

Acting in concert-primeur in België

1. Inleiding

Op 28 april 2009 legde de Belgische beurstoezichthouder, de CBFA¹, een biedplicht op aan twee aandeelhouders van de Belgische vennootschap International Brachytherapy SA (IBt) wegens handelen in onderling overleg (“acting in concert”).² Grootaandeelhouder EZAG (29,8% van de stemrechten) verkreeg eind 2008 een calloptie op stemgerechtigde winstbewijzen (22% van de stemrechten). In plaats van de optie zelf uit te oefenen “parkeerde” EZAG deze bij een derde (SMI). Na de optie uitgeoefend te hebben verleende SMI een nieuwe call-optie aan EZAG. Het Hof van Beroep te Brussel sanctioneerde het oordeel van de CBFA op 19 januari 2010.³

Deze zaak is in verschillende opzichten bijzonder. In de eerste plaats omdat het zowel een Belgische als een Europese primeur betreft. Sinds de implementatie van de Overnamerichtlijn⁴ is niet eerder door een rechter een biedplicht “opgelegd”.⁵ In de tweede plaats is de zaak bijzonder omdat verplichte biedingen naar algemene verwachting een zeldzaamheid zullen blijven; voor verplichte biedingen wegens acting in concert geldt dit eens te meer. In de derde plaats betreft het een bijzonder feitencomplex dat aanleiding geeft tot uiteenlopende vragen. Waarop werd het onderling overleg precies gebaseerd? Zou naar Nederlands recht overeenkomstig geoordeeld moeten worden? Zou een Nederlandse minderheidsaandeelhouder, die voor wat betreft het toezicht immers goeddeels op zichzelf is aangewezen (zie par. 4.3), alle relevante feiten boven tafel hebben gekregen?

In deze bijdrage sta ik eerst kort stil bij de belangrijkste Belgische regels betreffende het verplicht bod (par. 2.2) met bijzondere aandacht voor de acting in concertregels (par. 2.3). Vervolgens komen het feitencomplex en het oordeel van het Hof (par. 3) aan de orde. Ten slotte ga ik in op de hiervoor genoemde vragen (par. 4). De modaliteiten van het inmiddels uitgebrachte en aanvaarde bod blijven buiten beschouwing.

2. Belgische verplicht bodregeling in vogelvlucht

2.1. Inleiding

Op 1 september 2007 trad de nieuwe Overnamewet⁶ in werking. Deze strekte mede tot implementatie van de Overnamerichtlijn. De meest opmerkelijke wijzigingen betroffen de verplicht bodregeling.⁷ Zo werd voor de hervorming van 2007 - onder het “De Benedetti-KB”⁸ - nog als bieddrempel het feitelijke criterium van de controle gehanteerd en ontstond bovendien slechts een biedplicht als er een controlepremie was betaald.⁹ Beide elementen zorgden in de praktijk voor toepassingsproblemen.¹⁰ In vergelijking met de Nederlandse verplicht bodrege-

¹ Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen.

² Zie voor het persbericht <www.cbfa.be/nl/press/html/2009-04-28_ibtavis.asp>.

³ De enkel in het Frans beschikbare uitspraak is te vinden op <www.ibt.be>.

⁴ Richtlijn 2004/25/EG, *PbEG* 2004 L 142/12.

⁵ Strikt genomen legt de toezichthouder en niet de rechter de biedplicht op.

⁶ Wet van 1 april op de openbare overnamebiedingen, *B.S.* 26 april 2007.

⁷ P. Vanden Borre, ‘Het nieuw regime van het verplicht bod’, in: *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Reeks Instituut Financieel Recht, nr. 9, Antwerpen: Intersentia 2008, p. 130.

⁸ Koninklijk Besluit van 8 november 1989, *B.S.* 11 november 1989, laatst gewijzigd bij KB van 21 april 1999, *B.S.* 19 juni 1999.

⁹ Art. 41 De Benedetti-KB.

¹⁰ Zie voor literatuurverwijzingen Vanden Borre, *o.c.*, p. 152, voetnoot 102 en M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod* (Serie vanwege het VHI, deel 80), Deventer: Kluwer 2004, p. 125.

ling is de Belgische regeling gedetailleerder en, mede daardoor, gecompliceerder van opzet. Dit blijkt al uit de uitgewerkte overgangsregeling voor zeggenschapsdeelnemingen die op het moment van inwerkingtreding van het nieuwe regime (1 september 2007) reeds bestonden (het zogenaamde *grandfathering*),¹¹ maar ook uit de in detail uitgewerkte acting in concertregels (waarover par. 2.3).

2.2. *Verplicht bod (algemeen)*

Art. 5 Overnamewet bepaalt:

“Wanneer een persoon, ten gevolge van een eigen verwerving of een verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen of personen die handelen voor rekening van deze personen, rechtstreeks of onrechtstreeks meer dan 30% van de effecten met stemrecht houdt in een vennootschap met statutaire zetel in België en waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht is toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een door de Koning aangeduide multilaterale handelsfaciliteit, dient hij, onder de Koning gestelde voorwaarden, een openbaar overnamebod uit te brengen op het geheel van de effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht uitgegeven door deze vennootschap en geeft hij hiervan kennis aan de CBFA.”

Naar Belgisch recht moet “verwerving” eng worden opgevat. Zo geldt het kunnen beschikken over stemrechten uit hoofde van een stemovereenkomst niet als verwerving in de zin van art. 5 Overnamewet (zie nader par. 2.3).^{12 13} Ook het Britse Takeover Panel verduidelijkte onlangs dat slechts een biedplicht krachtens acting in concert ontstaat als *na* het aangaan van samenwerking stemrechten worden verworven waardoor het gezamenlijk gehouden zeggenschapsbelang boven de 30% komt.¹⁴ In Nederland en enkele andere lidstaten, zoals Duitsland en Spanje¹⁵, ontstaat al een biedplicht door het enkele feit dat partijen gaan samenwerken. Dit laatste is ook conform tekst en strekking van de Overnamerichtlijn.¹⁶ Gelet op het feit dat in art. 5 wordt gesproken van “meer dan 30%” moet overigens worden aangenomen dat het enkele *bereiken* van de 30%-grens niet tot een biedplicht leidt.¹⁷ In Nederland, Duitsland, Verenigd Koninkrijk en Spanje ontstaat de verplichting om een bod uit te brengen reeds bij het bereiken van de 30%.¹⁸

In het Overnamebesluit¹⁹ wordt nog eens, maar nu specifiek voor de situatie van *rechtstreekse* verwerving door een individuele aandeelhouder, bepaald dat overschrijding van de 30%-grens tot een biedplicht leidt. Het Overnamebesluit bevat daarnaast regels voor de *onrechtstreekse*

¹¹ Art. 74 Overnamewet. Hierover uitgebreid J. Peeters, ‘Mogen aandeelhouders nog met elkaar overleggen...na de wet van 1 april op de openbare overnamebiedingen’, in: *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*, Antwerpen: Intersentia 2007, p. 85-88 en p. 107-114.

¹² In het Ibt-arrest nam het Hof aan dat “*la notion d’acquisition comporte toute opération entraînant un transfert de titres avec droit de vote*”, zie r.o. 62. Deze visie wordt in de literatuur breed onderschreven.

¹³ Curieus genoeg is dit volgens de CBFA wel het geval in de Belgische meldingsregeling, zie de Praktijkgids Transparantiewetgeving, p. 8 en 15 <www.cbfa.be>.

¹⁴ Takeover Panel Practice Statement no. 26 (2009), par. 1.3, 1.6 en 4.3.

¹⁵ Respectievelijk: OLG Frankfurt 25 juni 2004, ZIP 2004, 1309-1312 en art. 60 Ley del Mercado de Valores.

¹⁶ Zie mijn *Eendracht maakt macht*, Ars Aequi Libri 2009, p. 47-48.

¹⁷ Idem in Oostenrijk en Frankrijk.

¹⁸ In het overzicht van de bieddrempels uit het “Report on the implementation of the Takeover Directive” van de Europese Commissie van 21 februari 2007 (SEC 2007(268)) komt deze nuance niet naar voren.

¹⁹ Art. 50, § 1 van K.B. van 27 april 2007, B.S. 23 mei 2007.

controleverwerving.²⁰ Hiervan is sprake bij controleverwerving over een houdsteronderneming die op haar beurt weer een uitgevende instelling controleert.²¹ Soortgelijke toerekening van stemrechten in concernverband vindt in België plaats via de definitie van verbonden personen in de zin van art. 11 Wetboek van Vennootschappen.²²

2.3. Acting in concert

De biedplicht ontstaat niet alleen wanneer een individuele aandeelhouder de 30%-grens overschrijdt, maar ook wanneer dit in onderling overleg gebeurt. De ratio hiervan veronderstel ik bekend. Art. 3, § 1, 5° Overnamewet definieert in onderling overleg handelende personen als:

- a) *de natuurlijke personen of rechtspersonen die met de bieder, met de doelvennootschap of met andere personen samenwerken op grond van een uitdrukkelijk of stilzwijgend, mondeling of schriftelijk akkoord dat ertoe strekt de controle over de doelvennootschap te verkrijgen, het welslagen van een bod te dwarsbomen dan wel de controle over de doelvennootschap te handhaven;*
- b) *de natuurlijke personen of rechtspersonen die een akkoord hebben gesloten aangaande de onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, om een duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van de betrokken vennootschap te voeren;*²³

De Belgische verplicht bodregeling kent dus twee typen acting in concert: acting in concert op basis van een akkoord dat ertoe strekt de controle te behouden of te verkrijgen dan wel ertoe strekt een bod te dwarsbomen (par. 2.3.1) en acting in concert op basis van een akkoord strekkend tot een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid (par. 2.3.2). Anders dan het De Benedetti-KB²⁴, bevatten de huidige regels geen vermoedens van het bestaan van acting in concert. Beide typen acting in concert kunnen zich ook voordoen op het niveau van de houdsteronderneming. Het Overnamebesluit bevat nadere regels voor een dergelijk “onrechtstreeks acting in concert”.²⁵

De wetgever heeft niet gespecificeerd wat onder een “akkoord” moet worden verstaan.²⁶ Het Hof overwoog in de IBt-zaak dat de wetgever met de keuze voor de specifieke term akkoord heeft willen afwijken van de klassieke notie “contract” in het Belgische civiele recht.²⁷

2.3.1. Onderling overleg met behoud/verkrijging van de controle of dwarsbomen van een openbaar bod als doel (sub a)

²⁰ Zie art. 51 Overnamebesluit. Dit is een codificatie van de zogenaamde Royal Vendôme-doctrine van de CBFA, J.-M. Nelissen Grade, ‘Les offres publiques d’acquisition obligatoires’, in: *De nieuwe OBA-wet*, Cahiers EVBFR-België 20, Brussel: Bruylant 2007, p. 241 en Van den Borre, *o.c.*, p. 171.

²¹ Zie de definitie van houdsteronderneming in art. 1, § 2, 6° Overnamebesluit.

²² Zie art. 50, § 2 en 3 Overnamebesluit. Deze verbonden personen worden weer geacht in onderling overleg te handelen op grond van art. 3, § 2 Overnamewet en art. 1, § 2, 5° Overnamebesluit.

²³ Dat deze definitie in art. 1, § 2, 5° Overnamebesluit eenvoudigweg wordt herhaald moet zijn ingegeven door de wens om onduidelijkheid te voorkomen.

²⁴ Art. 2, § 2.

²⁵ Zie art. 51, § 4 Overnamebesluit.

²⁶ Wellicht heeft hierbij een rol gespeeld dat stemovereenkomsten naar Belgisch recht beperkt toelaatbaar zijn. Zij moeten in de tijd beperkt zijn en steeds verantwoord zijn op grond van het belang van de vennootschap, zie art. 551 W. Venn.

²⁷ R.o. 121. Hieraan voegt het Hof toe: “*Manifestement, le législateur s’est inspiré d’une définition extensive de la notion d’accord en précisant que l’action de concert suppose une coopération sur la base d’un accord, formel ou tacite, oral ou écrit.*”

Met “controle” wordt bedoeld op de bevoegdheid om een beslissende invloed uit te oefenen op de aanstelling van de meerderheid van bestuurders of zaakvoerders of op de oriëntatie van het beleid.²⁸ Het in het Wetboek van Vennootschappen gemaakte onderscheid tussen controle in rechte en controle in feite speelt ook een rol bij de biedplicht. De controle *in feite* wordt weerlegbaar aanwezig geacht wanneer op twee opeenvolgende vergaderingen de meerderheid van de vertegenwoordigde stemrechten zijn uitgeoefend.²⁹ De controle *in rechte* wordt onweerlegbaar aanwezig vermoed in een aantal gevallen, waaronder het bezit van de meerderheid van de stemrechten en het recht om de meerderheid van de bestuurders te benoemen of ontslaan.³⁰ Een afzonderlijke categorie van controle in rechte vormt de gezamenlijke controle: de controle die een beperkt aantal aandeelhouders samen uitoefenen, wanneer zij zijn overeengekomen dat beslissingen omtrent de oriëntatie van het beleid niet zonder hun gemeenschappelijke instemming kunnen worden genomen.³¹

De Belgische regeling is ruimer dan de Overnamerichtlijn doordat ook onderling overleg ten aanzien van het *handhaven* van de controle onder het bereik van de biedplicht is gebracht. Door de verwijzing naar het behoud van de controle heeft men discussie willen vermijden over de vraag of handhaving van de controle over de vennootschap steeds samenvalt met de doelstelling om een bod te dwarsbomen.³² Dit dwarsbomen hoeft overigens niet, zoals in Nederland, slechts in overleg met de doelvennootschap geschieden, maar kan ook op samenwerking tussen aandeelhouders onderling berusten. De Nederlandse regeling lijkt voorts beperkter omdat deze ziet op *aangekondigde* biedingen.³³ Zie in dit verband ook par. 4.2.

2.3.2. Onderling overleg met duurzaam gemeenschappelijk stembeleid als doel (sub b)

Met het tweede type acting in concert is aangesloten bij de acting in concertregel uit de Transparantierichtlijn^{34, 35}. België is, samen met Duitsland³⁶, de enige lidstaat waar men voor deze koppeling heeft gekozen.³⁷ Er is veel gediscussieerd over de gevolgen van de koppeling voor de uitleg van beide normen.³⁸ Deze discussie werd ook in Duitsland gevoerd tot de wet-

²⁸ Art. 5 tot 7 W.Venn. jo art. 3, § 1, 6° Overnamewet.

²⁹ Art. 5, § 3. W. Venn.

³⁰ Art. 5, § 2 W. Venn.

³¹ Art. 5, § 2, 5° jo art. 9 W. Venn. Vgl. over de verhouding tussen gezamenlijke controle en onderling overleg, M. Wyckaert, ‘Zeggenschap, gezamenlijke controle en onderling overleg: een verhaal van schakeringen en nuances’, in: *Openbaar bod en transparantie 2007*, Kalmthout: Biblo 2007, p. 58-90; Nelissen Grade, *o.c.*, p. 233-234 en De Wulf, *o.c.*, p. 66-70.

³² Parl. St. 2006-07, 2834/001, p. 13. De toelichting verwijst naar de definitie van acting in concert in de City Code welke immers omvat samenwerking “*to obtain or consolidate control*”. Waarom is niet geheel duidelijk. Het element van de consolidatie van de controle dient in de UK niet de rechtszekerheid, maar ziet op verwervingen door personen die alleen of gezamenlijk al meer dan 30% van de stemrechten houden, maar minder dan 50% als bedoeld in Rule 9.1 sub b. België kent een dergelijke regel niet.

³³ Zie art. 5 Besluit openbare biedingen (Bob) Wft wanneer een bod als aangekondigd geldt.

³⁴ Richtlijn 2004/109/EG, *PbEG* 2004, L 390/38.

³⁵ Art. 3, § 1, 13° sub b Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en houdende diverse bepalingen van 2 mei 2007, *B.S.* 12 juni 2007 (Transparantiewet). Zie Parl. St. 2006-07, 2834/001, p. 14.

³⁶ Zie de toelichting bij het Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken, *Begr.RegE*, BT-Drucks. 17/7438, p. 8 en 12. Acting in concert inzake de meldingsplicht is in § 22 Abs. 3a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geregeld en inzake het verplicht in § 30 Abs. 2 Wertpapierhandels- und Übernahmegesetz (WpÜG).

³⁷ De koppeling wordt vervolmaakt doordat de meldingsregeling ook ziet op het acting in concerttype sub a van de verplicht bodregeling, zie art. 3, § 1, 13° sub a Transparantiewet.

³⁸ Zie F. de Bauw, ‘L’offre obligatoire dans la loi du 1^{er} avril 2007’, *Séminaire Vanham & Vanham van 22 mei 2007 “Les OPA - Examen de la nouvelle législation”*, nr. 57 e.v.; De Wulf, *o.c.*, p. 55 e.v. en Peeters, *o.c.*, p. 104 e.v.

gever besloot dat dezelfde uitleg moest worden gehanteerd.³⁹ In Nederland is deze discussie positiefrechtelijk niet van belang aangezien meldingsplicht en biedplicht tot twee verschillende toezichtsferen behoren: op de meldingsplicht houdt de AFM toezicht (art. 1:25 lid 2 Wft), op het verplicht bod de OK (art. 5:73 lid 1 Wft).

In het kader van het tweede acting in concerttype (sub b) is niet zeker of onderling overleg slechts ziet op al dan niet *de facto* gebonden stemrechtuitoefening of dat volstaat dat partijen de verplichting aangaan met elkaar in overleg te treden.⁴⁰ De CBFA lijkt van het laatste uit te gaan. In een geval dat aan haar werd voorgelegd inzake de vrijstellingsregeling van art. 74 Overnamewet (zie par. 2.1), waarin het ging om (een ontwerp van) een aandeelhoudersovereenkomst die strekte tot overleg voorafgaand aan de uitoefening van de aandeelhoudersrechten en tot overleg in geval van een overnamebod, oordeelde de CBFA dat een akkoord van onderling overleg “niet noodzakelijk moet uitmonden in hetzelfde stemgedrag in hoofde van alle partijen”. De bewuste overeenkomst leidde volgens de CBFA tot onderling overleg.⁴¹

2.3.3. Onderling overleg en de biedplicht

Als door verwerving van stemrechten door een van de *concert parties* het gezamenlijk gehouden belang de drempel van 30% overschrijdt, rust op hen hoofdelijk de biedplicht. Verwerft echter een van de samenwerkende partijen (individueel) meer dan 30% dan geldt de biedplicht enkel voor die ene persoon.⁴² In Nederland wordt praktisch hetzelfde bereikt middels een vrijstelling voor degenen die gelijktijdig overwegende zeggenschap verwerven - bijvoorbeeld als gevolg van acting in concert - met dien verstande dat de biedplicht rust op degene die de meeste stemmen kan uitbrengen.⁴³

In het Overnamebesluit wordt voorts voor twee specifieke situaties bepaald op wie de biedplicht rust, te weten i) verwerving van stemrechten door een van de in onderling overleg handelende partijen die samen reeds 30% houden en ii) de toetreding van een derde tot een bestaand onderling overleg dat reeds 30% houdt.⁴⁴ In Nederland is de tweede situatie in een op 10 april 2009 gepubliceerd ontwerp voor een gewijzigd Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft opgenomen, maar na de consultatie is hiervan niets meer vernomen.⁴⁵

3. De IBt-casus

3.1. Feiten⁴⁶

In 1996 wordt de Belgische vennootschap International Brachytherapy (IBt) opgericht door vier Amerikaanse wetenschappers (hierna: de Oprichters). De Oprichters houden via IBt Technologie LLP (IBt TP) 5.000.000 zogenaamde “*parts bénéficiaires A*”⁴⁷ welke op 31 december 2007 31,62% van de stemrechten vertegenwoordigen. Sinds 1997 is IBt genoteerd aan de Brusselse beurs.

³⁹ Vgl. eerder voetnoot 36.

⁴⁰ De Wulf, *o.c.*, p. 58 e.v. en Peeters, *o.c.*, p. 104.

⁴¹ Zie het verslag van het directiecomité van de CBFA over 2007 op de website, p. 58. *Idem* in het kader van de transparantieregels, de Praktijkgids Transparantiewetgeving, p. 12, <www.cbfa.nl>.

⁴² Art. 50, § 4 Overnamebesluit.

⁴³ Art. 5:71 lid 1 sub h Wft.

⁴⁴ Art. 50, § 7, 1° en 2° Overnamebesluit.

⁴⁵ Zie over het ontwerp *Ondernemingsrecht* 2009, 99, p. 415-418.

⁴⁶ Kenbaar uit Hof van Beroep Brussel 19 januari 2010, r.o. 13-39. In het vervolg gelden verwijzingen naar rechtsoverwegingen als rechtsoverwegingen uit dit arrest.

⁴⁷ Belangrijk verschil met de voor het overige vergelijkbare Nederlandse oprichtersbewijzen is dat aan de *parts bénéficiaires* doorgaans stemrecht is verbonden, zoals ook thans het geval is ex art. 32 van de statuten van IBt.

Eind 2007 is de financiële situatie van IBt precair geworden. Het bestuur van IBt overlegt met de Duitse vennootschap Eckert en Ziegler Strahlen- und MedizinTechnik AG (EZAG) over een strategische alliantie, welke tot stand komt op 26 februari 2008. In dat kader komen partijen overeen dat EZAG haar 100%-dochter BEBIG (fabrikant van implantaten voor radiotherapie) zal inbrengen in IBt en geeft IBt nieuwe aandelen uit aan EZAG welke 29,89% van de stemrechten vertegenwoordigen. Parallel aan deze overeenkomst sluiten IBt TP en EZAG een “*beneficiary share option agreement*” waarin IBt TP aan EZAG een calloptie verleent op haar *parts bénéficiaires A* (hierna: de Oorspronkelijke calloptie). De uiterste uitoefenddatum van de optie is 31 december 2008, behoudens verlenging van de optie tegen betaling van een “boete”.⁴⁸ EZAG krijgt bovendien 5 van de 10 zetels van de *conseil d’administration*⁴⁹ inclusief voorzitterschap.^{50 51}

In juni 2008 wordt de nieuwe groep IBt-BEBIG gereorganiseerd. De productie van implantaten in België wordt gestaakt en het operationele centrum verhuist naar Duitsland. De oorspronkelijk geagendeerde verplaatsing van de statutaire zetel gaat uiteindelijk niet door.⁵²

Eind 2008 zijn er besprekingen tussen EZAG en een belangrijke leverancier van BEBIG die tevens minderheidsaandeelhouder in EZAG is, Dhr. Perschmann. Perschmann was van medio 2003 tot medio 2008 lid van de *Aufsichtsrat* van EZAG en bevriend met de CEO en grootaandeelhouder van EZAG, Dhr. Eckert. Afgesproken wordt dat EZAG de Oorspronkelijke calloptie om niet aan Perschmann zal overdragen welke haar voor 31 december 2008 zal uitoefenen en vervolgens een nieuwe calloptie zal verlenen aan EZAG. Eckert leent SMI, een speciaal voor dit doel door Perschmann opgerichte rechtspersoon, het voor de uitoefening van de Oorspronkelijke calloptie benodigde kapitaal.

Op 29 december 2008 oefent SMI de Oorspronkelijke calloptie uit. De feitelijke verwerving van de *parts bénéficiaires* vindt op 26 januari 2009 plaats als de wijziging in de stemverhoudingen wordt verwerkt in de registers van IBt. Het zeggenschapsbelang van SMI bedraagt op dat moment 22,14%.⁵³

3.2. Oordeel Hof

Het zeer uitvoerig gemotiveerde oordeel van het Hof valt uiteen in drie delen. Het eerste bestaat uit een analyse van de motieven van EZAG en SMI. Het Hof verwijst hier later naar bij de vraag of er sprake was van handelen in onderling overleg en is daarom van groot belang. Vervolgens staat het Hof stil bij de vraag of EZAG een controlerend belang had (tweede deel). Deze vaststelling speelt eveneens een belangrijke rol bij beantwoording van de vraag of er sprake was van onderling overleg met het handhaven van de controle als doel (derde deel). Hieronder volgt een verkorte weergave van de belangrijkste overwegingen.

*Motieven EZAG en SMI*⁵⁴

⁴⁸ Zie r.o. 67 en 83.

⁴⁹ Zie over bestuursvormen in het Belgische vennootschapsrecht M. Wyckaert en K. Geens, ‘200 jaar ervaring met het Belgische model: wat te nemen, wat te laten’, in: *Bestuur en Toezicht*, Uitgave vanwege het IVO deel 67, Deventer: Kluwer 2010, p. 65 e.v. Uit het vonnis wordt niet duidelijk om welk soort recht (voordracht, benoeming, etc.) het gaat.

⁵⁰ De voorzitter heeft krachtens art. 18 van de statuten een doorslaggevende stem bij staking van de stemmen.

⁵¹ Eckert is op 15 mei 2009 gedurende het verplicht bod als voorzitter van de *conseil d’administration* geschorst door de President van het Tribunaal van Charleroi, zie hierover r.o. 36. Tot op heden is deze schorsing nog van kracht.

⁵² Het arrest is op dit punt niet juist, zie r.o. 25.

⁵³ De verwatering van het zeggenschapsbelang verbonden aan de *parts bénéficiaires* is te herleiden tot de hiervoor genoemde emissie van begin 2008.

⁵⁴ Zie r.o. 83-104.

EZAG verklaarde dat zij de Oorspronkelijke calloptie wilde verlengen zonder de daaraan verbonden kosten of een verplicht bod en wilde voorkomen dat zij de optie zou moeten gebruiken tegen onwelgevallige besluiten van de oprichters en daarmee alsnog de biedplicht zou activeren. Aangezien het Hof geen reden had om hieraan te twijfelen kwam het zwaartepunt bij de motieven van SMI te liggen. Bij haar beoordeling nam het Hof tot uitgangspunt dat de door SMI aangedragen specifieke motieven⁵⁵ voor de bewuste transacties niet uitsluiten dat SMI het bieden van hulp aan EZAG als oogmerk heeft gehad. Vervolgens overwoog het Hof uitvoerig dat de gepretendeerde motieven niet geloofwaardig zijn. Ten slotte moest SMI naar de overtuiging van het Hof ook op de hoogte zijn geweest van de invloedrijke positie van EZAG en het feit dat de optietransacties zagen op het behoud van die positie.

*Controle EZAG*⁵⁶

EZAG had sinds maart 2008, na het sluiten van de strategische alliantie met IBt, een sterke positie in zowel de aandeelhoudersvergadering als de *conseil d'administration*. Dat deze macht zich niet slechts in abstracto manifesteerde blijkt uit de verplaatsing van het operationele centrum naar Duitsland. Het Hof zag in dit onderdeel van de herstructurering een belangrijke aanwijzing voor de grote invloed van EZAG binnen IBt.⁵⁷ Ook het feit dat Eckert op een gegeven moment werd geschorst als voorzitter van de *conseil d'administration* (zie eerder) vormde voor het Hof een zeer sterke indicatie dat alle betrokken partijen menen dat EZAG niet alleen een zeer sterke positie binnen IBt had, maar ook beschikte over de wens om deze positie te gebruiken. Ten overvloede overwoog het Hof nog dat zelfs als de uitoefening van de controle succesvol ter discussie gesteld zou kunnen worden, dit het *bestaan* van die controle onverlet laat. Het feit dat deze feitelijke controle⁵⁸ niet onder alle omstandigheden zou hebben standgehouden, verandert niets aan het voorgaande. Het precaire karakter is inherent aan de feitelijke controle. Zij veronderstelt met andere woorden een zekere duurzaamheid, maar impliceert geen stabiele garantie tegen bedreigingen.

*Onderling overleg EZAG en SMI*⁵⁹

Volgens het Hof hebben EZAG en SMI willen samenwerken met als doorslaggevend doel het handhaven van de controlerende positie van EZAG via prolongatie van de optie. Deze diende immers ter verzekering van de, per definitie fragiele, feitelijke controle. Behalve dat partijen controlebehoud *beoogden*, leidde de optieovereenkomst(en) tussen EZAG en SMI tot een versterking van de voordien precaire controle door EZAG. Doordat de optie in handen van SMI was, kon EZAG op ieder gewenst moment haar feitelijke controle in een controle in rechte omzetten of een ongewenst bod dwarsbomen.

Het feit dat EZAG al beschikte over de Oorspronkelijke calloptie maakt dit niet anders. Tussen beide optieovereenkomsten zaten namelijk twee grote verschillen. In de eerste plaats verschilden de uitoefeningsvoorwaarden van de Oorspronkelijke calloptie essentieel van die van de Nieuwe calloptie. In de tweede plaats onderscheidde de Nieuwe calloptie zich doordat zij *intuitu personae* is aangegaan. Door haar vertrouwensrelatie met SMI, welke ontbrak met de Oprichters, beperkt EZAG het risico dat zij zich in de toekomst zou moeten verweren tegen haar onwelgevallige besluiten.

⁵⁵ SMI stelde i) geïnteresseerd te zijn in de uitoefening van het stemrecht, ii) winst te willen maken met het terugleveren van de *parts bénéficiaires* aan EZAG en iii) als leverancier van BEBIG de zakelijke banden met BEBIG te willen houden en verder ontwikkelen, zie r.o. 84.

⁵⁶ Zie r.o. 108-118.

⁵⁷ Zie r.o. 116 voor andere indicatoren.

⁵⁸ Onduidelijk is of het Hof doelt op de feitelijke controle in de zin van art. 5, § 3. W. Venn. Zij stelt immers nergens vast dat EZAG haar stemrechten op de daar bedoelde wijze heeft uitgeoefend. Zie eerder par. 2.3.1.

⁵⁹ Zie r.o. 119-130.

4. Kanttekeningen

4.1. Uitoefening en verlening optie in onderling overleg

Bij het verplicht bod gaat het om het aantal stemrechten dat een aandeelhouder kan uitbrengen. Aangezien opties slechts een recht op aandelen en daaraan verbonden stemrechten geven, blijven zij naar zowel Belgisch als Nederlands recht in beginsel buiten beschouwing. Dit verandert vanzelfsprekend wanneer zij worden uitgeoefend.⁶⁰ Echter, onder omstandigheden kunnen ook nog niet uitgeoefende opties tot een biedplicht leiden. In casu overwogen CBFA en Hof dat het *bestaan* van de Nieuwe optie - mede - leidde tot de conclusie dat er sprake was van onderling overleg met het behoud van de controle als doel.

Met het bestaan van die Nieuwe optie moet overigens niet worden verward de uitoefening van de Oorspronkelijke optie. Hoewel het Hof dit nergens met zoveel woorden zegt, moet worden aangenomen dat de uitoefening van de Oorspronkelijke calloptie naar haar mening onderdeel uitmaakte van de afspraken tussen EZAG en SMI. Naar Belgisch recht is immers altijd een verwerving nodig voor het ontstaan van een biedplicht. Als SMI de optie in alle onafhankelijkheid had verworven en daarna pas in onderling overleg was gaan handelen was aan deze eis niet voldaan en had het Hof waarschijnlijk niet tot haar oordeel kunnen komen.

Een interessante vraag is of het Hof zonder de Nieuwe optie aan EZAG anders beslist zou hebben. Het Hof overwoog weliswaar dat als partijen niet de intentie deelden om de controle te behouden, de Nieuwe calloptie niet nodig was geweest, maar hieruit moet niet a contrario worden afgeleid dat als die optie er niet was geweest, er ook geen onderling overleg vastgesteld had kunnen worden.⁶¹ Aangezien het Hof onderling overleg afleidde uit een uitgebreid samenstel aan omstandigheden, waarvan het bestaan van de Nieuwe calloptie onderdeel uitmaakte (zie nader par. 4.3.), acht ik niet uitgesloten dat het Hof zonder de Nieuwe calloptie tot dezelfde conclusie was gekomen.

Opvallend is ten slotte dat het Hof ter adstructie van haar beslissing dat er sprake is van onderling overleg tussen EZAG en SMI expliciet naar Note 6 bij Rule 9.1 van de City Code verwijst waarin het Takeover Panel uitlegt hoe zij oordeelt over transacties waardoor een partij een belang opbouwt dat net onder de 30%-grens blijft. Het Panel zal in zo'n geval strikt toetsen of verkoper en koper in onderling overleg handelen dan wel of stemrechten die de verkoper houdt aan de koper moeten worden toegerekend omdat hij als "*interested in shares*" kwalificeert.⁶² Deze regeling geldt sinds november 2005 ook als de koper opties of andere derivaten heeft verkregen.^{63 64} Overigens zegt het Panel mijns inziens niets meer dan dat zij de genoemde situaties extra in de gaten zal houden. Als het Hof met de verwijzing naar de City Code heeft willen aangeven dat opties ook van belang kunnen zijn voor het verplicht bod had verwijzing naar de nieuwe definitie van *interest in shares* wellicht meer voor de hand gelegen.

4.2. Behoud van de controle c.q. dwarsbomen van een bod

⁶⁰ Zie respectievelijk Parl. St. 2006-07, 2834/001, p. 19 en Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 23.

⁶¹ Daarbij komt dat het hier een overweging ten overvloede betreft, zie r.o. 124, tweede alinea.

⁶² Relevante omstandigheden daarbij zijn: i) of de verkoper een insider is, ii) of er een controlepremie is betaald, iii) de grootte van het belang van de verkoper na de verkoop en iv) eventuele nadere voorwaarden voor de transactie bijvoorbeeld dat de verkoper voor *board representation* voor de koper stemt.

⁶³ Per november 2005 is de reikwijdte van het begrip "*interests in securities*" in diere voege aangepast, zie Panel Response Statement 2005/2 van 5 augustus 2005. Later werd deze wijziging naar Note 6 bij Rule 9.1 (die naar dit begrip verwijst) doorgetrokken, zie Panel Response Statement 2005/3 van 21 april 2006.

⁶⁴ Anders dan het Hof doet lijken, noemt Note 6 opties niet als zodanig.

De CBFA en het Hof overwogen dat EZAG als gevolg van de bewuste transacties i) haar feitelijke controle op enig moment kon versterken dan wel in een controle in rechte kon omzetten, en ii) een eventueel bod kon dwarsbomen.⁶⁵ Door EZAG en SMI uitgenodigd om zich uit te spreken of er nu sprake was van controlebehoud dan wel het dwarsbomen van een bod verklaarde het Hof dat de Nieuwe calloptie beide elementen in zich draagt.⁶⁶ De CBFA hoefde dan ook niet aan te tonen, zoals EZAG meende, dat het kunnen dwarsbomen van een bod tevens leidde tot controlebehoud.

In Nederland kan wel onderling overleg ten aanzien van de *verwerving* van de controle, maar niet ten aanzien van het *behoud* daarvan tot een biedplicht leiden. Ik denk niet dat de beoordeling hierdoor anders zou zijn uitgevallen. Minder zeker ben ik over de vraag of naar Nederlands recht ook moet worden aangenomen dat het enkele bestaan van een calloptie er reeds toe strekt een bod te dwarsbomen. De Belgische regeling lijkt ruimer omdat de Nederlandse definitie van acting in concert in art. 1:1 Wft spreekt van het dwarsbomen van een *aangekondigd* openbaar bod, waarvan in casu geen sprake was.⁶⁷ Omdat waarschijnlijk alsnog een biedplicht ontstaat op het moment dat het bod wordt aangekondigd, zal dit verschil er doorgaans niet in bestaan of er een biedplicht ontstaat, maar *wanneer* dit het geval is.⁶⁸ Als echter in een voorkomend geval uiteindelijk geen bod wordt aangekondigd als gevolg van de (succesvolle) inzet van een in onderling overleg met de doelvennootschap opgezette beschermingsconstructie, manifesteert het verschil zich nadrukkelijker.

4.3. Analyse van het doel van het onderlinge overleg

Het aannemen van onderling overleg valt of staat met het oogmerk van partijen. Het Hof stond hier uitvoerig bij stil. Dat daarbij geen doorslaggevende betekenis toekwam aan hetgeen partijen daaromtrent verklaarden zal niet verbazen. Zoals in de Nederlandse Memorie van Toelichting werd opgemerkt, is voor het element “doel” de subjectieve intentie van de betrokkenen niet van doorslaggevend belang.⁶⁹ De betekenis van alle omstandigheden van het geval spreekt eveneens voor zich.

Het Hof destilleerde het oogmerk van partijen uit: i) stellingen van partijen, ii) het geheel van contractuele relaties waarvan de optieovereenkomst de kern vormde, en iii) de gedragingen van partijen (zie eerder par. 2.3) waaronder ook de snelheid waarmee de optietransacties geëffectueerd waren, het feit dat SMI als *special purpose vehicle* is opgericht en van haar kapitalisering geheel afhankelijk was van EZAG, dat de *parts bénéficiaires* volgens SMI als garantie aan EWK waren gegeven, maar de facto hiervan geen sprake was en, ten slotte, dat de Nieuwe optieverlening niet tegen zakelijke voorwaarden plaatsvond.

Uit dit samenstel van omstandigheden en de grondige analyse daarvan door het Hof blijkt het belang van een volledig dossier. Minderheidsaandeelhouder Creafund, die de IBT-zaak ahangig maakte, kon (en moest) voor een groot aantal gegevens terugvallen op het dossier van de CBFA. De vraag is gerechtvaardigd of in een voorkomend geval voor de Ondernemingskamer alle informatie waarop het Hof zich in casu baseert ter tafel zou zijn gekomen. Aange-

⁶⁵ Zie r.o. 125 (CBFA) en 129, tweede alinea (Hof).

⁶⁶ Zie r.o. 129. In r.o. 130 herhaalt het Hof dit in iets andere bewoordingen: “*La Cour admet que le fait de rendre la perte du contrôle de fait plus difficile ou moins probable contribue également au maintien du contrôle*”.

⁶⁷ Ik abstraheer hier van substantieel verschillende bepalingen die de uitkomst van de procedure zouden hebben veranderd zoals het feit dat naar Nederlands recht moet zijn samengewerkt met de doelvennootschap wil er sprake zijn van het dwarsbomen van een bod. Zie eerder par. 2.3.1.

⁶⁸ Vgl. over andere problemen waartoe het aansluiten bij het aankondigen van een bod aanleiding kan geven P.J. Dortmund, ‘Beschermingsprefs’, in: Handboek openbaar bod (Serie Onderneming & Recht deel 46), Kluwer: 2008, p. 625-626.

⁶⁹ Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 24.

zien de calloptie onder de transparantieregels als potentieel belang gemeld moet worden⁷⁰, zal dit voor een ieder kenbaar zijn. Dit geldt echter niet voor de inhoudelijke afspraken rond de uitoefening van de optie of gedragingen van partijen zoals hierboven genoemd. Deze zullen voor de overige aandeelhouders moeilijk zo niet onmogelijk te traceren zijn. Daarbij komt dat de OK geen inlichtingenbevoegdheid heeft. De AFM heeft deze wel op grond van art. 1:74 Wft, maar in art. 5:70 lid 2 Wft is bepaald dat dit artikel niet van toepassing is op de verplicht bodregeling.

5. Slot

Uit het voorgaande blijkt dat opties wel degelijk een rol kunnen spelen bij het verplicht bod. Hoewel een optie strikt genomen slechts een recht op aandelen en stemrechten geeft en dus niet meetelt voor het verplicht bod, kan zij onder omstandigheden acting in concert opleveren. Zonder nadere afspraken omtrent stemrechtuitoefening of financiering zal dit evenwel niet snel het geval zijn. Het enkele feit bijvoorbeeld dat Spyker-Ceo Muller zijn belang in Spyker onder de 30% bracht door verkoop van een deel aan een Cypriotische entiteit en tegelijkertijd een calloptie op datzelfde deel terugkreeg, is dan ook op zichzelf onvoldoende om acting in concert aan te nemen.⁷¹

In de tweede plaats blijkt uit deze zaak het belang van goed toezicht. Het axioma van de Nederlandse wetgever dat “minderheidsaandeelhouders en doelvennootschap snel zicht hebben of sprake is van het (feitelijk) in onderling overleg handelen van andere (groot)aandeelhouders of personen”⁷² verdient heroverweging. In de literatuur wordt dit al jaren betoogd. De IBt-casus onderstreept nog maar eens het belang hiervan.

J.H.L. Beckers

⁷⁰ Art. 5:39 lid 1 jo art. 5:33 lid 1 sub d Wft (stemrechten) en art. 5:38 lid 1 jo art. 5:33 lid 1 sub b, 4° Wft (aandelen). Zie hierover S. Perrick, ‘Melding van zeggenschap’, in: *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming & Recht deel 40), Deventer: Kluwer 2007, p. 414-417. Zie voor België art. 6, § 7 Transparantiewet jo art. 3, 3° sub a en art. 6, § 1 van het Koninklijk Besluit van 14 februari 2008 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen, *B.S.* 4 maart 2008.

⁷¹ Zie Het Financieele Dagblad van 25 maart 2010 “Ceo Muller kleiner in Spyker” en 1 april 2010 “Britse zakenpartner helpt ceo Spyker met belang”.

⁷² Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 6.