisstelling van de zes maanden termijn van lid 1 c vindt volgens lid 1 plaats gelijktijdig met de in kennisstelling van de zes weken termijn, terwijl er van een in kennisstelling naderhand van de zes maanden termijn of van een in kennisstelling van de negen maanden termijn in artikel 2 b geen sprake is. Als gevolg zou de zes maanden termijn niet ingaan op het moment dat de bedoelde persoon een openbare mededeling doet dat hij geen bod zal uitbrengen maar vangt deze termijn reeds zes weken eerder aan zodat er na de mededeling dat er geen bod wordt uitgebracht nog slechts vier en een halve maand resteert.

Als bedoeld wordt dat er nog een nadere mededeling door de AFM gedaan wordt ten aanzien van de zes maanden termijn en de negen maanden termijn, dan zou

verduidelijkt moeten worden wanneer die in kennisstelling moet geschieden, omdat de AFM anders de termijn voor onbepaalde tijd zou kunnen verschuiven. Beter lijkt het te verduidelijken dat de termijnen aanvangen m.i.v. het moment dat de in lid 1 c gedane openbare mededeling wordt gedaan (voor de zes maanden termijn) en m.i.v. het verstrijken van de zes weken zonder dat zo'n mededeling is gedaan (voor de negen maanden termijn).

Het feit dat de put up or shut up alleen op verzoek van de doelvennootschap in werking gesteld kan worden, zal tot misbruik kunnen leiden in situaties van concurrerende biedingen, waarbij de doelvennootschap dit verzoek wel ten aanzien van de ene bidder maar niet ten aanzien van de andere bidder indient. Zo zou bijvoorbeeld een White Knight onduidelijk kunnen blijven over het doorgaan van zijn mogelijkerwijze hogere bod (zeker indien het nieuwe lid 2 van art. 5 Bob zou worden ingevoerd) en daarmee kunnen trachten het bod van een de doelvennootschap niet welgevallige bidder dwars te zitten. Dat lijkt niet goed voor de markttransparantie en een level playing field. Het verdient daarom wellicht aanbeveling te bepalen dat in een situatie van mogelijk concurrerende biedingen, de AFM na een put up or shut up verzoek van de doelvennootschap ten aanzien van slechts een van de mogelijke bidders, hetzij ook de andere mogelijke bidder een termijn kan stellen, hetzij het toewijzen van het verzoek ten aanzien van de ene bidder afhankelijk kan maken van duidelijkheid te verschaffen door de andere bidder.

3.3. Artikel 3

In lid 3 moet wellicht duidelijk gemaakt worden dat een verhoging al dan niet met wijziging van de samenstelling van de prijs niet gezien moet worden als een ander openbaar bod.

Voor de duidelijkheid zou het goed zijn in lid 3 te vermelden dat het verbod van lid 3 niet geldt voor de aankondiging van een verplicht bod.

3.4. Artikel 5

Door de toevoeging van onderdeel b aan lid 2 zijn er situaties denkbaar waarin er mededelingen zijn gedaan over een mogelijk openbaar bod maar de markt zonder eindtermijn in onzekerheid kan blijven over wanneer er overeenstemming zal worden bereikt en dus over het moment van aankondiging van het bod waardoor de diverse termijnen van het bod (te beginnen bij de vier weken van art. 7 lid 1) een aanvang nemen. Dit staat haaks op het oorspronkelijk met het Bob beoogde doel biedingen aan strikte termijnen te binden. Daar staat tegenover dat de voorgestelde wijziging partijen wel in staat stelt de markt vroegtijdig te

informereren zonder vrees dat men daardoor niet meer kan voldoen aan de gestelde termijnen. Wellicht is de beste oplossing het bestaande artikel 5 lid 2 te handhaven maar een duidelijker ontheffingsbeleid ten aanzien van de termijnen voor de vervolgstappen te formuleren.

In artikelen 5 lid 4, 13 lid 1 en artikel 19 wordt voorgesteld het begrip 'gereguleerde markt' te gebruiken. De vraag rijst of in de gevallen dat van een dual listing sprake is waarbij de effecten verhandeld worden zowel op een gereguleerde markt als op een met een gereguleerde markt vergelijkbare markt in een staat die geen deel uitmaakt van de EER, het niet wenselijk is om ook op een dergelijke markt verhandelde effecten daaronder te begrijpen. Dit is ook relevant in het kader van de best price rule omdat tussen de verschillende markten discrepanties kunnen ontstaan.

3.5. Artikel 5 b

Lid 1 houdt geen rekening met de mogelijkheid dat de biedplicht vervalt doordat het belang binnen dertig dagen is afgebouwd of dat voor die afbouw zelfs negentig dagen wordt gegund door de OK krachtens artikel 5:72 Wft. Dit klemt te meer wanneer de biedplicht zou zijn ontstaan niet door een actie van de mogelijke bidder zelf maar bijvoorbeeld door een inkoop door de doelvennootschap. Ook is in dit kader relevant dat door de onduidelijkheid omtrent de regels met betrekking tot 'concerted action' een bidder soms onbedoeld onder de biedplicht zou kunnen komen te vallen in het kader van samenwerking met een derde. In een dergelijke verwarrende situatie is het niet redelijk van een bidder te verwachten dat hij "onverwijld" de beslissing tot al dan niet voortzetting meedeelt.

Artikel 5 b lid 2. In dat lid is onduidelijk wat bedoeld wordt met het van overeenkomstige toepassing verklaren van artikel 7 vierde lid tweede volzin. Deze onduidelijkheid speelt ook bij artikel 15 lid 2 en artikel 25 lid 1. Betekent dit dat er op het moment van de prijsverhoging certain funds moeten zijn of betekent het dat er slechts een openbare mededeling hoeft te worden gedaan wanneer er op een latere tijdstip sprake zou zijn van certain funds en zo ja wordt daaraan dan geen termijn gesteld? Zie ook hieronder het commentaar in de eerste alinea van paragraaf 3.7.

3.6. Artikel 7

In lid 5 staat nu dat de algemene vergadering van de bidder gehouden wordt tenminste 'zeven dagen' voor het einde van de aanmeldingstermijn in plaats van de huidige bepaling waarin staat dat het gaat om 'zeven werkdagen'. De Gecombineerde Commissie neemt aan dat het moet gaan om zeven werkdagen,

zodat de vergadering van de bieder in ieder geval gehouden wordt voor het laatste moment waarop de aandeelhoudersvergadering van de doelvennootschap kan worden gehouden.

Hoewel enigszins buiten het kader van de consultatie, vraagt de Commissie aandacht voor de buitengewoon ongelukkige gevolgen voor het tijdschema van het openbaar bod van de verlenging van de oproeptermijn voor de algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen naar 42 dagen. Aangezien zowel bieder als doelvennootschap in de praktijk hun algemene vergadering bijeen zullen roepen op het moment van het uitbrengen van het bod en de algemene vergaderingen uiterlijk een week voor het einde van de aanmeldingstermijn (zie ook art. 18 Bob) gehouden moeten zijn, zal dit in de praktijk leiden tot een aanmeldingstermijn van minimaal 7 weken.

In lid 6 wordt geen rekening gehouden met de mogelijkheid dat er ook een andere voorwaarde dan een met de aandeelhoudersvergadering van de bieder samenhangende voorwaarde niet vervuld zou kunnen zijn en dat daaromtrent een mededeling wordt gedaan. Volgens de Commissie kan de tweede volzin van lid 6 beter worden geschrapt.

3.7. Artikel 15

Voor de verwijzing in lid 4 naar artikel 7 vierde lid tweede volzin wordt verwezen naar het commentaar hierboven in paragraaf 3.5 op artikel 5 b lid 2. De toelichting op artikel 15 lid 4 lijkt ervan uit te gaan dat uit de verwijzing naar artikel 7 vierde lid tweede volzin zou blijken dat de bieder bij de verhoging van de biedprijzen een openbare mededeling dient te doen waaruit volgt dat hij heeft zorggedragen voor certain funds met betrekking tot de betreffende verhoging. Dat volgt echter niet uit de verwijzing naar artikel 7 vierde lid tweede volzin, omdat die bepaling alleen inhoudt dat men een mededeling moet doen wanneer er certain funds zijn en niet, zoals de eerste volzin, dat er op een bepaald moment certain funds moeten zijn.

Krachtens lid 4 vindt verhoging van de biedprijs plaats door middel van het beschikbaar stellen van het document ter aanvulling van het biedingsbericht indien de verhoging van de biedprijs een wijziging meebrengt van de samenstelling van de geboden prijs. Aangezien de AFM een week de tijd krijgt om dit document goed te keuren, zou dit ertoe kunnen leiden dat de biedprijs niet verhoogd kan worden vóór het einde van de aanmeldingstermijn, hetgeen met name in situaties waarin geen verlenging van die termijn meer mogelijk is een probleem zou kunnen opleveren. In het algemeen deel van de toelichting op pagina 14 wordt trouwens abusievelijk gesteld dat de rol van de AFM bestaat uit

de verplichting om in dergelijke gevallen een aanvullend document op te stellen, terwijl waarschijnlijk bedoeld wordt dat de rol van de AFM voortvloeit uit de bedoelde verplichting van de bieder.

De systematiek dat de biedprijs pas verhoogd is na beschikbaarstelling van een aanvullend document is bovendien wellicht niet erg gelukkig, omdat de verhoging vaak al aangekondigd zal zijn voordat het document beschikbaar komt en aldus tot prijsstijging op de markt zal hebben geleid. Men kan zich afvragen wat er gebeurt indien het document niet (tijdig) ter beschikking komt. Is de biedverhoging dan ook civielrechtelijk ongeldig? Aangezien de aanmeldingstermijn moet doorlopen tot een week na de verhoging (lees: beschikbaarstelling document volgens de voorgestelde regels), doet zich ook de vraag voor hoe verzekgesteld gaat worden dat de aanmeldingstermijn binnen afzienbare tijd eindigt indien de bieder treuzelt met het indienen c.q. op wens van de AFM aanpassen van het document.

Tot slot doet zich ten aanzien van art. 15 lid 4 de vraag voor of de AFM niet de bevoegdheid zou moeten krijgen concurrerende bidders te instrueren een finaal bod te doen in een situatie waarin ze eindeloos tegen elkaar opbieden.

Lid 9 regelt dat rechthebbenden van de effecten bij verhoging van de biedprijs een periode van een week hebben waarbinnen ze hun effecten kunnen aanmelden. In de algemene toelichting op pagina 14 wordt nog ten onrechte gesproken over drie werkdagen in plaats van een week. De Gecombineerde Commissie meent bovendien dat de periode van een week ook zou moeten gelden indien een verzoek tot vaststelling van de billijke prijs niet leidt tot een verhoging van die prijs ook al is het niet erg waarschijnlijk dat deze situatie zich snel zal voordoen omdat zulks alleen het geval zal zijn indien er binnen een week na de aankondiging van het bod al een bod is uitgebracht. De minimum aanmeldingstermijn is immers vier weken, terwijl het verzoek ex artikel 80b Wft binnen vier weken na aankondiging van een bod moet zijn ingediend en dan terstond de aanmeldingstermijn schorst.

Voorts meent de Gecombineerde Commissie dat lid 9 leidt tot enige onduidelijkheid indien na schorsing van de aanmeldingstermijn die termijn na herleving nog langer zou doorlopen dan een week. In de eerste zin van lid 9 zou verduidelijkt kunnen worden dat het in deze zin bepaalde alleen van toepassing is indien de resterende aanmeldingstermijn na de verhoging van de prijs korter is dan een week.

Niet duidelijk is waarom gedurende de in lid 9 bedoelde periode van een week de bieder zijn prijs niet meer zou kunnen verhogen. Dit lijkt niet bezwaarlijk mits de

periode van een week opnieuw begint te lopen en lijkt voorts wenselijk indien zich een situatie zou voordoen van een biedingenstrijd. Bovendien zou het mogelijk zijn dat, indien de oorspronkelijke aanmeldingstermijn binnen die ene week zou aflopen, de bieder sowieso geen kans meer krijgt zijn bod te verhogen. Dat zou met name kunnen spelen in situaties waarin de bieder zijn aanmeldingstermijn niet meer zou kunnen verlengen.

3.8. Artikel 15 a juncto artikel 15 lid 4

Het is niet onder alle omstandigheden geheel duidelijk wat verstaan moet worden onder een wijziging van de samenstelling van de geboden prijs. Is daarvan bijvoorbeeld sprake indien het oorspronkelijke bod luidt in contanten en aandelen en beide componenten proportioneel worden verhoogd? De toelichting bovenaan pagina 14 maakt dit niet duidelijk. Er wordt trouwens hier (evenals op een aantal andere plaatsen in de toelichting) gesproken over 'anticiperen' op een verhoging van de biedprijs, terwijl waarschijnlijk bedoeld wordt 'reageren'.

3.9. Vraag tot slot

Moet de shut up regel niet ook gelden indien de bieder niet binnen de termijn van art. 5:78 Wft na goedkeuring van het biedingsbericht zijn bod uitbrengt?

Den Haag, 26 juli 2010