

## Kroniek openbaar bod 2012-2014

Mr. C.J.C de Brauw en mr. J.H.L. Beckers<sup>1</sup>

### 1. Inleiding, opzet en afbakening

De redactie van dit tijdschrift heeft ons gevraagd een overzichtartikel te schrijven over ontwikkelingen omtrent openbare biedingen over de periode 2012-2014.<sup>2</sup> Er is veel gebeurd in deze periode. Naast de inwerkingtreding van de nieuwe biedingsregels per 1 juli 2012 en 1 januari 2013 hebben zich verschillende spraakmakende transacties voorgedaan. Waar mogelijk aansluitend bij de chronologie van een openbaar bod bespreken wij de in onze ogen belangrijkste trends en ontwikkelingen in wet- en regelgeving, rechtspraak en praktijk. Wij beperken ons niet tot de biedingsregels, maar volgen de praktische gang van zaken rondom een openbaar bod. Een enkele keer besteden wij aandacht aan ontwikkelingen in het buitenland.

### 2. Openbare biedingen 2012-2014

In de periode 2012-2014 zijn 22 biedingen aangekondigd (10 in 2012, 6 in 2013, 6 in 2014), 19 biedingsberichten goedgekeurd (9 in 2012, 5 in 2013, 5 in 2014), 18 biedingen uitgebracht (9 in 2012, 5 in 2013, 5 in 2014) en 14 biedingen gestand gedaan (5 in 2012, 5 in 2013, 4 in 2014), waarvoor de AFM de bevoegde toezichhouder was.<sup>3</sup>

Daarnaast zijn er nog andere biedingen geweest waarvoor de AFM niet bevoegd was. Hierbij valt te denken aan het bod van Dockwise op Fairstar in 2012 en van Biomarin op Prosensa Holding in 2014 waar de biedingsregels van Noorwegen respectievelijk de VS van toepassing waren. Naar verwachting zullen steeds meer Nederlandse vennootschappen (uitsluitend) een notering buiten Nederland verkiezen, zoals bijvoorbeeld biotech/pharma-bedrijven als ProQR, UniQure en Prosensa Holding die kiezen voor een notering aan de NASDAQ.<sup>4</sup> Nederland is om verschillende redenen een aantrekkelijke vestigingsjurisdictie voor beursgenoteerde topholdings, bijvoorbeeld bij een fusie tussen internationale partijen, voor een nieuwe topholding na een interne herstructurering of voor een uit de Verenigde Staten te verhuizen beursgenoteerde onderneming na een zogeheten "inversion"-transactie.<sup>5</sup> De trend dat Nederlandse NV's "in den vreemde" worden ingezet zet dus onverminderd door.<sup>6</sup> Indien de aandelen van een Nederlandse vennootschap alleen in de Verenigde Staten zijn genoteerd, zijn de Nederlandse biedingsregels niet van toepassing.<sup>7</sup> Dit betreft niet alleen de zogeheten marktregels omtrent het biedingsproces, maar ook de zetelregels zoals die ten aanzien van de standpuntbepaling van de doelvennootschap en het verplicht bod.<sup>8</sup> Het Nederlandse vennootschapsrecht dat relevant is bij openbare biedingen is wel op dat soort doelvennootschappen van toepassing.

De meeste van de biedingen waren vanzelfsprekend vrijwillige, volledige biedingen. Interessant waren verschillende gevallen waarin de bidder koerste op een verplicht bod teneinde meer dealzekerheid te creëren. Dit kan vanuit strategisch oogpunt de voorkeur hebben indien de nadelen van het verplicht bod aanvaardbaar zijn. Deze nadelen zijn primair de billijke prijsvaststelling op grond van de wet en de onmogelijkheid om voorwaarden te bedingen. Wij zagen dat bijvoorbeeld bij Saab/HITT en in de twee-akter Dockwise/Fairstar (akte 1) en Boskalis/Dockwise (akte 2). Ten slotte is gebleken dat ook een partieel bod, zoals dat van América Móvil (AM) op KPN, een bruikbaar instrument kan zijn om

<sup>1</sup> Christiaan de Brauw is advocaat bij NautaDutilh. Jos Beckers is professional support lawyer bij NautaDutilh. Wij zijn collega Matthijs Noome zeer erkentelijk voor zijn hulp bij het schrijven van deze bijdrage.

<sup>2</sup> Zie eerder H. Uittien, Public-to-Private transacties - het reguliere openbare bod en variaties daarop aan de hand van enkele recente casus, *TOP* 2012, 6, p. 232-237.

<sup>3</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

<sup>4</sup> Zie hierover nader A.C. Noordzij, 'Beursnoteringen van (biotech- en andere) NV's op NASDAQ; enkele aandachtspunten', *V&O* 2014, 12, p. 180 e.v.

<sup>5</sup> Zie M.F. Noome, 'De Nederlandse topholding bij internationale fusies', *V&O* 2013, 12, p. 193-198.

<sup>6</sup> Zie A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde', *Ondernemingsrecht* 2014, 15, p. 85-97.

<sup>7</sup> Art. 5:74 lid 1 Wft heeft alleen betrekking op openbare biedingen op effecten van doelvennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten op een gereglementeerde markt. Alleen in de EU/EER gelegen beurzen kunnen als gereglementeerde markt worden aangemerkt, zie C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:74 Wft, aant. 8, Deventer: Kluwer 2013.

<sup>8</sup> Art. 5:70 lid 1 Wft is alleen van toepassing op - in het kort: - Nederlandse NV's met een notering aan een gereglementeerde markt, zie over het verplicht bod § 7.

op relatief korte termijn een belangrijk (blokkerend) strategisch belang op te bouwen.<sup>9</sup>

### 3. De aanloop naar het bod

De aanloop naar het bod is een kritische fase, zowel voor de bieder als voor de doelvennootschap. In de marge van de onderhandelingen over het bod, sluimert de verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie (KGI); recente rechtspraak biedt meer helderheid (§ 3.1). Sinds 1 juli 2012 wordt de aanloop naar het bod verder gereguleerd door de "put up or shut up"-regel en geldt een gewijzigd regime ten aanzien van de aankondiging van het bod (§ 3.2). Een klassiek issue - met een nieuwe dimensie - is de timing van de adviesaanvraag aan de OR (§ 3.3).

#### 3.1 Koersgevoelige informatie en uitstel van publicatie in de aanloop naar een bod

In de praktijk blijft een grijs gebied het bepalen van het moment waarop KGI omtrent een mogelijk bod openbaar moet worden gemaakt door de doelvennootschap en/of bieder.<sup>10,11</sup> Dit blijkt ook wel uit het relatief grote aantal bestuurs- en civielrechtelijke procedures over het onderwerp. De doelvennootschap zal op grond van art. 5:25i Wft KGI openbaar moeten maken, de bieder op de voet van art. 4 lid 3 Bob Wft. Doelvennootschap en bieder mogen openbaarmaking uitstellen indien en zolang aan de vereisten voor uitstel van art. 5:25i lid 3 Wft is voldaan. Van belang is onder meer wanneer sprake is van KGI en wanneer sprake is van een bieder. Vastgesteld moet worden dat de nieuwe Europese marktmissbruikregels<sup>12</sup> niet de gewenste duidelijkheid brengen ten aanzien van de in die analyse belangrijke bestanddelen van de vereiste mate van (potentiële) koersinvloed en "concreetheid" van informatie.<sup>13</sup> Recente rechtspraak biedt meer richting ten aanzien van de kwalificatie van bieder, het precieze ontstaansmoment van de verplichting tot openbaarmaking van KGI en de voorwaarden voor uitstel.

#### *KGI - doelvennootschap*

Ten aanzien van de verplichting van een doelvennootschap om KGI openbaar te maken is vooral het oordeel van het CBb inzake Corporate Express (CE) van 14 februari 2014 vermeldenswaard.<sup>14</sup> Volgens het CBb beschikte CE - overigens net als bieder Staples - over KGI omdat de toenaderingspogingen van Staples serieus waren en een (eerste) stap vormden in een proces dat kon leiden tot een overname. Dat die overname daadwerkelijk zou plaatsvinden was onzeker. Maar, op basis van een globale beoordeling, bezien vanuit het perspectief van een redelijk handelend belegger, was het toentertijd reëel te veronderstellen dat uiteindelijk een overname zou kunnen plaatsvinden. Relevante omstandigheden zijn volgens het CBb ook het niveau waarop de gesprekken plaatsvonden, de toenmalige situatie op de markt en eerdere berichten over mogelijke overnames in die markt. CE beschikte dus over KGI. Toen in De Telegraaf een artikel over een mogelijk bod werd gepubliceerd, voldeed CE niet meer aan de uitstelvoorwaarden; onder meer de geheimhouding was immers niet meer gewaarborgd. Op dat moment had CE de KGI moeten openbaren op grond van art. 5:59 lid 1 Wft (oud) (nu 5:25i Wft). Toch kon de boete die AFM had opgelegd niet in stand blijven, omdat aan CE

<sup>9</sup> P.E.B. Corten, 'Partieel bod op KPN', *Ondernemingsrecht* 2012, 96, p. 522-525.

<sup>10</sup> Vgl. M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie', in: D.R. Doorenbos & S.C.J.J. Kortmann (red.), *Handboek marktmissbruik*, Serie Onderneming en Recht, deel 34 (2e druk), Deventer: Kluwer 2008, p. 233 e.v. en D. Doorenbos, 'Handel met voorwetenschap in de context van openbare biedingen', in: M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 874.

<sup>11</sup> De AFM heeft in de juli 2013-editie van haar Nieuwsbrief Kapitaalmarkten enkele handvatten verstrekt voor het omgaan met koersgevoelige informatie rond overnames, nu terug te vinden onder [www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/meldingen/koersgevoelige-informatie](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/meldingen/koersgevoelige-informatie).

<sup>12</sup> Zie Verordening 596/2014 van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (verordening marktmissbruik) en Richtlijn 2014/57/EU van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (richtlijn marktmissbruik). Beiden zijn op 2 juli 2014 in werking getreden, maar pas van toepassing met ingang van 3 juli 2016, ingeval van de richtlijn omdat dan de uiterste implementatietermijn verstrijkt.

<sup>13</sup> Het in art. 7 lid 2 Verordening marktmissbruik opgenomen voorwetenschapsbegrip is gewijzigd, maar voorzover hier van belang slechts optisch; het gaat om codificatie van reeds onder het huidige recht bestaande rechtspraak en toezichthouderpraktijk, zie verder A.W. van der Vegt, 'De definitie van voorwetenschap 'nauwkeurig' omschreven', in: D. Busch en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels Koers liber amicorum prof.dr. C.M. Grundmann-van de Krol*, Serie Onderneming en Recht deel 79, Deventer: Kluwer 2013, p. 731-732 en A.W. van der Vegt en J. Italianer, 'MAD II: Mutually Assured Destruction?' (verschijnt binnenkort in *Ondernemingsrecht*).

<sup>14</sup> CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/166 m.nt. Van Veersen (CE).

niet een zodanig verwijt kon worden gemaakt dat een boete gerechtvaardigd zou zijn. In de relevante omstandigheden was redelijkerwijs begrijpelijk dat CE zich niet realiseerde dat zij op dat moment verplicht was informatie over haar contacten met Staples openbaar te maken. CE had immers vlak daarvoor nog duidelijk gemaakt dat zij niet te koop was en vasthield aan haar *stand alone*-strategie, er vonden (nog) geen onderhandelingen met Staples en Staples had toegezegd dat er geen vijandige overnamepoging zou komen. Ons lijkt dat deze omstandigheden ook disculperend zouden kunnen werken in het kader van een eventuele, afzonderlijke civiele aansprakelijkheidsclaim.

### *KGI - bieder*

Voor de *bieder* geldt art. 4 lid 3 Bob Wft waarin is bepaald dat een bieder een openbare mededeling doet over informatie als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft voor zover die rechtstreeks op hem betrekking heeft of verband houdt met het voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte openbaar bod.

Voor 1 juli 2012 gold deze bepaling enkel voor - kort - buitenlandse en niet in Nederland genoteerde bieders. Sindsdien is dit gelijkgetrokken voor alle bieders. De wetgever wil hiermee buiten twijfel stellen dat ook "Nederlandse" beursgenoteerde bieders - voor wie art. 5:25i lid 2 Wft rechtstreeks geldt - niet alleen verplicht zijn om KGI bekend te maken die op henzelf betrekking heeft, maar ook die op het door hen beoogde bod betrekking heeft.<sup>15,16</sup> Dit kan betekenen dat een bieder informatie die niet rechtstreeks op hem betrekking heeft, maar wel verband houdt met het bod openbaar moet maken.<sup>17</sup> Tegen deze achtergrond is het oordeel van het CBb in de Danone-zaak relevant. Daarin oordeelde het CBb dat art. 4 lid 3 Bob Wft niet vereist dat de informatie *ook* koersgevoelig moet zijn voor het aandeel van de bieder.<sup>18,19</sup> Voor die beperking biedt tekst noch toelichting enig aanknopingspunt.<sup>20</sup>

De definitie van bieder is opgenomen in art. 1:1 Wft. Een bieder is onder meer een persoon die een openbaar bod "voorbereidt". De wetsgeschiedenis geeft geen nadere uitleg over wat in dit verband onder voorbereiden moet worden verstaan. Wie niet als bieder kwalificeert, is - voor wat betreft art. 4 lid 3 Bob Wft - niet verplicht tot publicatie van KGI, ook al staat vast dat er sprake was dat die partij over KGI beschikte. Dat volgt uit de *Staples*-uitspraak van het CBb.<sup>21</sup> Volgens het CBb was er sprake van KGI, zowel bij CE als bij Staples. Toch bestond geen publicatieplicht omdat voor Staples het noemen van een prijsindicatie aan de doelvennootschap en het inschakelen van een juridisch adviseur om de overname te begeleiden, onvoldoende is om als bieder te kwalificeren. Op grond daarvan kan alleen worden gezegd dat de voorbereiding van een bod is begonnen. Dergelijk handelen kan ook een oriënterend karakter hebben. De vraag of sprake is van het oriënteren op, of voorbereiden van, een bod door een persoon zal steeds moeten worden beantwoord op basis van de omstandigheden van het geval. Volgens het CBb is daarbij van belang of vaststaat voor de "bieder" of het tot een bod zal komen en zo ja, langs welke weg. Ook de houding en de ontvankelijkheid van de doelvennootschap kan een rol spelen, afhankelijk van de bereidheid van de bieder al dan niet een niet vriendelijk bod te doen, zoals in deze zaak waar CE volgens het CBb een "afwachtende houding" aannam.

Een vraag die in dit verband ook relevant is, is of "eigen voorwetenschap" omtrent een voorgenomen bod voorwetenschap oplevert, waarvoor al dan niet een uitzondering geldt binnen de regels van het handel- en tipverbod (resp. art. 5:56 en art. 5:57 Wft) en de openbaarmakingsverplichtingen van art. 5:25i Wft (en daarmee art. 4 lid 3 Bob Wft).<sup>22</sup> Dit speelt bijvoorbeeld bij stakebuilding door een toekomstige bieder. Op grond van de rechtspraak en de parlementaire geschiedenis<sup>23</sup> wordt in de literatuur in overwegende mate aangenomen dat er bij (uitsluitend) een eigen voornemen weliswaar sprake is van voorwetenschap, maar dat daarvan in dit geval geen gebruik wordt gemaakt binnen de

<sup>15</sup> Zie B.W. Roelvink, 'De nieuwe biedingsregels - een overzicht', *Ondernemingsrecht* 2012, 67, p. 366.

<sup>16</sup> Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn, Stb. 2012, 196, p. 32.

<sup>17</sup> Vgl. annotator Hoff onder CBb 28 juni 2013, *JOR* 2013/278.

<sup>18</sup> CBb 28 juni 2013, *JOR* 2013/278 m.nt. G.T.J. Hoff en *Ondernemingsrecht* 2014, 20 met commentaar van T.M. Stevens (Danone/AFM).

<sup>19</sup> Het oordeel over het ontstaan van de publicatieplicht kan hier buiten beschouwing blijven omdat deze casus werd beheerst door de publicatieplicht van het geschrapte art. 9b Bte 1995 (oud).

<sup>20</sup> Nog daargelaten de vraag of voor "of" mag worden gelezen "en", zie daarover R.P. ten Have, 'Openbare mededelingen', in: M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Kluwer 2008, p. 235-236.

<sup>21</sup> CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/165 (Staples), m.nt. Van Veersen onder *JOR* 2014/166.

<sup>22</sup> Zie hierover Doorenbos 2008, p. 878-885.

<sup>23</sup> Kamerstukken II, 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4.

handel- en tipverbod-regelgeving.<sup>24</sup> Het CBb oordeelde begin 2014 in zijn *Staples*-beslissing dat de wettelijke regeling ten aanzien van het openbaar maken van KGI hiervoor geen uitzondering kent.<sup>25</sup> Mede op grond van deze uitspraak en zonder nadere toelichting van de wetgever, kan in de praktijk voorzichtigheidshalve worden aangenomen dat ook "eigen voornemens" die koersgevoelig zijn, openbaar gemaakt moeten worden, zodra de gronden voor uitstel niet meer van toepassing zijn.<sup>26</sup> In de praktijk zal de bieder meestal een rechtmatig belang bij uitstel hebben alleen al bestaande uit het voorkomen van misleiding over een (te) onzeker bod.

### *Mag openbaarmaking over een bod worden uitgesteld?*

Publicatie van KGI mag worden uitgesteld, mits i) dat een rechtmatig belang dient van de uitgevende instelling, ii) er geen misleiding van het publiek te duchten is, en iii) de vertrouwelijkheid van de informatie gewaarborgd is.<sup>27</sup> Bij lopende overnameonderhandelingen zal aan het eerste vereiste doorgaans zijn voldaan.<sup>28</sup> Het tweede vereiste is nader ingevuld in de *Vedior*-uitspraak van de rechtbank Rotterdam.<sup>29</sup> Over de toepassing van het derde vereiste heeft het CBb in deze verslagperiode twee keer moeten oordelen.

Het destijds vrij controversiële oordeel inzake Numico van de Rotterdamse voorzieningenrechter<sup>30</sup> dat in geval van koersbewegingen mag worden aangenomen dat de uitgevende instellingen de vertrouwelijkheid van de informatie niet heeft kunnen waarborgen, wordt in de *Danone*-uitspraak door het CBb onderschreven.<sup>31</sup> Op het moment dat niet langer is voldaan aan een van de voorwaarden, dan moet direct gepubliceerd worden. Het CBb onderschrijft inzake *Wavin* dat een uitgevende instelling niet kan stilzitten wanneer de algemeenverkrijgbaarstelling van de informatie op grond van het derde lid van art. 5:25i Wft nog uitgesteld kan worden.<sup>32</sup> Voor de werking van de uitstelregeling in de praktijk is de *Super de Boer*-casus belangrijk. In de zomer van 2009 bereikten Casino, grootaandeelhouder in Super de Boer (57%), en Jumbo een principeakkoord over de overname van Super de Boer. Bestuur en commissarissen van Super de Boer werden daarvan op 4 september 2009 op de hoogte gesteld. De hieruit voortgekomen aansprakelijkheidszaak draaide om de vraag of de ontwikkelingen in de koers en/of omzet na 4 september 2009 zo significant en onverklaarbaar waren dat zij Super de Boer tot de conclusie hadden moeten brengen dat de vertrouwelijkheid van de informatie over het overnamebod van Jumbo niet meer was gewaarborgd. Aan de hand van deskundigenonderzoek beantwoordde het hof die vraag bevestigend.<sup>33</sup> Volgens het hof moet Super de Boer "hebben begrepen dat ook bepaalde marktomstandigheden, waaronder ontwikkelingen in de koers en/of handelsvolumes, een duidelijk signaal konden opleveren dat - ondanks de door SdB getroffen maatregelen - de vertrouwelijkheid van de informatie niet meer was verzekerd."<sup>34</sup> Er was ook geen redelijke andere verklaring voor de volumes. Een beroep op de onduidelijkheid van de uitstelregeling werd afgewezen. Ook Super de Boer's argument dat de AFM hier geen reden had

<sup>24</sup> Doorenbos 2008, p. 882; B. Falkena, 'Beursovername en voorwetenschap', *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2002, p. 95-96 en M.H. van de Vorst, 'Voorwetenschapperikelen rond het openbaar bod', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 518.

<sup>25</sup> CBB 14 februari 2014, JOR 2014/165 (*Staples*), r.o. 5.2.

<sup>26</sup> Daarvoor: Doorenbos 2008, p. 881. Anders: M.H. Muller, 'Publicatieverplichtingen bij een eenzijdige voorbereiding van een mogelijk openbaar bod', *Ondernemingsrecht* 2014, 34, p. 174-181. In de eerder al genoemde nieuwe Marktmissbruik-verordening is de opgenomen vrijstelling voor eigen voorwetenschap (art. 7bis) slechts van toepassing op het handelsverbod en tipverbod. Om die reden mist de in die vrijstelling vervatte expliciete *carve out* voor stakebuilding in art. 3 Verordening directe relevantie in het kader van de openbaarmakingsplicht. Zie uitgebreid over stakebuilding in de context van een openbaar bod A.W. van der Vegt, 'Stakebuilding: een gewaagde gok op zekerheid of absoluut geen legitieme gedraging in het biedingsproces?' *O&F* 2014, p. 71 e.v.

<sup>27</sup> Art. 5:25i lid 3 Wft jo art. 4 Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft.

<sup>28</sup> Dat kan anders zijn, bijvoorbeeld indien goedkeuring van de RvC een zuivere formaliteit is, zie verder Muller 2014, p. 177 (met verwijzingen).

<sup>29</sup> Rb. Rotterdam 8 juli 2009, JOR 2009/234, m.nt. Hoff.

<sup>30</sup> Vrzt. Rb. Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274 m.nt. Hoff.

<sup>31</sup> CBB 28 juni 2013, JOR 2013/278 m.nt. G.T.J. Hoff en *Ondernemingsrecht* 2014/20 met commentaar van T.M. Stevens (*Danone/AFM*), r.o. 5.6: "Met name is, gelet op de hiervoor genoemde uitzonderlijke koers- en omzetontwikkeling van het aandeel [C] op 9 juli 2007, niet aangetoond dat [A] de vertrouwelijkheid van de informatie kon waarborgen."

<sup>32</sup> CBB 15 mei 2014, JOR 2014/267 m.nt. Hoff (*Wavin/AFM*), r.o. 5.4. In casu werd - om deze reden - een vertraging van 2 uur en 22 minuten te lang bevonden. In deze zaak ging het overigens niet om een openbaar bod. Vgl. eerder Vrzt. Rb. Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274, m.nt. Hoff (*Numico/AFM*), waarin de AFM een aanwijzing had gegeven om binnen een kwartier een persbericht uit te brengen.

<sup>33</sup> Hof Arnhem-Leeuwarden 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.7 e.v.

<sup>34</sup> Hof Arnhem-Leeuwarden 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.7. Vgl. ook Hof Amsterdam (nvzp Arnhem) 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, r.o. 4.11 e.v.

gezien in te grijpen, faalde.<sup>35</sup> Behalve de daartoe strekkende overwegingen, is interessant dat het hof in het tussenarrest van 2012 een en ander verduidelijkte omtrent de bewijslast: de bewijslast aangaande KGI rust op de aandeelhouders (of de AFM); de bewijslast inzake het uitstelrecht rust op degene die zich beroept op de voorwaarden voor uitstel van openbaarmaking. Dat laatste geldt ook voor de voorwaarde dat Super de Boer de vertrouwelijkheid van de informatie kon waarborgen. Voor een voldoende betwisting is in dit verband wel vereist dat concrete feiten en omstandigheden worden gesteld waaruit kan worden afgeleid dat de vertrouwelijkheid niet (langer) was verzekerd en dat stellingen dienaangaande genoegzaam worden onderbouwd. Dit laatste geldt te meer in het geval wordt aangenomen dat op zichzelf is voldaan aan de nadere vereisten om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen.<sup>36 37</sup>

Ten slotte, het enkele feit dat de openbaarmaking van KGI vanwege een rechtmatig belang wordt uitgesteld, impliceert niet dat misleiding van het publiek te duchten is als bedoeld in art. 5:58 lid 1 Wft. Het Amsterdamse hof oordeelde inzake Fortis anders omdat Fortis in de periode waarin zij een beroep deed op de uitstelbevoegdheid, geruststellende mededelingen had gedaan die misleidend waren, terwijl zij geen volledige openheid van zaken gaf. Daarbij liet het hof meewegen dat Fortis kort voor de hier bedoelde periode, ook te rooskleurige informatie had verspreid.<sup>38,39</sup> Uiteraard blijft van groot belang dat de inhoud van een (nood)persbericht niet misleidend mag zijn, voor het geval uitstel niet langer gerechtvaardigd is. Het CBb toonde zich overigens coulant inzake CE waar het oordeelde dat CE een incompleet en daardoor misleidend beeld had gegeven van haar recente contacten met Staples, maar het desalniettemin redelijkerwijs begrijpelijk achtte dat zij zich op dat moment niet realiseerde dat zij verplicht was ook daarover nadere informatie aan het publiek te geven. Daarbij is van belang dat de belangrijkste boodschap van het persbericht (“No discussions with Staples regarding a take-over”)(vgl. eerder) op zichzelf juist was.<sup>40</sup>

### 3.2 Nieuwe biedingsregels: put up or shut up en het nieuwe art. 5 lid 2 Bob Wft

#### *Put up or shut up voor aankondiging bod en standstill daarna*

De per 1 juli 2012 ingevoerde put up or shut up-regeling (art. 2a Bob Wft) is tot op heden nog niet toegepast.<sup>41</sup> In de praktijk is vermoedelijk wel een zekere informele werking uitgegaan van de mede in verband met de put up or shut up regeling ingevoerde standstill-verplichting. Deze houdt in dat indien eenieder na aankondiging van een bod en na een daartoe strekkend bevel van de AFM de in het biedingsproces vereiste stappen niet neemt of uiteindelijk het bod niet gestand doet, een wachtperiode van zes maanden geldt waarin deieder geen nieuw bod mag uitbrengen. Sinds de inwerkingtreding is AM door deze regel getroffen. Nadat het biedingsbericht van AM door de AFM was goedgekeurd op 16 oktober 2013, had zij op grond van art. 5:78 Wft nog 6 werkdagen om het bod uit te brengen of daar vanaf te zien. Ook in die periode werd geen overeenstemming bereikt met KPN. AM zag daarop van het bod af. Vervolgens trad de 6 maanden-wachtperiode in werking.

In de UPS/TNT-casus speelde de 6-maanden wachtperiode niet omdat UPS haar bod had aangekondigd vóór 1 juli 2012, het moment waarop de nieuwe biedingsregels in werking traden (vgl. art. 32 Bob Wft). UPS zag af van het bod en beëindigde in overleg met TNT Express het merger protocol toen vaststond dat de Europese Commissie geen toestemming zou geven voor de voorgenomen transactie.<sup>42</sup> Omdat de maximale verlengde aanmeldingstermijn van art. 15 lid 1 Bob

<sup>35</sup> Vgl. in bestuursrechtelijke context het CBb-oordeel inzake Fortis van 14 februari 2014, *JOR* 2014/104 m.nt. Arons en *Ondernemingsrecht* 2014/151 met commentaar van Corten, waarin het overweegt dat het oordeel van de AFM te meer onbegrijpelijk is nu de Belgische toezichthouder FSMA (voorheen: CBFA) de trading update "als onderdeel van" het prospectus reeds had goedgekeurd. Corten is kritisch over dit oordeel.

<sup>36</sup> Zie art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft (Besluit van 16 december 2008, Stb. 2008, 578).

<sup>37</sup> Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, r.o. 4.10.

<sup>38</sup> Aldus Hof Amsterdam 29 juli 2014, *JOR* 2014/300 m.nt. Doorenbos (*Fortis*), r.o. 4.6.5.

<sup>39</sup> Hoewel niet in een openbaar bod-context geweest, is dit oordeel wel van belang voor de biedingspraktijk.

<sup>40</sup> CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/166 m.nt. Van Veersen. r.o.5.5 (*CE*).

<sup>41</sup> Zie nader over de put up or shut up regeling Muller 2014, p. 174-181, R.W.H. Stevens, 'De 'put-up or shut-up'-regeling in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk', *V&O* 2013, p. 123-129, Roelvink 2012, p. 123-129 en C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:74 Wft, aant. 2a.

<sup>42</sup> Zie persbericht van 14 januari 2013 ([www.afm.nl/registers/openbare\\_biedingen\\_documents/10622.pdf](http://www.afm.nl/registers/openbare_biedingen_documents/10622.pdf)). Zou TNT Express eenzijdig het merger protocol beëindigd hebben wegens het ontbreken van toestemming van de Europese Commissie, dan zou de in het merger protocol opgenomen standstill van 9 maanden voor UPS hebben gegolden.

Wft niet voldoende was, heeft UPS ontheffing verkregen van de AFM op de voet van art. 5:81 lid 3 Wft. In de praktijk spreken bieder en doelvennootschap in het merger protocol soms expliciet af dat de bieder een ontheffing zal moeten aanvragen indien de mededingingsautoriteiten niet binnen de maximale aanmeldingstermijn tot een finaal oordeel zijn gekomen. Andere mogelijkheden binnen de biedingsregels zijn niet realistisch.<sup>43</sup> Theoretisch mag het vrijwillig bod onvoorwaardelijk<sup>44</sup> gestand worden gedaan, maar de bieder zal dit risico niet willen nemen. Het uitbrengen van een nieuw bod, terwijl het oude nog niet is ingetrokken, is niet mogelijk op grond van art. 3 lid 3 Bob Wft. De route van intrekking van het bod wegens het niet vervuld zijn van een voorwaarde biedt naar huidig recht geen uitkomst, omdat op grond van art. 12 lid 4 Bob Wft een wachttijd van zes maanden geldt. In dit soort gevallen zal dus een beroep moeten worden gedaan op de algemene ontheffingsmogelijkheid voor extra verlenging van de aanmeldingstermijn van art. 5:81 lid 3 Wft. Daaraan zijn twee voorwaarden verbonden: de bieder moet aantonen dat hij redelijkerwijs niet aan de regel kan voldoen en dat de doeleinden anderszins voldoende worden bereikt. De AFM zal in dit soort gevallen welwillend tegenover het verlenen van een ontheffing staan. In andere, meer beleidsmatige gevallen waarbij het niet ging om een onmogelijkheid voor de bieder om specifieke biedingsregels na te komen heeft de AFM een vrij strikte toepassing gehanteerd van de ontheffingsbepaling, zoals blijkt uit de gang van zaken betreffende het bod van Boskalis op Dockwise waarbij sprake was van samenloop tussen de Noorse en Nederlandse biedingsregels.<sup>45</sup>

In hoeverre de put up or shut up-regel in de praktijk een afschrikwekkend effect op potentiële bidders heeft gehad, is moeilijk vast te stellen. De verwachting is dat - zeker in scenario's waarin de bieder niet verzekerd is van steun van de doelvennootschap - de bieder mogelijk pas in een later stadium van oriëntatie/voorbereidingen het proces met de doelvennootschap zal starten. Voor bidders die mogelijk ook zonder steun van de doelvennootschap een bod willen aankondigen, is immers van belang dat zij in staat zijn binnen de zes weken-termijn te besluiten om het bod al dan niet aan te kondigen, omdat een doelvennootschap met een beroep op de put up or shut up-regel de bieder hiertoe via de AFM kan dwingen. Zoals gesignaleerd kan deze regel daarmee een tactisch wapen vormen, bijvoorbeeld in geval van een dreigende *bear hug*.<sup>46,47</sup> Een ander mogelijk bezwaar dat zich nog niet evident gemanifesteerd heeft, is de lastige positie van de doelvennootschap bij het inroepen van de put up or shut up-regel. Zij zal enerzijds duidelijkheid willen over het bod, maar anderzijds, tenzij het een vijandig bod betreft, niet de relatie met een (mogelijke) bieder al te zeer op scherp willen zetten. In het biedingsproces rond Nutreco heeft Nutreco er niet voor gekozen Cargill, die als mogelijke bieder werd genoemd, aan de regeling te onderwerpen. Een andere verklaring daarvoor is dat de doelvennootschap haar grootaandeelhouders en/of de markt niet voor het hoofd wilde stoten; een shut up-verzoek kan als een signaal worden gezien dat de vennootschap niet open staat voor een overname door een andere partij. In het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor een automatisch, 28 dagen nadat een partij als potentiële bieder werd genoemd intredende regeling. Verlenging van deze termijn is mogelijk, maar daarvoor is onder meer instemming van de doelvennootschap vereist. In de praktijk is het niet meewerken aan uitstel een belangrijke beschermingsmogelijkheid geworden voor doelvennootschappen, zoals Pfizer heeft ondervonden bij de toenadering op Astra Zeneca (zie § 4.2, slot). Een alternatief zou zijn de AFM zelfstandig bevoegd te maken, naast de doelvennootschap, zoals in Frankrijk.<sup>48</sup> Ten slotte kan overwogen worden om net als in het Verenigd Koninkrijk een *down tool* te introduceren op grond waarvan een potentiële bieder uit de publiciteit kan blijven, mits hij tegenover de toezichthouder verklaart zijn bod te zullen staken.<sup>49</sup>

#### *Aankondiging vijandig bod (art. 5 lid 2 Bob Wft)*

Art. 5 lid 2 Bob Wft bepaalt sinds 1 juni 2012 dat een vrijwillig openbaar bod is aangekondigd indien

<sup>43</sup> Vgl. Uittien 2012, p. 235.

<sup>44</sup> NvT, Stb. 2007, 329, p. 42.

<sup>45</sup> Zie hierover C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:74 Wft, aant. 9.2, C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:81 Wft, aant. 8.1.

<sup>46</sup> Waarmee een potentiële bieder druk uitoefent op een doelvennootschap om overleg aan te gaan en/of toegang te krijgen tot de due diligence, vaak door een zeer hoge prijs te noemen.

<sup>47</sup> In het Verenigd Koninkrijk, waar dat veel vaker voorkomt dan in Nederland, is het aantal bear hugs vrij drastisch afgenomen, zie R. Stevens 2013, p. 128.

<sup>48</sup> Zie uitgebreid over de buitenlandse regels R. Stevens 2013, p. 123-129.

<sup>49</sup> C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 2a Bob Wft, aant. 6.5.

concrete informatie bekend is gemaakt, tenzij de doelvennootschap dan onverwijld mededeelt dat tussen partijen overleg gaande is. Indien de doelvennootschap bevestigt dat overleg gaande is, begint het biedingsproces nog niet. Dit zal doorgaans pas later plaatsvinden bij het bereiken van overeenstemming en een aankondiging op de voet van art. 5 lid 1 Bob Wft.

Gedurende de onderhandelingen zal het van de omstandigheden van het geval afhangen wat er gebeurt. De stand van besprekingen kan koersgevoelige informatie opleveren afhankelijk van hoe concreet die zijn (vgl. § 3.1). Indien sprake is van serieuze onderhandelingen en overleg met het oog op een mogelijk vriendschappelijk bod en ondertekening van een merger protocol, zal de doelvennootschap dit publiekelijk bevestigen. Dit volgt in ieder geval uit art. 4 Bob Wft en art. 5:25i Wft, maar mogelijk ook uit de juiste taakvervulling ten aanzien van informatieverschaffing jegens aandeelhouders en andere stakeholders. In dit normale geval, waarin vaak sprake is van voortijdig lekken,<sup>50</sup> ligt voor de hand - indien de onderhandelingen concreet zijn en redelijk vergevorderd en verder afhankelijk van de kans van slagen van het transactieproces zoals dat tot dan toe verlopen is - dat de toekomstige bieder en doelvennootschap gezamenlijk een persbericht uitbrengen waarin al de hoogtepunten van het aanstaande bod bekend worden gemaakt. Het is immers cruciaal de transactie van meet of aan zo gunstig mogelijk over het voetlicht te brengen. De slagingskans van het bod wordt vergroot als daarbij wordt onderstreept dat sprake is van een vriendschappelijk proces. Daarbij ware ook te overwegen of de mogelijke biedprijs al vermeld moet worden. Afhankelijk van hoe concreet die prijs op dat moment is, zal openbaarmaking mogelijk verplicht zijn op grond van art. 4 lid 3 Bob Wft en art. 5:25i Wft (waarover eerder). Ook als openbaarmaking van de prijs niet verplicht is, verdient het vaak toch de voorkeur om een plafond in de biedprijs in te bouwen en die te communiceren teneinde te voorkomen dat enthousiaste aandeelhouders de prijs doen oplopen tot hoger dan het uiteindelijke onderhandelingsresultaat.

In de praktijk is de situatie vaak minder zwart-wit. Er kan sprake zijn geweest van onderhandelingen die zijn gestaakt, de besprekingen kunnen in een impasse verkeren of er is slechts sprake van informeel contact en niet op het hoogste niveau. In al die gevallen zal in de eerste plaats de vraag beantwoord moeten worden wat de doelvennootschap naar buiten moet brengen op grond van Bob en Wft. Daarna gaat het om de vraag of de publieke bevestiging van overleg in het belang van de doelvennootschap en haar stakeholders is, mede gelet op het voor de doelvennootschap meest gunstige transactieproces. Indien er initiële schermutselingen plaatsvinden die in een vriendelijk of vijandig proces kunnen uitmonden, kan de doelvennootschap door al dan niet het overleg te bevestigen, een signaal van vriendschappelijkheid respectievelijk weerstand geven aan de mogelijke bieder. Overigens kan het niet bevestigen van de onderhandelingen de in de Nederlandse context belangrijke ambiance van de onderhandelingen mogelijk onwenselijk onder druk zetten. Een dergelijke, mogelijk als vijandig aan te merken reactie moet dan ook zorgvuldig worden onderzocht door de doelvennootschap, waarbij de RvC op adequate wijze moet worden betrokken.

Indien de onderhandelingen niet leiden tot overeenstemming en de bieder de doelvennootschap (en eventueel de markt) in het ongewisse laat, kan de doelvennootschap uiteindelijk alsnog duidelijkheid verkrijgen door de put up or shut up-regel in werking te stellen (zie eerder).

Recent is ter discussie gesteld of art. 5 lid 2 Bob Wft nog bestaansgrond heeft na de invoering van de put up or shut up-regel.<sup>51</sup> Onzes inziens is dat in ieder geval in de huidige systematiek wel het geval. Beide regelingen kennen een enigszins vergelijkbaar toepassingsbereik en kunnen dus tegelijk van toepassing zijn.<sup>52</sup> De regeling van art. 5 lid 2 is ook wel aan te duiden als de put up or shut up regel in

---

<sup>50</sup> In de praktijk is inmiddels een aantal keer sprake geweest van lekken dan wel een aankondiging voorafgaand aan ondertekening van een merger protocol. Zo zag Ziggo zich genoodzaakt om op 16 oktober 2013, in reactie op geruchten, bekend te maken dat zij een voorstel voor een bod van Liberty Global had ontvangen en had afgewezen. Op 12 december 2013 werd Ziggo, opnieuw door geruchten, gedwongen bekend te maken dat zij in gesprek was met Liberty Global over een mogelijke overname. DE Master Blenders 1753 bevestigde publiekelijk op 28 maart 2013 dat zij in onderhandeling was over een mogelijke overname door Joh. A. Benckiser en TNT Express maakte op 17 december 2012 bekend dat zij een voorstel van UPS had afgewezen, maar nog wel in gesprek was met UPS over een mogelijke overname. Dit versterkt de gedachte dat de AFM geïnformeerd moet worden over een beroep op het recht van uitstel van publicatie van KGI van art. 5:25i lid 3 Wft, zie o.m. Ten Have 2008, p. 239.

<sup>51</sup> Muller, 2014, p. 181. De suggestie om art. 5 lid 2 Bob Wft te schrappen lijkt mede te zijn ingegeven door eerder door Muller geuite bezwaren tegen deze regeling, zie M.H. Muller, 'Het vijandige bod', in: M.P. Nieuwe Weme (red.), Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 588-589.

<sup>52</sup> In de NvT is als voorbeeld genoemd dat de doelvennootschap de AFM kan verzoeken om de put up or shut up-verplichting aan de (potentiële) bieder op te leggen als de doelvennootschap bij (te) langdurige onderhandelingen nadelige gevolgen ondervindt van het uitblijven van duidelijkheid. Iets anders is hoe realistisch dit scenario is, gelet op de eerder genoemde spagaat van de doelvennootschap.

de lichte variant.<sup>53</sup> De regelingen hebben echter een verschillende achtergrond.<sup>54</sup> De put up or shut up-regel strekt tot verschaffing van duidelijkheid naar de markt en doelvennootschap, terwijl art. 5 de formele start van het biedingsproces markeert. Uiteraard is daarmee uiteindelijk ook de markt gebaat,<sup>55</sup> maar binnen de bestaande structuur van het in het Bob neergelegde biedingsproces is een aparte regeling omtrent het begin van het proces van een niet vriendelijk bod nu eenmaal vereist. Verandering zou een aanzienlijke stelselwijziging vergen, onder meer omdat dan de exclusieve rol van de doelvennootschap bij het initiëren van de regeling van art. 2a Bob moet worden herzien, omdat niet alleen zij moet kunnen bepalen of het biedingsproces begint.

### 3.3 Medezeggenschap in de aanloop naar het bod

In de praktijk is niet steeds duidelijk op welk moment in de onderhandelingen het bestuur van de doelvennootschap haar OR om advies moet vragen.<sup>56</sup> Bij de totstandkoming van de huidige biedingsregels is in ieder geval verduidelijkt dat bij voorwaardelijke overeenstemming het advies van de OR en werknemersverenigingen (art. 25 WOR en art. 4 lid 6 Fusiegedragsregels) nog van wezenlijke invloed is op het bod en de modaliteiten daarvan.<sup>57</sup> Daarmee verschuift het medezeggenschapsrechtelijke "Angriffsmoment" sterk naar achteren.<sup>58</sup> In de marge hiervan is discussie ontstaan of de overwegingen van de minister kunnen worden getransponeerd naar voorwaardelijke besluitvorming bij andere transactievormen.<sup>59</sup>

Wij wijzen in dit verband voorts op het - oorspronkelijk voor het najaar van 2014 voorziene - voorstel tot herziening van de SER-fusiegedragsregels.<sup>60</sup> Vanuit de literatuur is het voorstel gedaan om het inschakelmoment in de situatie van een openbaar bod te laten samenvallen met het doen van de eerste openbare mededeling uit hoofde van art. 5 Bob Wft en dat die consultatie in beginsel voor het aanvragen van goedkeuring van het biedingsbericht zou moeten zijn afgerond en dat de voorwaardelijke overeenstemming ruimte zou moeten laten voor wezenlijke consultatie over de sociaaleconomische gevolgen van de voorgenomen fusie.<sup>61</sup>

## 4. Het merger protocol

### 4.1 Fiduciary outs en deal protection

Bij vriendschappelijke biedingen sluiten doelvennootschap en bidder een merger protocol of vergelijkbare overeenkomst. Een van de belangrijkste onderdelen daarvan betreft de zogeheten "deal protection", zoals exclusiviteit en break fees, en in verband daarmee de "fiduciary out". Als tegenprestatie voor het commitment van de bidder om een bod te doen indien de daarvoor gestelde voorwaarden zijn vervuld, verplichten de doelvennootschap en haar bestuur en RvC zich tot exclusiviteit t.a.v. het bod. Op deze exclusiviteit bestaat in de regel een aantal uitzonderingen. Deze worden ook wel "fiduciary outs" genoemd, omdat zij gerelateerd zijn aan een behoorlijke taakuitoefening van bestuur en RvC van de doelvennootschap.<sup>62</sup> Bestuur en RvC hebben na afweging

<sup>53</sup> Vergelijk C.J.C. de Brauw, 'Concurrerende openbare biedingen', *Ondernemingsrecht* 2008, 20, par. 3.

<sup>54</sup> Zie nader G.N.H. Kemperink, 'Reactie bij M.H. Muller, Publicatieverplichtingen bij een eenzijdige voorbereiding van een mogelijk openbaar bod', *Ondernemingsrecht* 2014, 132, p. 669-673.

<sup>55</sup> M.H. Muller, 'Naschrift', *Ondernemingsrecht* 2014, 133, p. 673-674.

<sup>56</sup> Bij een vijandig bod heeft de OR van de target geen adviesrecht want dat wordt opgehangen aan de steunverlening van het bestuur van de target, zie onder andere G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, (diss. Rotterdam) Serie Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 92, Deventer: Kluwer 2013, p. 268 e.v.

<sup>57</sup> *Kamerstukken II*, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 6-7.

<sup>58</sup> Kritisch daarover Kemperink 2013, p. 271-272, die het weinig waarschijnlijk acht dat bestuur en RvC van de doelvennootschap hun definitieve standpunt over het bod dan nog wezenlijk zullen laten beïnvloeden door het advies; de vrees voor gezichtsverlies zal hier - zo vermoeden wij met hem - aan in de weg staan. Kemperink wijdt overigens voorts interessante beschouwingen aan het recht van beroep van art. 26 WOR in een openbaar bod-context, zie p. 272 e.v.

<sup>59</sup> Ontkennend: P.A.M. Witteveen, 'Fusiegedragsregels, vakbonden en wezenlijke invloed', *Ondernemingsrecht* 2014, 127, p. 641-647. Bevestigend (aldus in die richting): E.J. Henrichs en L.S. Oostwouder, 'Voorwaardelijke besluitvorming en de norm van wezenlijke invloed van art. 25 lid 2 WOR', *Arbeidsrecht* 2014, 3, p. 8-12.

<sup>60</sup> [www.ser.nl/actueel/persberichten/2010-2019/2014/20140210-ser-fusiegedragsregels-2000.aspx](http://www.ser.nl/actueel/persberichten/2010-2019/2014/20140210-ser-fusiegedragsregels-2000.aspx).

<sup>61</sup> Witteveen 2014, p. 646.

<sup>62</sup> Zie uitgebreid over Fiduciary outs en de vereiste uitzonderingen daarop, C.J.C. de Brauw, 'Nadere verkenning van Fiduciary out bij een openbaar bod', in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels koers: liber amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol*, Serie Onderneming en Recht, deel 79, Deventer: Kluwer 2013, p. 125-147.



van de relevante informatie en weging van de alternatieven besloten dat het bod te verkiezen is boven de stand alone-strategie en in het belang van de doelvennootschap was. Op basis daarvan is de vennootschap aan het bod gebonden. Er is sprake van "pre-commitment strategies" die de vennootschap blijven binden ook al blijkt later dat de stand alone-strategie toch beter is of er een beter alternatief ontstaat.<sup>63</sup> In de meeste gevallen bestaat alleen een uitzondering bij een superieur concurrerend bod.

Van de verplichtingen die de *doelvennootschap* aangaat, moeten worden onderscheiden de verplichtingen die rusten op bestuur en RvC. Dit betreft de verplichting het bod aan te bevelen en te steunen, ook in de toekomst. Zoals al eerder uiteengezet, valt te bezien of in de praktijk de "fiduciary out" voor het bestuur en de RvC ten aanzien van deze verplichting in de praktijk steeds ruim genoeg is. De verplichting van bestuurders en commissarissen is problematischer dan de gebondenheid van de vennootschap aan de overeenkomst. Zij kan immers uitoefening van de persoonlijke bestuurs- dan wel toezichtstaak frustreren, indien die noopt tot het innemen van een ander standpunt dan contractueel is toegestaan. De taak van bestuurders en commissarissen moet immers ook in de toekomst worden uitgeoefend en in de regel op basis van de op het moment van uitoefening beschikbare informatie en omstandigheden. Het is aannemelijk dat bestuurders en commissarissen zich in geval van een openbaar bod in beginsel tot een dergelijke toekomstige taakvervulling kunnen verplichten.<sup>64</sup> Daarbij moet grote zorgvuldigheid worden betracht. Er moet bovendien rekening mee worden gehouden dat bestuur en RvC gehouden kunnen zijn om ook in de toekomst een actueel standpunt in te nemen, ongeacht de binding aan het merger protocol. Op grond van bijvoorbeeld art. 5:25i Wft, art. 18 Bob en meer op algemeen vennootschapsrecht geënte regels kan een plicht bestaan om een betekenisvol, actueel, accuraat en eerlijk standpunt over het bod en eventuele alternatieven te openbaren.<sup>65</sup> In de praktijk zal de meest relevante nieuwe omstandigheid die zich kan voordoen een superieur bod zijn, waarvoor in de regel een voorziening zal zijn opgenomen in het merger protocol (zie eerder). Echter, niet valt uit te sluiten dat ook andere omstandigheden relevant kunnen zijn na ondertekening van het merger protocol. Zo kan bij een ruilbod de waarde van het bod substantieel verminderen. Niet ongebruikelijk is dat bij biedingen met een ruilcomponent op maat gemaakte regelingen worden opgenomen over de omgang met een waardedaling. Bij het bod van Randstad op Vedior, mochten bestuur en RvC van Vedior hun aanbeveling intrekken niet alleen bij een superieur bod, maar bijvoorbeeld ook indien de ruilcomponent van het bod van Randstad zou dalen waardoor het bod onaantrekkelijk zou worden. In dat geval zou de helft van de normale break fee verschuldigd zijn.<sup>66</sup> Van recenter datum is de escape die het bestuur en de RvC van Ziggo voor hun aanbevelingsplicht hebben opgenomen bij materiële nieuwe gebeurtenissen na het bod waarmee het bestuur en de RvC geen rekening hoefden te houden ten tijde van het aangaan van het merger protocol. Daarbij is een aantal specifieke relevante situaties afgewogen en geïdentificeerd. Zo is een daling van de op Liberty Global-aandelen gebaseerde ruilcomponent geen reden voor wijziging van de aanbevelingsplicht, tenzij de waardedaling een bepaalde grens overschrijdt.<sup>67</sup> Ook in het bod van Klépierre op Corio, is naast de typische uitzondering van een superieur bod, een aantal andere specifieke gebeurtenissen geïdentificeerd.<sup>68</sup>

In de Amerikaanse praktijk is inmiddels het leerstuk van de "intervening events" opgekomen over gebeurtenissen die zich voordoen na ondertekening van het merger protocol. Behalve regelingen ten aanzien van een superieur bod, gaat het ook om andere situaties, die, afhankelijk van de precieze contractuele regeling, het bestuur de mogelijkheid geven aan de aandeelhouders een actueel standpunt te openbaren dat mogelijk afwijkt van de eerdere steun aan het bod. Een standpuntverandering geeft overigens in de regel de doelvennootschap niet het recht de overeenkomst te beëindigen. Normaliter zal de bieder de overeenkomst wel kunnen beëindigen, al dan niet tegen betaling van een - gematigde - break fee. Standaardvoorbeeld van een intervening event is dat de doelvennootschap "finds gold in its backyard": er doet zich een ontwikkeling voor die de waarde van de doelvennootschap significant verhoogt en die bij de onderhandelingen nog niet zijn verdisconteerd. Vaak zullen andere

<sup>63</sup> Zie De Brauw 2013, par 4.1 en B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, par 121.13.

<sup>64</sup> Zie De Brauw 2013, par 4.2 en Assink 2013, par. 51.1

<sup>65</sup> De Brauw 2013, par. 4.3 en T. Stevens 2008, p. 202.

<sup>66</sup> Het verdient ook aanbeveling om de gevolgen van het wijzigingen van de aanbeveling in de overeenkomst te regelen. Zie over nakomingsperikelen en op maat gemaakte regelingen De Brauw 2013, par 5.1 en 5.2.

<sup>67</sup> Zie art 3.3 merger protocol van 27 januari 2014, te vinden op [www.sic.golf.nl](http://www.sic.golf.nl).

<sup>68</sup> Zie persbericht Corio van 29 juli 2014 onder "Transaction structure".

omstandigheden dan een superieur bod die de aanbevelingsplicht doorkruisen een hoog theoretisch gehalte hebben. Toch kan een oliemaatschappij een onverwacht grote bron aanboren, een biotech-onderneming kan een grote doorbraak realiseren. De werkelijkheid is mogelijk nog vindingrijker. Principeel bezien vanuit het perspectief van de doelvennootschap kan juiste taakvervulling de mogelijkheid van actuele voorlichting aan aandeelhouders, ongeacht eerder (pre)commitments, met zich brengen. Het is te verwachten dat ook in Nederland vaker gelet zal worden of een regeling moet worden opgenomen over "intervening events" die mogelijk andere gevallen betreffen dan alleen een superieur concurrerend bod. Een dergelijke ruime(re) fiduciary out zal overigens niet in ieder geval gepast zijn. De gewenste maar ook de te verkrijgen ruimte hangt uiteraard af van de omstandigheden van het geval, zoals het belang van de vennootschap bij het bod, de duur van de biedingstermijn en de onderhandelingspositie.

Bij het aangaan van het merger protocol moeten bestuur en RvC ook beoordelen of de gevolgen van het totaal aan afspraken inzake deal protection proportioneel en aanvaardbaar is. Daarbij gaat het niet alleen de geoorlooftheid van de verschillende onderdelen van de deal protection, zoals de omschrijving van een superieur bod en de hoogte van break fees (zie eerder), maar vooral ook om het effect van het totale pakket van deze regelingen.<sup>69</sup> In de praktijk kan zich vooral bij biedingen die zich in belangrijke mate afspelen binnen de rechtssfeer van de Verenigde Staten een spanningsveld voordoen tussen enerzijds het Nederlands vennootschapsrechtelijk perspectief en anderzijds de verwachtingen van de betrokkenen uit de Verenigde Staten, die mede op een andere "market practice" en juridisch kader zijn gebaseerd. Een in het oog springend verschil is bijvoorbeeld de omvang van de break fees. Waar een break fee in de Verenigde Staten gemiddeld ongeveer 4% van de *equity value* van het bod is, wordt in Nederland in de praktijk wel de vuistregel gehanteerd dat een break fee rond 1% aanvaardbaar is.<sup>70</sup> Deze spanning tussen de verschillende perspectieven is zichtbaar bij het eerder genoemde bod van Biomarin op Prosensa. Daarin is een break fee afgesproken van 23,8 miljoen dollar, ongeveer 2,8-3,5% van de equity value (afhankelijk van de vraag of de contingent value rights die de bieder afhankelijk van toekomstige prestatie moet betalen worden gehaald).<sup>71</sup> Daarnaast heeft Biomarin een converteerbare lening verstrekt aan Prosensa. Daarmee kan Biomarin nieuwe aandelen verkrijgen tegen de koers voorafgaand aan de openbaarmaking van het bod, dus aanzienlijk lager dan de biedprijs.<sup>72</sup> Het lijkt erop dat een (succesvolle) concurrerende bieder in totaal ongeveer een waardeverlies van 6,2% boven de biedprijs van Biomarin zou moeten aanvaarden, alleen al indien hij dezelfde biedprijs als Biomarin zou betalen. Prosensa zou door de break fee immers minder waard worden en hij zou de nieuwe aandelen van Biomarin moeten kopen tegen een premie ten opzichte van de koers voorafgaand aan het bod. Daarnaast zou hij natuurlijk een hogere prijs dan Biomarin moeten bieden om de biedingsstrijd te winnen.<sup>73</sup> Een dergelijke omvang van de break fee en een dergelijke lening, in ieder geval de structuur daarvan, zijn in de Nederlandse praktijk - zacht gezegd - ongebruikelijk.<sup>74</sup> Hiervan zal een afschrikwekkend effect voor mogelijke concurrerende biedingen

<sup>69</sup> Vergelijk De Brauw 2008, p. 66-72, met verwijzing ook naar de uitspraak van de Delaware Court in de *Caremark* beslissing, Louisiana Municipal Police Employees Retirement System v. Crawford, C.A. Nos 2635- & 2663-N, 2007 WL 1017602, at \*4n10 (Del. Ch. Feb. 23, 2007), waarin de Court of Chancery oordeelde dat er geen in de praktijk aanvaarde niveaus voor break fees (en overige deal protection) bestaan en wees op het belang van afweging van "the preclusive and coercive powers of all deal protection included in the transaction, taken as a whole".

<sup>70</sup> Zie onder meer H.P.M.N. Honée, 'Spugen in andermans pap', *Ondernemingsrecht* 2000, 17, p. 473-474; H.J. de Kluiver 2001, p. 8; W. Ofner, 'Break-up fees en openbare biedingen', *V&O* 2003/5, p. 78-81; en W. de Nijs Bik, 'Break fees', *Ondernemingsrecht* 2006, 88, p. 293.

<sup>71</sup> In Nederland wordt wel ook onderkend dat de vuistregel van 1% van de equity value in kleinere transacties niet een percentage hogere fee belet indien dat wordt gerechtvaardigd door hogere, werkelijke gemaakte kosten van de bieder. De omvang van de kosten van Biomarin zijn niet bekend.

<sup>72</sup> De koers van aandelen Prosensa was voorafgaand aan de openbaarmaking van het bod rond 11 dollar. Op grond van de converteerbare lening heeft Biomarin recht op ongeveer 4,4 miljoen aandelen, tegen een lening van 50 miljoen dollar, afgerond 11,40 dollar per aandeel. Dit is aanzienlijk lager dan de biedprijs van 17,75 dollar per aandeel. Biomarin realiseert bij een eventuele verkoop aan de concurrerende bieder tegen de biedprijs een winst van minimaal 6,35 dollar per aandeel.

<sup>73</sup> De *break fee* bedraagt immers 23,8 miljoen dollar, terwijl de converteerbare lening na omzetting in aandelen een waarde vertegenwoordigt van minimaal 78,1 miljoen dollar. Bij omzetting beschikt Biomarin immers over afgerond een additionele 4,4 miljoen aandelen, die voor minimaal 17,75 dollar per aandeel voor het bod aangemeld dienen te worden. Dit betekent een totale last van 101,9 miljoen dollar voor de concurrerende bieder die aan Biomarin ten goede komt. Daarvan heeft Prosensa het - overigens mogelijk in de groepsfinanciering van de concurrerende bieder niet nuttige - bedrag van 40,355 miljoen euro ontvangen, omgerekend op de dag na het aangaan van de lening gelijk aan afgerond 50 miljoen dollar. Zonder dit bedrag betreft dit 51,9 miljoen dollar, wat neerkomt op ongeveer 6,2% van de totale waarde van het bod van 840 miljoen dollar.

<sup>74</sup> Zie over de mogelijke gevolgen van te vergaande deal protection bijvoorbeeld De Brauw 2013, par. 5 en ten aanzien van break fees: T. Stevens 2008, par. 5.6.

uitgaan. Dit klemmt te meer daar de voordelen van een mogelijk concurrerend bod uitsluitend aan de eerste bieder Biomarin ten goede komen; tenzij het concurrerende bod zo hoog is dat het de nadelen van het *break fee*-arrangement voor bestaande aandeelhouders volledig wegneemt. In de Nederlandse praktijk is een drempel voor een superieur bod van 5-10% gebruikelijk als onderdeel van de deal protection. Indien op basis van die drempel de concurrerende bieder een superieur bod uitbrengt, komt die hogere prijs uiteindelijk ten goede aan alle aandeelhouders; de eerste bieder heeft in dat scenario alleen recht op de break fee. Uiteraard dient iedere casus in de relevante context te worden beoordeeld om te zien of een en ander aanvaardbaar is. Een mogelijke rechtvaardiging voor het buitenproportionele arrangement voor Biomarin is dat uit de biedingsdocumentatie blijkt dat de RvC van Prosensa het van groot belang achtte dat de vennootschap over voldoende financiële middelen zou beschikken om lopende goedkeuringstrajecten voor het medicijn Drisapersen te kunnen voltooien indien het bod na aankondiging niet zou worden doorgezet, dat bestuur en RvC van Prosensa hebben vastgesteld dat de converteerbare lening in deze behoefte zou voorzien en dat men zich bewust was van het verwaterende effect van een mogelijke conversie en de impact die dit zou hebben op de mogelijkheid voor een derde om een superieur concurrerend bod uit te brengen.<sup>75</sup> Indien bij een superieur bod Prosensa de overeenkomst zou beëindigen en de break fee zou hebben betaald, zou Biomarin overigens wel verplicht zijn om met haar omgezette aandelen voor het superieure bod te stemmen en deze aandelen aan te bieden in het concurrerend bod. Door een dergelijke *drag along* is een nog verdergaande belemmering voor concurrerende biedingen voorkomen.<sup>76</sup>

#### 4.2 Non-financial covenants

Volgens het Nederlandse stakeholder-model dienen bestuur en RvC zich bij hun taakuitoefening te richten naar de belangen van de vennootschap, de daaraan verbonden ondernemingen, aandeelhouders, de werknemers en overige stakeholders. In Nederland kennen we niet een regel, zoals de Amerikaanse *Revlon-rule*, op grond waarvan het bestuur van de doelvennootschap zich in een overnamesituatie (vrijwel) uitsluitend hoeft te focussen op het maximaliseren van de verkoopopbrengst voor haar aandeelhouders.<sup>77</sup> Als uitvloeisel van het stakeholder-model zullen bestuur en RvC van een Nederlandse doelvennootschap een bod niet alleen beoordelen aan de hand van biedpremies en waarderingen, maar zich ook rekenschap geven van de gevolgen die het bod voor overige stakeholders zal hebben en de belangen van die stakeholders moeten meewegen bij het besluit over het al dan niet steunen van het bod. Op grond van art. 18 lid 2 jo bijlage G Bob Wft zal het bestuur van de doelvennootschap in zijn standpuntbepaling in ieder geval moeten ingaan op de gevolgen die de uitvoering van het bod zal hebben op de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de doelvennootschap. De doelvennootschap zal van de bieder verlangen dat deze in het merger protocol afspraken, commitments en intenties (zgn. *non-financial covenants*) opneemt over de behandeling van die stakeholders tijdens het biedproces en gedurende een zekere periode na het bod.

Traditioneel worden de non-financial covenants opgedeeld per categorie stakeholders, zoals de onderneming, haar werknemers en de minderheidsaandeelhouders na het bod, eventueel aangevuld met commitments ten aanzien van per vennootschap specifieke stakeholders, zoals klanten, toeleveranciers, organisaties die een belangrijke relatie hebben met de doelvennootschap (zoals door de doelvennootschap gesponsorde sportclubs of patiëntenorganisaties) en de lokale samenleving waar de doelvennootschap gevestigd is.<sup>78</sup> Gebruikelijke onderwerpen zijn, in willekeurige volgorde, behoud van vestigingsplaatsen van de doelvennootschap, behoud van *corporate identity*, logo en *branding* van de doelvennootschap, geen gedwongen ontslagen als gevolg van de integratie volgend op het bod of als er wel overlap van functies wordt verwacht, het hanteren van een "best person for the job"-selectie,

<sup>75</sup> Zie p. 17-25 van de *solicitation/recommendation statement* (Schedule 14d-9) van Prosensa d.d. 12 december 2014, te raadplegen via <http://www.sec.gov>. Er is niet bekend gemaakt in hoeverre Prosensa heeft geprobeerd de lening uitsluitend als fall back te gebruiken voor het geval het bod van Biomarin niet zou doorgaan, dus zonder conversie bij een superieur bod van een concurrerende bieder.

<sup>76</sup> Vergelijkbare *drag along*-regelingen zijn overeengekomen tussen Johnson & Johnson en Crucell toen J&J als onderdeel van de strategische samenwerking in 2009 een 18%-belang in Crucell verkreeg. Ook Post NL heeft bepaalde *drag along*-verplichtingen afgesproken met TNT in de relationship agreement tussen beide partijen, zie [www.tnt.nl](http://www.tnt.nl).

<sup>77</sup> Vgl. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, r.o. 4.6 (ABN AMRO). Zie nrs. 3.14 - 3.18 van de conclusie van A-G Timmerman bij voornoemde beschikking voor meer details over de *Revlon-rule*.

<sup>78</sup> Het merger protocol tussen Liberty Global en Ziggo bevatte bijvoorbeeld onder meer afspraken over het waarborgen van de integriteit, veiligheid en continuïteit van Ziggo's telecommunicatienetwerk in Nederland (zie p 16-17 position statement Ziggo, d.d. 27 juni 2014).

behoud van verworven rechten van de werknemers, voortzetting van pensioenregelingen, handhaven van de medezeggenschapsstructuur en onthouding door de bidder van het nemen van besluiten die de belangen van de minderheidsaandeelhouders onevenredig zullen schaden. Afhankelijk van de verhouding tussen doelvennootschap en bidder, het verloop van de onderhandelingen en de ruimte die de bidder heeft om zich vast te leggen, zullen de non-financial covenants meer of minder vrijblijvend geformuleerd zijn.<sup>79</sup> Niet zelden zijn non-financial covenants in de Nederlandse praktijk dubbelzinnig geformuleerd, waarmee intenties of verwachtingen worden "vermomd" als toezeggingen of afspraken.<sup>80</sup>

Niet alleen de inhoud van de non-financial covenants zijn onderwerp van onderhandelingen; ook de duur en de wijze waarop toegezien wordt op de naleving van de afspraken zijn van belang. Zo kan de duur van de verplichtingen variëren per onderwerp. De non-financial covenants ten aanzien van de minderheidsaandeelhouders zullen vaak eindigen ofwel wanneer een uitkoopprocedure of andere herstructurering is gestart dan wel voltooid, ofwel op het moment dat de bidder over 100% van de aandelen van de doelvennootschap beschikt. De geldigheidstermijn van de overige commitments zal grotendeels afhankelijk zijn van de plannen die de bidder heeft met de doelvennootschap,<sup>81</sup> en ligt in de praktijk rond de drie à vier jaar na voltooiing van het bod, met in sommige gevallen een langere geldingsduur voor bepaalde covenants zoals bijvoorbeeld bij het bod van Mexichem op Wavin (2012).<sup>82</sup> Het toezicht op de naleving van de non-financial covenants wordt meestal opgedragen aan één of meerdere van de bidder onafhankelijke commissarissen die worden benoemd bij de doelvennootschap zodra het bod is voltooid, al dan niet versterkt met een derdenbeding ten gunste van die onafhankelijke commissarissen om de bidder tot nakoming van diens contractuele verplichtingen in het merger protocol te kunnen aanspreken. Een alternatief is een derdenbeding ten gunste van de RvC van een structuurvennootschap in de groep van de doelvennootschap.<sup>83</sup> Voor wat betreft de non-financial covenants die specifiek zien op werknemer-gerelateerde onderwerpen kan een dergelijk derdenbeding opgenomen worden ten gunste van de ondernemingsraad van de doelvennootschap<sup>84</sup> of een werknemersstichting.

De bidder zal in vrijwel alle gevallen de mogelijkheid hebben om af te wijken van de non-financial covenants indien dat in het belang is van de bidder, van de doelvennootschap of van de nieuwe geïntegreerde groep als geheel. Het is market practice dat de onafhankelijke commissarissen een vetorecht hebben bij voorgenomen afwijkingen van non-financial covenants die zijn aangegaan ten gunste van minderheidsaandeelhouders of werknemers; het onderhandelingsresultaat tussen bidder en doelvennootschap kan zijn dat ook afwijking van andere, zo niet alle, non-financial covenants instemming van de onafhankelijke commissarissen vereist.

Men realiseer zich overigens dat, ondanks de sterke link tussen de *fiduciary duties* van het bestuur en de RvC van een Nederlandse doelvennootschap en de praktijk van de non-financial covenants, de laatste geen exclusief Nederlands concept zijn. In - onder meer<sup>85</sup> - het Verenigd Koninkrijk wordt een bidder door de Takeover Code verplicht zijn intenties uiteen te zetten in het biedingsbericht ten aanzien van de toekomstige onderneming van de doelvennootschap, de werkgelegenheid, pensioenaanspraken, reorganisatie van activa en behoud van een handelsplatform voor de handel in

<sup>79</sup> Verregaande en 'harde' non-financial covenants zijn bijvoorbeeld afgesproken tussen Wavin en Mexichem (2012). Boskalis nam meer vrijblijvende non-financial covenants op zich bij het bod op Dockwise (2013). Soms zijn bepaalde covenants wel onderdeel van de afgesproken nalevingsmethodiek, en andere - dus goed beschouwd meer vrijblijvende - covenants niet.

<sup>80</sup> Men treft in merger protocols wel eens formuleringen aan als "the offeror shall aim to..."; "the offeror expects that the company shall maintain..."; "the offeror fully intends to honour..." of "the offeror recognises the importance of". De waarde van dergelijke 'covenants' lijkt beperkt voor de stakeholders van de doelvennootschap. In de praktijk kunnen dergelijke bepalingen onderwerp van discussie zijn (en later procedures): denk aan Air France-KLM (dividendbeleid), Versatel (bij Reverse Merger exit minderheid in de vorm van een putoptie) en HBG (toezegging voorlegging besluit aan aandeelhouders).

<sup>81</sup> Wil de bidder bijvoorbeeld op korte termijn integreren, dan zal deze zich niet committeren om de strategie van de doelvennootschap ten minste 3 jaar te steunen en geen vestigingen te sluiten; hetgeen anders kan zijn voor een bidder die de doelvennootschap als zelfstandige onderneming wil laten voortbestaan in de groep van de bidder. Zo kwamen Advent en UNIT4 overeen dat de non-financial covenants in ieder geval eindigen zodra UNIT4 opnieuw naar de beurs is gebracht.

<sup>82</sup> Mexichem heeft zich voor onbepaalde tijd gecommitteerd de op het moment van het bod bij Wavin bestaande werknemersparticipatiestructuur (OR en vakbonden) te handhaven en dat gedurende 10 jaar voor afwijkingen van het afgesproken dividendbeleid goedkeuring van de RvC, inclusief de goedkeuring van beide onafhankelijke commissarissen, nodig is.

<sup>83</sup> Vgl. p. 13 van de position statement van DE Master Blenders 1753 d.d.19 juni 2013, waar voor een afwijking van bepaalde non-financial covenants een goedkeurende stem van de RvC van een groepsvennootschap met een structuurregime vereist is.

<sup>84</sup> Zie bijvoorbeeld p. 10 van het position statement van Wavin, d.d. 9 maart 2012.

<sup>85</sup> Als gevolg van de Overnamerichtlijn (art. 6 lid 3) is dit onderwerp geharmoniseerd binnen de EU.

effecten van de doelvennootschap.<sup>86</sup> Op 12 januari 2015 is een wijziging van de Takeover Code in werking getreden, waarmee is beoogd duidelijkheid te scheppen over niet-bindende *post-offer intention statements* en *post-offer undertakings* van de bieder, die wel juridisch bindend en afdwingbaar zijn.<sup>87</sup> Aanleiding voor de wijziging was de (eerste) poging van Pfizer in mei 2014 om Astra Zeneca in te lijven waarbij Pfizer een relatief groot aantal vrijwillige toezeggingen deed, die een uitzonderlijk lange periode besloegen (5 jaar).<sup>88</sup> Nadat Astra Zeneca in eerste instantie Pfizer's avances had afgewezen, moest Pfizer op grond van Britse put up or shut up-regel een afkoelingsperiode ondergaan, welke 26 november 2014 eindigde.<sup>89</sup>

#### 4.3 Irrevocables

Bij doelvennootschappen met een geconcentreerde aandeelhoudersbasis is het in de praktijk gebruikelijk dat voorafgaand aan de onderhandelingen met de doelvennootschap bij de grootaandeelhouders gepolst wordt of zij bereid zijn bij een bod hun aandelen aan te melden aan de bieder. Voor de (mogelijke) bieder - en andere stakeholders<sup>90</sup> - is het immers van belang om te weten of een voorgenomen openbaar bod een kans van slagen heeft. Indien een grootaandeelhouder bereid is zijn aandelen aan te melden, is gebruikelijk dat deze toezegging in de vorm van een schriftelijke *irrevocable* of *irrevocable undertaking* wordt vastgelegd.

##### *Irrevocables in de praktijk*

Uit de recente praktijk volgt voor wat betreft verschijningsvormen van irrevocables eenheid in verscheidenheid. Afgaand op het biedingsbericht, waarin melding moet worden gemaakt van irrevocables (Bijlage A, § 2 onder 7 Bob), variëren toezeggingspercentages in gevallen waarin irrevocables werden aangegaan van 6,55% (UNIT4) tot 64,8% (LBi); in iets meer dan de helft van de gevallen lag dit percentage boven de 50%. In ongeveer een kwart van de openbare biedingen zegden de bestuurders van de doelvennootschap toe hun aandelen onherroepelijk aan te melden onder het bod. Ook andere stukken dan aandelen kunnen voorwerp zijn van irrevocables in het kader van een bod. Bij DE Master Blenders stelde JAB als voorwaarde de beëindiging van een bepaalde obligatie; het bestuur van DE Master Blenders heeft vervolgens van de houders van deze stukken irrevocables gevraagd en ontvangen.<sup>91</sup>

##### *Biedplicht*

Per 1 juli 2012 bestaat voor irrevocables een specifieke vrijstelling van de biedplicht (art. 2 lid 1 sub d Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft).<sup>92</sup> Vanuit de praktijk was daar om gevraagd omdat irrevocables met stemovereenkomst mogelijk onder de verplicht bod-regels zouden kunnen worden aangemerkt als 'acting in concert', waardoor de vrijwillige bieder die een groot aantal toezeggingen heeft verworven mogelijk al biedplichtig zou worden voordat hij zijn vrijwillig bod gestand doet.<sup>93</sup> De vrijstelling is primair opgenomen ten behoeve van de rechtszekerheid.<sup>94</sup>

Op een aantal onderdelen behoeft de formulering van de vrijstelling aanpassing. Hoewel de praktijk daarmee wel uit de voeten lijkt te kunnen, moet het vereiste van onherroepelijkheid worden geschrapt.<sup>95</sup> Voorts moet de eis dat de overeenkomst onvoorwaardelijk is aldus begrepen worden dat

<sup>86</sup> Zie Rule 24.2 van de Takeover Code, te raadplegen via <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>. Deze informatieverplichting gaat verder dan de Overnamerichtlijn eist. Vgl. de Nederlandse regeling in Bob Wft, bijlage A, § 1 sub 7.

<sup>87</sup> Zie Statement 2014/10 van het Takeover Panel, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/statements/panel-statements/ps2014>.

<sup>88</sup> Zie voor meer achtergrond ook B. van der Klip, 'UK Takeover Panel consultatie: intenties en toezeggingen bij een openbaar bod', *Ondernemingsrecht* 2015/25.

<sup>89</sup> Zie Pfizer walks away from controversial Astra offer, *Financial Times (USA)* 31 mei 2014. Ondanks speculaties in de media over een hernieuwde poging, lijkt dat onaannemelijk, te meer nu de toezegging om het hoofdkantoor te verplaatsen van de VS naar het VK Pfizer is komen te staan op de verdenking van *tax inversion*, zie uitgebreid Pfizer's Astra pursuit suffers setback, *Financial Times* 14 oktober 2014.

<sup>90</sup> Zie ook NvT, Stb. 2012, 197, p. 9.

<sup>91</sup> Zie het biedingsbericht van 19 juni 2013.

<sup>92</sup> Irrevocables zijn bovendien vrijgesteld van het tipverbod van art. 5:57 Wft door middel van art. 2 sub d Besluit marktmisbruik Wft, zie nader J.A.C. van Veersen, 'Irrevocables', *O&F* 2014, p. 62 e.v.

<sup>93</sup> NvT, Stb. 2012, 197, p. 5-6. Zie voorts R.H. Hooghoudt, To bid or not to bid: in: Koersen rondom Christel (Nauta-bundel), Deventer: Kluwer 2011, p. 105-117; J.H.L. Beckers, *Eendracht maakt macht - Acting in concert in het kader van het verplicht bod op effecten*, *Ars Aequi Cahiers* 2009, p. 25 e.v. en Stevens 2008, p. 191-193.

<sup>94</sup> C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:81 Wft, aant. 6.4.1.

<sup>95</sup> *Idem* in het kader van de vrijstelling van het tipverbod, zie Van Veersen 2014, p. 63 e.v.

de overeenkomst onvoorwaardelijk van kracht en bindend is. Deze beperkte uitleg past bij de praktijk waarin aan de uitvoering van de overeenkomst vaak gangbare voorwaarden zijn verbonden, zoals met name de beëindigingsmogelijkheid bij een superieur bod. Daarnaast lijkt ons te streng de voorwaarde dat de overeenkomst uiterlijk eindigt bij gestanddoening. Immers, niet is uit te sluiten dat een contractspartij na die datum nog rechtsmiddelen zou kunnen inzetten ten aanzien van een voor gestanddoening veroorzaakte - kort gezegd - wanprestatie, bijvoorbeeld indien de aandeelhouder verzuimd heeft zijn aandelen aan te melden. Nakoming en andere rechtsmiddelen moeten in dat soort gevallen vanzelfsprekend ook na gestanddoening nog kunnen worden aangewend, zonder zorgen over een eventuele biedplicht.

De vrijstelling kan volgens de toelichting ook worden gebruikt bij overnames of verkoop van een bedrijfsonderdeel. Het is daarbij niet van belang of de overname wordt vorm gegeven als een aandelenruil, activa-passiva-transactie (die op grond van art. 2:107a BW aandeelhoudersgoedkeuring vereist) of een juridische fusie.<sup>96</sup> Deze verduidelijking valt toe te juichen, maar het is niet steeds duidelijk hoe de op een openbaar bod-scenario toegesneden voorwaarden voor de vrijstelling in die andere gevallen moeten worden toegepast.<sup>97</sup>

## 5. Bescherming

### *Bescherming tegen rauwelijks bod op KPN gerechtvaardigd?*

KPN werd in 2012 het doelwit van de avances van het AM van Carlos Slim; op 8 mei 2012 bracht AM een vijandig partieel bod uit en had daarmee een primeur in Nederland. Uiteindelijk verwierf AM een belang van 27,7% in KPN, waarbij vooral bijzonder was de wijze waarop: AM had gedurende de aanmeldingstermijn een dusdanig groot belang opgebouwd via de beurs dat zij uiteindelijk - gelet op de 30%-grens van art. 21 lid 1 Bob - slechts een zeer beperkt deel van de onder het bod aangemelde stukken kon accepteren. Op 9 augustus 2013 kondigde AM een volledig openbaar bod aan op de resterende aandelen KPN, maar dat werd in de wielen gereden door de Stichting Continuïteit KPN, die op 30 augustus 2013 gebruik maakte van de aan haar toegekende optie op het nemen van preferente aandelen B KPN als gevolg waarvan zij nagenoeg 50% van het aantal uitstaande en stemgerechtigde aandelen verwierf. Het tweede bod van AM is nooit formeel uitgebracht<sup>98</sup>; de prefs zijn - niet zonder slag of stoot overigens<sup>99</sup> - ingetrokken op 21 maart 2014.<sup>100</sup>

Grote vraag is of de Stichting op 30 augustus 2013 gerechtvaardigd de calloptie uitoefende.<sup>101</sup> Zij zag zich daartoe genoodzaakt om de belangen van KPN en de met haar verbonden stakeholders en de Nederlandse samenleving als geheel veilig te stellen.<sup>102</sup> De Stichting was bovendien van mening dat AM willens en wetens koos voor een "vijandelijke benadering" door niet eerst te pogen met KPN overeenstemming te bereiken over een fusieprotocol (hetgeen volgens haar best practice in Nederland is) en zonder overleg met KPN een biedingsbericht te formuleren en bij de AFM ter goedkeuring in te dienen. Daardoor was bij diverse stakeholders onzekerheid ontstaan over hun positie. De Stichting wilde AM zo snel mogelijk in onderhandeling laten treden met het bestuur van KPN en met de Nederlandse overheid.

Op basis van de publiek bekende feiten lijkt het er naar onze mening op dat het inroepen van de bescherming door de Stichting op 30 augustus 2013 vroegtijdig was, mede gelet op de Nederlandse biedingsregels en praktijk, het feit dat de dreiging van AM nog niet voldoende acuut was en de

<sup>96</sup> NvT, Stb. 2012, 197, p. 10.

<sup>97</sup> Redelijke uitleg brengt mee dat stemafspraken niet verder mogen gaan dan een verplichting voor de aandeelhouder om te stemmen op een wijze die consistent is met de toezegging om de specifieke transactie te laten doorgaan, hetgeen in zal houden dat de aandeelhouder zich verplicht voor een dergelijke transactie te stemmen. Het is vooral van belang dat de afspraak expliciet beperkt is tot, en voorwaardelijk is aan, die specifieke transactie.

<sup>98</sup> Zie het persbericht van 16 oktober 2013 van AM op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

<sup>99</sup> Op de BAVA van 10 januari 2014 is discussie ontstaan over "herleving" van de calloptie na intrekking. Zie over deze kwestie ook R.A.F. Timmermans, 'De beëindiging van het uitstaan van preferente beschermingsaandelen', *Ondernemingsrecht* 2014, 136, p. 679-686.

<sup>100</sup> Zie het persbericht van die datum op [www.kpn.nl](http://www.kpn.nl).

<sup>101</sup> Wij laten in het midden of de Stichting wellicht eerder, toen AM het onvriendelijke partiële bod uit bracht, in actie had moeten komen, zie in die richting G.N.H. Kemperink, 'Van geluk gesproken, over KPN, het bod van AM en de rol van de RvC', *Ondernemingsrecht* 2014, 67, par. 5.2.4. Deze discussie kan overigens niet los worden gezien van de in meer algemene zin geuite kritiek op de wijze waarop AM gebruik maakte van deze mogelijkheid, zie onder meer Corten 2012, p. 522-525 en M.W. Josephus Jitta, 'Een paar 'existentiële' vragen bij de biedingsregels', *Ondernemingsrecht* 2013, 14, p. 78-79.

<sup>102</sup> Persbericht d.d. 30 augustus 2013.

opstelling van AM en van KPN. In de eerste plaats bestaat er geen verplichting tot het aangaan van een merger protocol, zoals gesuggereerd door de Stichting.<sup>103</sup> Sinds de afschaffing per 27 oktober 2007 van het verbod op het rauwelijks bod, is een openbaar bod zonder de instemming van het bestuur van de doelvennootschap immers geoorloofd; dat volgt ook ondubbelzinnig uit art. 5 lid 2 Bob Wft, waarin wordt geregeld wanneer een niet vriendschappelijk bod als aangekondigd geldt. Er bestaat op grond van het vennootschapsrecht ook geen verbod op het uitbrengen van een niet vriendschappelijk bod.

Van AM mocht wel worden verwacht dat het bereid was tot redelijk overleg en transparantie over haar intenties. Dit volgt onder meer uit de RNA-uitspraak van de Hoge Raad<sup>104</sup> en OK-jurisprudentie inzake Gucci, Breevast en RNA aangaande de verplichting tot overleg tussen grootaandeelhouder/bieder en doelvennootschap die voortvloeit uit art. 2:8 BW. Deze verplichting wordt hier nader ingekleurd door het feit dat i) er al regelmatig en intensief door AM werd gesproken met het bestuur en de RvC van KPN en met het bestuur van de Stichting<sup>105</sup> en ii) AM en KPN in het verleden al een overeenkomst hadden gesloten, de *relationship agreement* van 20 juli 2013 waarin onder meer werd geregeld dat AM twee commissarissen mocht voordragen. Hoewel de *relationship agreement* was beëindigd, kleurde de vroegere contractuele relatie genoemde verplichting verder in, onder meer omdat dus niet kon worden gezegd dat er nooit zaken konden worden gedaan met de Mexicanen. Uiteraard bestaat er geen plicht tot eeuwig doorpraten; het oordeel van de OK dat RNA onvoldoende overleg had gevoerd ging in cassatie onderuit wegens onbegrijpelijkheid gelet op de omstandigheid dat RNA en Westfield al enkele weken gesprekken voerden en omdat de OK niet heeft vastgesteld dat het mislukken van dit overleg een gevolg is van de onwelwillende opstelling van RNA en dat RNA in dat stadium tot een afwijzing van de plannen van Westfield onvoldoende grond had. Kijkend naar het KPN-dossier dan krijgen wij niet de indruk dat van een van deze omstandigheden sprake was<sup>106</sup> en dat de gesprekken derhalve op een dood spoor waren beland grotendeels als gevolg van het handelen van AM. Dat lijkt ook te minder voor de hand te liggen gelet op het feit dat er ook nog geen formeel standpunt van KPN was.

Ook het door de stichting genoemde argument van onzekerheid voor stakeholders met betrekking tot hun positie kan niet overtuigen. Gelet op de RNA-norm moeten beschermingsmaatregelen een adequate en proportionele reactie op een reële bedreiging<sup>107</sup> vormen.<sup>108</sup> Daarvoor moeten die stakeholders-belangen daadwerkelijk en voorzienbaar in gevaar zijn. In casu was dat nog niet duidelijk. Ook zou mogelijk een duidelijk(er) dreigend signaal van de stichting over mogelijk ingrijpen als AM zich niet anders zou opstellen, hebben kunnen volstaan. Eventuele onduidelijkheid over de strategische intenties van de bieder of over het ontstaan van overeenstemming in de onderhandelingen, zou uiteindelijk moeten worden verhelderd in het finale biedingsbericht.

Voor de vroegtijdige actie van de stichting pleit de effectiviteit van het ingrijpen. AM werd immers voor een voldongen feit geplaatst en de dynamiek van het proces kon doorslaggevend worden veranderd. Vast staat immers dat de (onderhandelings)positie van KPN aanzienlijk is versterkt, te meer daar AM zoals eerder gesignaleerd in tijdnood kwam op grond van de biedingsregels na goedkeuring van het biedingsbericht door de AFM. Dat deze uitkomst in brede kring gewenst was, ten dele als gevolg van de opstelling van AM zelf (zie hierna), heeft er mogelijk aan bijgedragen dat de hiervoor besproken legitimitetsvraag niet in rechte aan de orde is gekomen. Deze gang van zaken lijkt overigens voort te vloeien uit de nieuwe lijn sinds de ASMI-beschikking van de Hoge Raad, waaruit volgt dat uitoefening van de calloptie door een onafhankelijke beschermingsstichting niet in enquête kan worden getoetst.<sup>109</sup> Dit geeft de stichting *de facto* meer ruimte om te kiezen voor een meer of minder (pro)actieve invulling van haar beschermingsopdracht.

Overigens is voorstelbaar dat deze casus anders zou zijn verlopen als AM eerder bereid was geweest concessies te doen en voor de publieke opinie haar toenadering duidelijker over het voetlicht had weten te brengen. Afgaand op het biedingsbericht, heeft AM immers daadwerkelijk onderhandeld,

<sup>103</sup> *Idem* Kemperink 2014, par. 5.2.3.

<sup>104</sup> Volgens Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 635c volgt uit het RNA-arrest van de Hoge Raad (HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286; *JOR* 2003/110) dat het treffen van beschermingsmaatregelen in dat geval geoorloofd is.

<sup>105</sup> Afgaande op het (tweede) biedingsbericht d.d. 16 oktober 2013, par. 8.1 ("*Interaction between AMX and KPN*").

<sup>106</sup> *Idem* Kemperink 2014, par. 5.2.4.

<sup>107</sup> Zie voor een kleine catalogus van bedreigingen M.J.G.C. Raaijmakers, *Cryo-Save: dreigende vijandige overname van een onbeschermde beurs-NV*, *Ars Aequi* 2014, p. 199-200.

<sup>108</sup> HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286; *JOR* 2003/110, r.o. 3.7.

<sup>109</sup> HR 7 september 2010, *NJ* 2010/544 (ASMI), r.o. 4.7.

concessies gedaan op het gebied van governance (met verschillende scenario's van invloed afhankelijk van haar belang) en veel zogeheten non-financial covenants aangeboden ten behoeve van werknemers, crediteuren en de Staat (vgl. eerder § 4.2). Dit zou mogelijk geholpen hebben, omdat toen de Stichting de calloptie uitoefende, het beeld bestond dat AM eenzijdig en vrij vijandig zou doorstoten. Dat paste natuurlijk ook in het beeld van wat eerder met het partieel bod was gebeurd. Het is nu eenmaal zo dat bij vijandige of unsolicited biedingen in de Nederlandse praktijk één van de belangrijkste aandachtspunten van de bieder moet zijn om van meet af aan, bekend te maken dat de belangen van de stakeholders adequaat behartigd zullen worden en de bieder een zorgvuldig proces zal voeren. Het inhuren van een PR-adviseur is dan ook een van de eerste stappen bij de voorbereiding van een vijandige of agressieve toenadering. De AM/KPN-affaire onderstreept wel dat de kans van slagen voor een bod in de praktijk bij een vriendelijke benadering veel groter is, in Nederland houden we nu eenmaal van constructief polderend overleg in goede sfeer.

Geconstateerd moet ten slotte worden dat in een overnamesituatie nog geen gebruik is gemaakt van de sinds 1 januari 2013 bestaande mogelijkheid voor de vennootschap zelf om een enquêteverzoek in te dienen bij de OK (art. 2:346 lid 1 sub d BW). Wel was er de Cryo-Save-affaire waarin de OK zich gesteld zag voor de vraag of het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering door Cryo-Save's nieuwe grootaandeelhouder<sup>110</sup> gedurende de door het bestuur ingeroepen responstijd uit de Corporate Governance Code (Best Practice Bepalingen II.1.9 en IV.4.4)<sup>111</sup> reden voor een onderzoek was en of de verzochte onmiddellijke voorzieningen (verdaging van de vergadering dan wel een stemverbod) konden worden toegewezen.<sup>112</sup> De vergadering was uitgeschreven met onder meer het doel de zittende CEO te vervangen. De OK hield vast aan de responstijd - aldus voorbijgaand aan het wettelijke agenderingsrecht van de grootaandeelhouder - en overwoog daartoe in essentie dat de responstijd kan worden doorbroken of doorkruist indien daarvoor voldoende zwaarwichtige redenen zijn, maar dat daarvan in casu niet is gebleken.

### *Bescherming in de "publieke" sfeer*

Na een paar jaren van relatieve rust is bescherming weer een issue<sup>113</sup>, zeker waar het gaat om naar de beurs te brengen ondernemingen in publieke handen, zoals genationaliseerde financiële ondernemingen, of bedrijven in strategische sectoren, zoals telecommunicatie- en energie-infrastructuur. Uit onderzoek van het Ministerie van Economische Zaken blijkt dat ten behoeve van de effectieve borging van publieke belangen, in het bijzonder de nationale veiligheid, aanvullende voorzieningen nodig zijn bij een overname van een telecommunicatiebedrijf als KPN.<sup>114,115</sup> Conclusie is dat in algemene zin publieke belangen zijn gedekt door bestaande wet- en regelgeving. Om een aantal specifieke veiligheidsrisico's te beperken, is behoefte aan een aanvullend instrument waarmee het verkrijgen van overwegende zeggenschap getoetst wordt aan de nationale veiligheid. In een wetsvoorstel dat voorzien is voor begin 2015 zal een verklaring van geen bezwaar worden geëist voor verwerving van overwegende zeggenschap in daartoe aangewezen rechtspersonen.

Recent is ook de discussie opgeblaasd over de mate van bescherming van eerder genationaliseerde financiële ondernemingen die zich voorbereiden op een beursgang. Op dit moment is dat het meest aan de orde bij de voorgenomen privatisering van ABN Amro. Terwijl in de juridische literatuur

<sup>110</sup> Zij deed dat op grond van de statutaire bevoegdheid daartoe, waarbij de op grond van art. 2:110 BW vereiste toestemming van de rechter is weggeschreven (art. 18.2 slot); dat blijkt wat verdekt uit de beschikking (r.o. 3.9). Dit is van belang om deze uitspraak in de juiste context te plaatsen. Mogelijk komt een verzoek gebaseerd op art. 2:110 BW meer gewicht toe.

<sup>111</sup> Volgens de OK mocht Cryo-Save hier de responstijd in roepen gelet op het criterium van Best Practice Bepaling IV.4.4, zie r.o. 3.7-3.9 en 3.16 met interessante overwegingen over de strategische intenties van de uitdager en de gevolgen van de voorgenomen besluiten voor de strategie van Cryo-Save. Vgl. M.J.G.C. Raaijmakers 2014, p. 200, die deze kwestie naar onze smaak iets eenvoudiger voorstelt dan zij in deze zaak was en in zijn algemeenheid is.

<sup>112</sup> OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 m.nt. Josephus Jitta; *Ondernemingsrecht* 2013,117 met commentaar van R. Abma.

<sup>113</sup> Zie ook het eerste nalevingsrapport van de nieuwe Monitoring Commissie Corporate Governance van 29 januari 2015 (over boekjaar 2013; [www.corpgov.nl](http://www.corpgov.nl)), waar het voornemen wordt geuit "het onderwerp beschermingsmaatregelen onder de loep te nemen". Gelet op de daar genoemde aanleiding, gebrekkige toepassing door lokale fondsen van best practice bepaling IV.3.11, lijkt de scope beperkt tot rapportage omtrent bescherming.

<sup>114</sup> Zie de in juni 2014 aan de Tweede Kamer gestuurde notitie "Verwerven van overwegende zeggenschap in een telecommunicatiebedrijf dat beschikt over vitale telecommunicatie-infrastructuur", *Kamerstukken II*, 2012/13, 24 095, nr. 356.

<sup>115</sup> Eerder al had de interdepartementale Werkgroep Economische Veiligheid zich al gebogen over de ruimere vraag in hoeverre buitenlandse investeringen gevolgen kunnen hebben voor de nationale veiligheid. Het rapport uit april 2014 is als bijlage gevoegd bij *Kamerstukken II*, 2012/13, 30 821, nr. 8.



gepolemiseerd wordt over de vraag welke bescherming het meest geëigend zou zijn<sup>116</sup>, zijn de Staat (dat wil zeggen, het NLF), en het bestuur van ABN Amro het oneens over de vraag wanneer bescherming door een beschermingsstichting precies geactiveerd zou moeten worden.<sup>117</sup>

## 6. Het aangekondigde en uitgebrachte bod; toezicht

De AFM heeft tot op heden geen standpunten of interpretaties op haar website gepubliceerd over het in 2012 gewijzigde Bob. Interpretaties van de AFM zouden nuttig kunnen zijn, bijvoorbeeld ten aanzien van nieuwe regelingen als de put up or shut up-regel (zie eerder § 3.2). Wel maakte de AFM op 26 februari 2014 een interpretatie openbaar over de vrijstelling van het verbod op verwerving van effecten na gestanddoening van het bod tegen een hogere prijs dan de biedprijs (art. 5:79 Wft), indien de effecten worden verworven in regelmatig beursverkeer (art. 56b Vrijstellingsregeling Wft).<sup>118,119</sup> De AFM bevestigt in haar interpretatie dat de vrijstelling alleen van toepassing is op transacties die geheel op een effectenbeurs tot stand gekomen zijn, zonder inmenging vooraf door of namens de betrokken partijen. Omzeiling van het in art. 5:79 Wft neergelegde verbod is niet mogelijk, aldus de AFM, door een vooraf overeengekomen transactie ter afwikkeling over de beurs te leiden. Voor rechtsbescherming van aandeelhouders is de HES Beheer-uitspraak relevant. Een aandeelhouder van de doelvennootschap die meent dat een door de AFM goedgekeurd biedingsbericht niet aan de inhoudsvereisten van art. 8 lid 1 Bob voldoet, kan als belanghebbende (art. 1:2 Awb) opkomen tegen het goedkeuringsbesluit van AFM door rechtstreeks beroep bij het CBb in te stellen.<sup>120</sup> Een dergelijke procedure werd in verband met het bod van Hestya Energy op HES Beheer ingesteld door een kleine minderheidsaandeelhouder.<sup>121</sup> Het CBb oordeelde dat de door de minderheidsaandeelhouder gestelde ontbrekende financiële informatie, voor zover beschikbaar ten tijde van het goedkeuringsbesluit, in voldoende mate was opgenomen in het biedingsbericht en wees het beroep af. Deze kwestie roept wel de vraag op wat, gelet op alle bij een openbaar bod betrokken belanghebbenden, de beste oplossing zou zijn geweest als het CBb meende dat het biedingsbericht inderdaad onvoldoende informatie bevatte. Het bieden van een 'herstelmogelijkheid' door middel van een aanvullende disclosure door de bieder lijkt de meest pragmatische oplossing; indien dat niet mogelijk blijkt zal vernietiging van het goedkeuringsbesluit het einde van het bod kunnen betekenen.<sup>122</sup>

## 7. Het verplicht bod

### Vrijstellingen

Bij gelegenheid van de wijziging van de biedingsregels is ook de verplicht bod-regeling op een aantal punten aangepast. Er zijn drie nieuwe vrijstellingen bijgekomen en van een tweetal vrijstellingen zijn de voorwaarden gewijzigd.<sup>123</sup>

De eerste nieuwe vrijstelling betreft een vrijstelling voor banken - en anderen die in de uitoefening van beroep of bedrijf effecten afnemen bij een emissie - die als gevolg van *underwriting* bij een aandelenemissie overwegende zeggenschap verkrijgen (art. 2 lid 1 sub c jo lid 3 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft). Mogelijk gaat deze vrijstelling een rol spelen in de Imtech-saga, waar de begeleidende banken na de slechts ten dele geslaagde claimemissie van oktober 2014 bijna de helft

<sup>116</sup> Een greep: J.M. de Jongh, 'Privatisering, bescherming en algemeen belang', *WPNR* 2015(7048), p. 118-124; D.F.M.M. Zaman, G.M. Portier & J. Nijland, 'Governance en bescherming van banken', *O&F* 2014, 3, p. 57 e.v.; B.T.M. Steins Bisschop, 'Lessen uit het geprivatiseerde KPN voor het te privatiseren ABN Amro', *NJB* 2014, 1724, p. 2288-2296 en W. Oostwouder en H. Schenk, 'Modaliteiten van een duurzaam en efficiënt model voor de 'governance' van ABN AMRO', *NJB* 2014, 198.

<sup>117</sup> Zie "Onenigheid ABN Amro en Staat over beursgang", Het Financieel Dagblad 14 december 2014 en "ABN Amro krijgt van Financiën niet de bescherming die het wil", Het Financieel Dagblad 19 februari 2015.

<sup>118</sup> <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/interpretaties-openbare-biedingen>

<sup>119</sup> Zie verder P.H.C. van Leeuwen, 'Regelmatig beursverkeer' bij openbaar bod verduidelijkt', in: *V&O* 2014, 5, p. 100-102 en B. van der Klip, 'AFM interpretatie over "regelmatig beursverkeer" bij een openbaar bod', in: *Ondernemingsrecht* 2014, 70, p. 344-345.

<sup>120</sup> Dat is mogelijk op grond van art. 7:1 lid 1 onder c en art. 8:6 lid 1 Awb, in samenhang met Bijlage 1 (Regeling rechtstreeks beroep) en art. 4, Hoofdstuk 2, van Bijlage 2 (Bevoegdheidsregeling) Awb.

<sup>121</sup> CBb 12 september 2014, ECLI:NL:CBB:2014:348 (Hestya Energy/H.E.S. Beheer).

<sup>122</sup> Zie voor een uitgebreidere beschouwing M.F. Noome in zijn noot bij voornoemde uitspraak van het CBb, *V&O* 2014, 11, p.165-169.

<sup>123</sup> Zie hierover ook Roelvink 2012, p. 358-371 en B.R. van der Klip, 'Wijziging Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft', *Ondernemingsrecht* 2012, 23, p. 124-127.

van alle aandelen Imtech bezitten; als zij in onderling overleg handelen,<sup>124</sup> dan zouden zij in beginsel biedplichtig zijn.<sup>125</sup> De tweede nieuwe vrijstelling ziet op *irrevocables* (art. 2 lid 1 sub d Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft) en kwam hiervoor al aan de orde (§ 4.3). De derde nieuwe vrijstelling betreft toetreding tot een samenwerkingsverband dat reeds bestond op 28 oktober 2007 (art. 2 lid 5 Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft). Daarvoor geldt een drietal voorwaarden, die niet steeds even duidelijk zijn. De praktijk worstelt met name met de vraag of een vetorecht van een toetreders ertoe leidt dat de tweede voorwaarde (toetreders mogen niet eenzijdig het stembeleid kunnen bepalen) wordt geschonden.<sup>126</sup> Een ander knelpunt in de advisering is of deze vrijstelling ook breder - naar analogie - toepasbaar is in andere situaties waarin sprake is van een change of control binnen een om andere redenen vrijgesteld samenwerkingsverband, zoals bestaande overwegende zeggenschap bij een beursnotering door een groep samenwerkende aandeelhouders.<sup>127, 128</sup>

Van twee bestaande vrijstellingen zijn de voorwaarden gewijzigd. Aan de vrijstelling voor verkrijging van overwegende zeggenschap na een vrijwillig openbaar bod is de voorwaarde verbonden dat als gevolg van<sup>129</sup> gestanddoening meer dan 50% van de stemrechten kan worden uitgeoefend (art. 5:71 lid 1 sub b Wft).<sup>130,131</sup> Naar aanleiding van de KPN-casus, waarin AM ervoor koos om haar openbare bod (het tweede bod) tegen een lage prijs uit te brengen teneinde mogelijk net meer dan 50% van de stemrechten in KPN te verwerven (in plaats van de volledige zeggenschap), is ervoor gepleit om als extra voorwaarde op te nemen dat het vrijwillige bod moet zijn uitgebracht tegen ten minste tegen een billijke prijs, zoals bedoeld in art. 5:80a Wft.<sup>132</sup> De Minister van Financiën wil daar echter niet van weten en houdt vast aan de eerdere geuite bezwaren tegen deze extra voorwaarde.<sup>133</sup> De tweede gewijzigde vrijstelling betreft de zogenaamde whitewash van art. 2 lid 1 sub a Vrijstellingsbesluit, waar de goedkeuringsdrempel werd verlaagd van 95% naar 90%. Waar in de literatuur was gepleit voor verdergaande verlaging<sup>134</sup>, blijkt in de praktijk geregeld van deze vrijstelling gebruik te worden gemaakt, met name bij wat kleinere fondsen.<sup>135</sup>

#### *Acting in concert en het toezicht op de biedplicht*

Vanuit ESMA, de Europese toezichthouder op de financiële markt, is meer duidelijkheid gekomen over de uitleg van de acting in concert-regels. In november 2013 publiceerde zij een *white list* met daarin gevallen die in beginsel niet als acting in concert hebben te gelden. De onderwerpen van de white list betreffen onder meer overleg tussen aandeelhouders, uitoefening van aandeelhoudersrechten en stemafspraken ten aanzien van - kort samengevat - het functioneren van de governance en bescherming van (financiële) aandeelhoudersrechten.<sup>136</sup> Nationale toezichthouders moeten volgens de

<sup>124</sup> Uit de AFM-meldingen van 27 oktober 2014 blijkt daar niet van, hoewel dat niet zoveel zegt aangezien de meldingsregels en het verplicht bod andere criteria hanteren voor het aannemen van *acting in concert*, zie J.H.L. Beckers, 'Gewijzigd acting in concertbeleid AFM (art. 5:45 lid 5 Wft)', *Ondernemingsrecht* 2010, 19, p. 110-114.

<sup>125</sup> Op zichzelf zou een beroep kunnen worden gedaan op de mogelijkheid van art. 5:72 lid 3 Wft de OK om ontheffing te vragen van de biedplicht wegens de financiële toestand van Imtech, maar die is juist substantieel verbeterd als gevolg van de claimmissie. Het lijkt ons echter fair om hierbij uit te gaan van een toetsing *ex tunc*.

<sup>126</sup> Zie ook C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:81 Wft, aant. 6.6.2.2; Roelvink 2012, p. 369-370 en Van der Klip 2012, p. 127.

<sup>127</sup> Vgl. art. 5:71 lid 1 sub i Wft. Een beroep op deze vrijstelling is onder meer gedaan bij de IPO's van Cnova NV (januari 2015), Euronext NV (juni 2014) en FI CBM Holdings NV (september 2013).

<sup>128</sup> Van der Klip 2012, p. 127.

<sup>129</sup> Redelijke interpretatie van dit criterium is dat ook de reeds voorafgaand of anderszins buiten het bod om verkregen stemrechten meetellen, zie ook C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:71 Wft, aant. 6.2.2.

<sup>130</sup> Ingevoegd bij de Wijzigingswet Financiële Markten 2013, Stb. 2012, 67 (datum inwerkingtreding was 1 januari 2013, Stb. 2012, 693).

<sup>131</sup> De voorwaarde moet niet aldus worden gelezen dat het gestanddoeningspercentage 50%+1 zou moeten zijn. In die zin Eumedion's consultatiereactie op de Wijzigingswet Financiële Markten 2015, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

<sup>132</sup> Zie de in de vorige voetnoot genoemde reactie van Eumedion. Zoals Eumedion terecht opmerkt heeft de Europese Commissie dit op de radar (Rapport van 28 juni naar de toepassing van Richtlijn 2004/25/EC (COM(2012) 347)). Uit genoemd rapport valt op te maken dat de Commissie bedenkingen heeft bij de vele vrijstellingen (in totaal 35! *and counting*...) binnen de EU op de biedplicht. Zij is voornemens nader onderzoek te doen daarnaar, maar of en, zo ja, wanneer dat onderzoek gaat plaatsvinden is op dit moment nog onduidelijk.

<sup>133</sup> *Kamerstukken II*, 2013/14, 33 918, nr. 3, p. 46-47 (met verwijzingen). Zie ook C.J.C. de Brauw, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 5:71 Wft, aant. 6.2.2.

<sup>134</sup> Zie onder meer Van der Klip 2012, p. 124.

<sup>135</sup> In dit verband kunnen worden genoemd de overname van Equipe door Inverko (eind 2013); de overname van New Sources Energy door Nieuw Hollands Groen (*idem*), de reverse listing van Snowworld via Fornix Biosciences (*idem*) en de change of control bij EGO Lifestyle/1NOMIJ (eind 2011 (medio 2012 definitief besloten)).

<sup>136</sup> Zie uitgebreid C.J.C. de Brauw, 'Tijd voor herziening Nederlands toezichtstelsel op de biedplicht, met AFM als benaderbare, actieve hoofdrolspeler', *Ondernemingsrecht* 2014, 67, p. 182-192.

"comply or explain"-procedure bij ESMA aangeven of zij de white list zouden toepassen binnen hun toezichtpraktijk. In de praktijk zal van de white list vermoedelijk een nagenoeg bindende werking uitgaan aangezien deze is afgestemd met de nationale toezichthouders. In Nederland werkt dit anders uit omdat bij ons niet is gekozen voor de AFM als toezichthouder, maar voor de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam. Goed *mogelijk* is dat zij zich zal richten naar de white List, maar als onafhankelijke rechterlijke instantie is zij daartoe in ieder geval niet gehouden. De onzekerheid die hieruit voortvloeit, vormt een van de redenen om het systeem van toezicht op de biedplicht te herzien. Daartoe is al van verschillende kanten gepleit, onder meer door het IMF en de AFM, maar vooralsnog tevergeefs. Onlangs is vanuit de Tweede Kamer gevraagd om een en ander nog eens te beschouwen. Hoopgevend is dat de Minister in antwoord daarop een evaluatie heeft toegezegd.<sup>137</sup> Wij - en met ons velen - zien uit naar de uitkomst daarvan.

#### *Meer transparantie*

Per 1 januari 2013 moet verwerving van overwegende zeggenschap direct openbaar worden gemaakt (art. 5:72a lid 1 Wft, slot)<sup>138</sup>, naast de bestaande verplichting tot aankondiging van een bod na afloop van de gratieperiode (art. 5:70 lid 1 Wft, slot) en naast de reeds bestaande meldingsplichten, zoals die uit hoofdstuk 5.3 Wft. Het eveneens nieuwe art. 5:72a lid 2 Wft schrijft bovendien openbaarmaking voor bij verlies van overwegende zeggenschap in een aantal specifieke gevallen, waaronder afbouw van het zeggenschapsbelang binnen de gratieperiode. Volgens de toelichting ligt het in de rede om indien reeds duidelijk is dat een vrijstelling van toepassing is of al dan niet binnen de gratieperiode zal worden afgebouwd, dat bij de lid 1-openbaarmaking mee te nemen.<sup>139</sup>

De nieuwe openbaarmakingsplicht kan tot ongerijmde situaties leiden indien in een getrapte structuur formeel gezien overwegende zeggenschap wordt verworven, maar in materieel opzicht alles bij het oude blijft. Dat is bijvoorbeeld aan de orde indien binnen een vrijgestelde groep een nieuwe dochter wordt opgericht die aldus toetreedt tot het "concert", maar vrijgesteld is van de biedplicht op grond van de toetredingsvrijstelling van art. 2 lid 5 Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft. Hoewel de wettekst ook in dit geval een openbare mededeling voorschrijft, is gelet op de ratio van deze bepaling bepleitbaar dat een uitzondering zou moeten worden aangenomen; specifiek voor het hiervoor genoemde geval kan aansluiting worden gezocht bij art. 5:45 lid 3 Wft, dat bepaalt dat alleen de controlerende entiteit meldingsplichtig is onder hoofdstuk 5.3 Wft. Aldus wordt een *overkill* aan niet-nuttige en mogelijk misleidende en verwarrende informatie voorkomen.

## **8. Opkomst van de pre-wired asset sale**

Vanaf het bod van Johnson & Johnson op Crucell in 2010 worden zogeheten *pre-wired*-herstructureringen na een openbaar bod toegepast. Dat wil zoveel zeggen als dat ten tijde van het sluiten van het merger protocol, de bieder en de doelvennootschap een *pre-wired*, vooraf overeengekomen en uitgewerkte herstructurering, afwijkend van de uitkooproute hebben vastgelegd. Hiermee wordt in de praktijk het aanmeldingspercentage verlaagd van 95% naar - vaak - 80% teneinde de dealzekerheid te verhogen.<sup>140</sup> Het belang van zowel de bieder als de doelvennootschap bij een grotere dealzekerheid is evident. De *pre-wired* structuur overbrugt de in beginsel tegenstrijdige opvattingen van de bieder en doelvennootschap over wat het minimale aanmeldingspercentage zou moeten zijn en dient daarmee het gemeenschappelijke belang van de dealzekerheid.

Inmiddels is de *pre-wired* structuur een belangrijke innovatie in de biedingenpraktijk gebleken. Vanaf Johnson & Johnson/Crucell is zij in een of andere vorm, maar meestal als *pre-wired* asset sale, veelvuldig toegepast.<sup>141</sup> Naast de asset sale kunnen, afhankelijk van de omstandigheden, andere typen herstructureringen worden verkozen. Zo werd bij het bod op DE Masterblenders door Joh. A. Benckiser gekozen voor een driehoeksfusie waarbij DEMB fuseerde in een kleindochter van JAB, gevolgd door een verkoop van de aandelen in die kleindochter aan JAB; overigens lagen daaraan

<sup>137</sup> *Kamerstukken II*, 2014/15, 33 819, nr. 14, p. 25.

<sup>138</sup> Ingevoegd bij de Wijzigingswet Financiële Markten 2013, zie voetnoot 130.

<sup>139</sup> *Kamerstukken II*, 2011/12, 33 236, nr. 3, p. 20.

<sup>140</sup> Tot nog toe is in de meeste gevallen 80% gekozen terwijl bij Saab/HITT 75% is gekozen en bij Exact 85%.

<sup>141</sup> Na Johnson & Johnson/Crucell (2010) is deze structuur onder meer toegepast in Axcan/Eurand (2010), Saab/HITT (2012), Joh. A. Benckiser/DE Master Blenders 1753 (2013), Liberty Global/Ziggo (2014), Apax/Exact Holding (2014), Klépierre/Corio (2014) en Biomarin - Prosensa (2014).

kennelijk (ook) fiscale overwegingen ten grondslag.<sup>142</sup> Een andere innovatie was de *pre-wired cross-border merger* in het bod van Klépierre op Corio, waarbij Klépierre zich verbond het bod gestand te doen onder meer bij een aanmeldingspercentage van ten minste 95%, of ten minste 66,67% indien de BAVA van Corio een grensoverschrijdende fusie in Klépierre had goedgekeurd. Door die fusie verkregen de resterende minderheidsaandeelhouders van Corio (fracties van aandelen daargelaten) recht op aandelen Klépierre. Er is geen gebruik gemaakt van het uittreedrecht van art. 2:333h BW door aandeelhouders die tegen de fusie stemden.<sup>143</sup>

## 9. Beloning en openbaar bod

Per 1 januari 2014 geldt de zogenaamde afroom-regeling, die ertoe strekt te voorkomen dat bestuurders van de doelvennootschap profiteren van waardeinstijgingen als gevolg van een aangekondigd bod.<sup>144</sup> Achterliggende gedachte is dat een dergelijk profijt hun oordeelsvorming negatief zou kunnen beïnvloeden.<sup>145</sup> De kern van de regeling is dat de waardeinstijging van de aandelen in de vastgestelde periode in mindering moet worden gebracht op de bezoldiging van een bestuurder. Op transacties waarvoor art. 2:107a-goedkeuring nodig is, is deze regeling van overeenkomstige toepassing. Datzelfde geldt voor de juridische (grensoverschrijdende) fusie (art. 2:135 lid 7 BW).<sup>146</sup> Het is goed om voor ogen te houden dat de afroom-regeling in beginsel op 1 juli 2017 vervalt, tenzij evaluatie uitwijst dat deze bepaling moet blijven bestaan. In die evaluatie zal worden bezien of het beoogde doel, te weten het tegengaan van de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in geval van overnamesituaties, wordt bereikt. Beursvennootschappen krijgen ten minste twee jaar de tijd om ervaring op te doen met de nieuwe wet.<sup>147</sup>

Op deze bij amendement ingevoegde regeling is veel kritiek, zowel ten aanzien van haar werkbaarheid als met betrekking tot de eigendomsbescherming van art. 1, eerste protocol EVRM.<sup>148</sup> Wij sluiten ons daar graag bij aan. Bij deze regeling is bovendien uit het oog verloren dat niet ieder financieel belang leidt tot corruptie van besluitvorming. Zo oordeelde de OK dat de hoge vergoeding die bestuurders van ABN Amro als gevolg van de overname verkregen op basis van bestaande optierechten en aandelen geen belangenverstremming opleverde.<sup>149</sup> Zo die vrees wel gerechtvaardigd zou zijn, zijn er al ruimschoots governance-regels van kracht om dit te beteugelen.<sup>150</sup> Afgezien daarvan moet ten aanzien van bestuurdersbeloning al een verdergaande mate van transparantie worden betracht dan voorheen het geval was.<sup>151</sup> Ten slotte, door dit soort maatregelen moet ernstig worden gevreesd voor het Nederlandse vestigingsklimaat, te meer omdat wij hierdoor nog meer uit de pas gaan lopen qua beloningsbeleid met de ons omringende jurisdicties.<sup>152</sup> In de praktijk is duidelijk te merken dat dit een factor van belang is voor partijen die overwegen zich hier te lande te vestigen. Deze kwestie kan ook voor vennootschappen die een keuze maken voor de locatie van een beursnotering relevant zijn, en leiden tot een keuze voor NASDAQ, omdat de afroomregeling alleen geldt voor in de EU/EER

<sup>142</sup> Zie ook L. Scheepbouwer, 'Post-closing herstructurering: goede ideeën beginnen met goede koffie', in: *V&O* 2013, 12, p. 204-208, waarin de herstructurering in meer detail besproken wordt.

<sup>143</sup> Uit par. 6.12.6(a) van het biedingsbericht volgt dat Klépierre de fusie mag afblazen als aandeelhouders met in totaal meer dan 5% van het uitstaande kapitaal van Corio gebruik maken van het uittreedrecht.

<sup>144</sup> Deze bepaling komt voort uit de Wet van 11 december 2013, Stb. 563, tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers. Deze wet is op 1 januari 2014 in werking getreden (Stb. 2013, 589). Volgens art. III van deze wet vervalt art. 2:135 lid 7 BW in beginsel per 1 juli 2017 (zie hierna).

<sup>145</sup> Met deze regeling wordt beoogd de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders wegens een groot financieel belang in geval van overnames weg te nemen, zie *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3, p. 21. Vgl. ook *Kamerstukken II*, 2011/12, 32 512, nr. 9, p. 2.

<sup>146</sup> Zie voor een uitgebreide analyse J.B. Huizink, *Groene Serie Rechtspersonen*, art. 135, aant. 10.

<sup>147</sup> *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 3.

<sup>148</sup> Literatuur over de afroomregeling: C.D.J. Bulten, 'Het geven van beloningen en het nemen van een bonus', in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Kluwer 2014, p. 91-126; S. Schmeetz & I. van Kronenburg, 'Wat brengt de Afroomregeling voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen (in mindering)?', *Arbeidsrecht* 2014, 33, K.L. Tienstra en W.J. Oostwouder, 'Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen', *O&F* 2014-1, p. 44-61 en H. Koster, 'De nieuwe 'claw back' wetgeving in Boek 2 BW', *BB* 2014/60, p. 193-195 en E.C.H.J. Lokin en A.J.P. Schild, 'De bonus belast: enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvorderen van bonussen', *Ondernemingsrecht* 2012, 66, p. 349-357.

<sup>149</sup> OK 17 april 2008, *JOR* 2008/157 (ABN AMRO), r.o. 3.44.

<sup>150</sup> Zie uitgebreid Tienstra & Oostwouder 2014, p. 44-61.

<sup>151</sup> Zie nader M.W. Josephus Jitta en B.R. van der Klip, 'De rol van het bestuur en de RvC bij een openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Kluwer 2008, p. 329 e.v.

<sup>152</sup> Dat geldt in nog sterkere mate voor de Wet beloningsbeleid Financiële Ondernemingen, thans nog in de Eerste Kamer aanhangig ([www.eerstekamer.nl/wetsvoorstel/33964\\_wet\\_beloningsbeleid?zoekrol=vgh5mt4dsdk1](http://www.eerstekamer.nl/wetsvoorstel/33964_wet_beloningsbeleid?zoekrol=vgh5mt4dsdk1)).

genoteerde ondernemingen. In de hiervoor genoemde evaluatie kan hieraan niet voorbij worden gegaan worden.

De regeling is ingevoerd naar aanleiding van gepercipieerde excessen zoals die van "de man van 80 miljoen"<sup>153</sup>. Het valt nog te bezien of zij in de praktijk zeer effectief is, gelet op de mogelijkheden om onder toepassing uit te komen.<sup>154</sup> Zo heeft de regeling bijvoorbeeld alleen betrekking op aandelen en opties en niet op *cash settled* andere rechten waarvan de waarde afhankelijk is van de koersstijging van de aandelen, zoals *Stock Appreciation Rights (SAR's)* en *Phantom Stock*.<sup>155</sup> De regeling verzet zich ook niet tegen compensatie van deze inkomstenderving voor bestuurders van de doelvennootschap door de bieder.<sup>156</sup> Het is voorstelbaar dat bestuurders op andere wijze worden gecompenseerd voor de gevolgen van de afroomregeling. Bij Nutreco blijkt daar niet van uit het biedingsbericht; volgens een schatting van het FD lopen de bestuurders van Nutreco door de nieuwe regeling meer dan €2 miljoen mis.<sup>157</sup> Op de BAVA van 9 februari 2015 is een "transactiebonus" goedgekeurd, zij het met de kleinst mogelijke meerderheid.<sup>158</sup>

## 10. Slot

In de periode 2012-2014 hebben zich interessante biedingen voorgedaan. Naast een aantal aansprekende vrijwillige biedingen zagen we een partieel bod, verplichte biedingen en een aangekondigd bod dat niet is uitgebracht (mede) als gevolg van activering van een beschermingsmaatregel. Nu de fusie en overnamemarkt positief gestemd is<sup>159</sup>, er sprake is van meer beursgangen dan ten tijde van de financiële crisis en private equity ook weer bereid is openbare biedingen te doen (zoals we zagen bij Exact, Unit 4 en Mediq), is te verwachten dat de komende jaren weer een aantal tot de verbeelding sprekende overnameprocessen zal plaatsvinden. Het is interessant om te bezien of nieuwe regelingen als de put up or shut up in de komende tijd wel zullen worden toegepast en of de hiervoor besproken trends zullen blijven.

---

<sup>153</sup> Deze bijnaam heeft ex-Numico CEO Bennink overgehouden aan zijn premie naar aanleiding van de overname van Numico door Danone in 2007. Het geval-Bennink heeft behalve tot kamervragen waarbij de minister een en ander nog eens nagerekend heeft, tot grote maatschappelijke verontwaardiging geleid, die uiteindelijk is uitgemond in deze Wet van 11 december 2013.

<sup>154</sup> Lokin & Schild 2012, p. 349-357.

<sup>155</sup> Blog-post Abma van 9 augustus 2013 op [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

<sup>156</sup> Koster 2014, p. 193-195. Hiervan zal vermoedelijk melding moeten worden gemaakt in het biedingsbericht op grond van Bijlage A, § 2 sub 9.

<sup>157</sup> "Nieuwe wet kost bestuurders Nutreco geld", *Het Financieele Dagblad* 5 december 2014. Desondanks is er kritiek vanuit beleggershoek, zie 'De zoete verleiding bij overnames', 5 februari 2015, [www.vwb.net](http://www.vwb.net).

<sup>158</sup> Bij het ontwerpen van regelingen omtrent de afwikkeling van lopende beloningsprogramma's in het kader van een bod of fusie is verder van belang dat Eumedion per 1 januari 2015 in haar Aanbevelingen verantwoord beloningsbeleid heeft opgenomen dat beursfondsen hun nog uitstaande aandelen(optie)plannen in het geval van een overname of fusie hooguit op proportionele of pro rata basis moeten afwickelen, [www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/aanbevelingen/2014\\_uitgangspunten\\_verantwoord\\_beloningsbeleid.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/aanbevelingen/2014_uitgangspunten_verantwoord_beloningsbeleid.pdf). Deze aanscherping is een reactie op een aantal recente biedingen waarbij het is voorgekomen dat alle nog niet "geveste" aandelen en/of opties bij de gestanddoening van het bod in één keer onvoorwaardelijk werden toegekend aan bestuurders, waarbij in ieder ook lijkt te zijn bedoeld op de regeling rond het bod op DE Master Blenders 1753, zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2013', *Ondernemingsrecht* 2013, 13 en zijn blog-post van 9 augustus 2013 op [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

<sup>159</sup> "Fusie- en overnamemarkt leeft op", *Het Financieele Dagblad* 24 december 2014.