



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Het verplichte openbaar overnamebod als gevolg van acting in concert

Groot, de, C.

Citation

Groot, D. , C. (2015). Het verplichte openbaar overnamebod als gevolg van acting in concert. *Bw-Krant Jaarboek, 29*, 77-95. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/36853>

Version: Not Applicable (or Unknown)

License:

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/36853>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

5 | Het verplichte openbaar overnamebod als gevolg van *acting in concert*

Cees de Groot [■]

1 INLEIDING

De Wet op het financieel toezicht (Wft) bevat in Deel 5 een regeling die degene die overwegende zeggenschap verwerft in een beursgenoteerde naamloze vennootschap verplicht een openbaar overnamebod uit te brengen op de resterende aandelen. Van overwegende zeggenschap is al sprake bij een belang van 30%. Deze verplichting rust niet alleen op één (natuurlijke of rechts)persoon die overwegende zeggenschap verwerft, maar ook op personen die *in onderling overleg handelen* en aldus overwegende zeggenschap verwerven. Dit in onderling overleg handelen wordt veelal aangeduid als (*persons*) *acting in concert*. Hoewel de consequenties van *acting in concert* groot kunnen zijn voor de personen die in onderling overleg handelen (namelijk de verplichting een – financieel zwaarwegend – openbaar overnamebod uit te brengen als overwegende zeggenschap wordt verworven), is het begrip (*persons*) *acting in concert* allesbehalve duidelijk. Eén deel van de discussie (het verbintenissenrechtelijke deel) spitst zich toe op de vraag of (*persons*) *acting in concert* veronderstelt (impliceert) dat de personen die in onderling overleg handelen dat moeten doen op basis van een overeenkomst (als het om meer dan twee personen gaat dus op basis van een meerpartijenovereenkomst) of dat ook een minder bindende vorm van samenwerking – een *gentlemen's agreement* – tot de conclusie kan leiden dat sprake is van *acting in concert*. Een ander deel van de discussie (het ondernemingsrechtelijke deel) spitst zich toe op de vraag of de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen ook kan rusten op personen die in onderling overleg handelen wanneer een verandering optreedt in de samenstelling van of machtsverhoudingen binnen de groep in onderling overleg handelende personen. Dan gaat het om situaties waarin personen uit de groep treden of nieuwe personen toetreden tot de groep, of de onderlinge verhoudingen binnen de groep opnieuw worden vormgegeven. Een bevestigende beantwoording van die vraag leidt er zelfs toe dat in onderling overleg handelende personen die na het verwerven van overwegende zeggenschap al een verplicht openbaar overnamebod hebben uitgebracht, verplicht zijn dat nog-

■ Mr. C. de Groot is universitair hoofddocent Ondernemingsrecht aan de Universiteit Leiden.

maals te doen wanneer zo'n verandering optreedt in de samenstelling van of machtsverhoudingen binnen de groep.

In paragraaf 2 komen het openbaar bod, het openbaar overnamebod en het verplichte openbaar overnamebod in het algemeen aan de orde. Paragraaf 3 gaat over de oorsprong van het verplichte openbaar overnamebod in de Europese richtlijn over het openbaar overnamebod en de implementatie daarvan in de Wet op het financieel toezicht. De interpretatie van het begrip (*persons*) *acting in concert* staat centraal in paragraaf 4; daar komt met name het eerste deel van de discussie aan bod. In paragraaf 5 wordt een *Stellungnahme* van de Oostenrijkse *Übernahmekommission* over het begrip (*persons*) *acting in concert* (in het Duits: *gemeinsam vorgehende Rechtsträger*) besproken; daar komt met name het tweede deel van de discussie aan de orde. Paragraaf 6 bevat de conclusie.

2 OPENBAAR BOD, OPENBAAR OVERNAMEBOD EN VERPLICHT OPENBAAR OVERNAMEBOD

De Wet op het financieel toezicht bestaat uit zeven delen. In Deel 5 ('Gedrags-toezicht financiële markten') gaat Hoofdstuk 5.5 over het 'Openbaar bod op effecten'. Dit hoofdstuk bestaat uit vier afdelingen:¹

- Afdeling 5.5.1 met 'Regels omtrent verplichte biedingen' (de art. 5:70-5:73 Wft);
- Afdeling 5.5.2. over het 'Uitbrengen van een openbaar bod en de bevoegdheid tot goedkeuren van een biedingsbericht' (art. 5:74 Wft);
- Afdeling 5.5.3 met 'Voorschriften indien de Autoriteit Financiële Markten bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren' (de art. 5:75-5:78 Wft); en
- Afdeling 5.5.4 over 'Aanvullende voorschriften, vrijstelling en ontheffing' (de art. 5:78a-5:83 Wft).

Hoofdstuk 5.5 heeft mede als doelstelling (een deel van) de in 2004 tot stand gekomen (Europese) richtlijn over het openbaar overnamebod te implemen-

1 Van belang zijn ook de volgende algemene maatregelen van bestuur: het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (5 april 2006), het Besluit openbare biedingen Wft (12 september 2007), het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft (25 januari 2008), en verder de door de Minister van Financiën uitgegeven Vrijstellingsregeling Wft (15 november 2006). Over het (verplichte) openbaar overnamebod: C. de Groot, *Parlementaire geschiedenis het openbaar overnamebod*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2007; G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, Deventer: Kluwer 2013; H.M. de Mol van Otterloo, Het verplicht bod, *Ondernemingsrecht* 2006/6, p. 206-210; M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have, L.J. Hijmans van den Bergh (eds.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008.

teren.² Die richtlijn introduceerde ook het in Nederland tot dan toe niet geregelde verplichte openbaar overnamebod. Dit verplichte openbaar overnamebod is terecht gekomen in Afdeling 5.5.1.

Art. 1:1 Wft bevat definities van een aantal van de in de wet gebruikte begrippen. Dit artikel definieert een *openbaar bod* als volgt:

‘een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te verwerven’.

Volgens art. 1:1 Wft is een *effect* onder meer ‘een verhandelbaar aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht’ en ‘een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument’. Effecten kunnen worden verhandeld op wat genoemd kan worden een ‘effectenbeurs’ (de ‘openbare kapitaalmarkt’). In Wft-termen zijn zij dan ‘toegelaten tot de handel’ op een effectenbeurs. De Wet op het financieel toezicht gebruikt in dit verband niet de term effectenbeurs, maar de termen *gereguleerde markt* en *multilaterale handelsfaciliteit* die beide zogenoemde ‘handelsplatforms’ zijn. Een gereguleerde markt is strenger gereguleerd dan een multilaterale handelsfaciliteit. Hoofdstuk 5.5 van de Wet op het financieel toezicht gaat over openbare biedingen op effecten die zijn toegelaten tot de handel op zo’n gereguleerde markt. Wie in Nederland een gereguleerde markt wil onderhouden heeft daarvoor een vergunning nodig. Art. 5:26 lid 1 Wft formuleert dat als volgt:

‘Het is verboden in Nederland zonder een daartoe door Onze Minister verleende vergunning een gereguleerde markt te exploiteren of te beheren’.

Als effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, is een openbaar bod op die effecten alleen toegestaan als dat gebeurt door middel van een openbaar biedingsbericht. Art. 5:74 Wft formuleert dat als volgt:

‘Het is verboden een openbaar bod uit te brengen op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt waarvoor een vergunning als bedoeld in artikel 5:26, eerste lid, is verleend, tenzij voorafgaand aan het bod een biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld dat is goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat’.

Het gaat bij art. 5:74 Wft om openbare biedingen op alle effecten, zowel aandelen als obligaties.

2 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU 2004 L 142/12-23 (voor de EER relevante tekst).

Een beursgenoteerde naamloze vennootschap kan worden omschreven als een naamloze vennootschap waarvan de *aandelen* (of certificaten van aandelen) zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (of een multilaterale handelsfaciliteit). Ook een openbaar bod op de *aandelen* van een beursgenoteerde naamloze vennootschap waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt valt onder het bereik van art. 5:74 Wft. Zo'n openbaar bod kan worden gekenschetst als een openbaar *overnamebod* omdat het tot doel heeft zeggenschap te verwerven door het verkrijgen van aandelen. De persoon die het openbaar overnamebod uitbrengt is de *bieder* (art. 1:1 Wft),³ en de vennootschap waarvan de aandelen zijn uitgegeven waarop het openbaar overnamebod betrekking heeft is de *doelvennootschap* (art. 1:1 Wft).⁴ De richtlijn over het openbaar overnamebod maakt een onderscheid tussen twee soorten openbare overnamebiedingen: het vrijwillige openbaar overnamebod en het verplichte openbaar overnamebod. Zowel een vrijwillig openbaar overnamebod als een verplicht openbaar overnamebod vallen onder het bereik van art. 5:74 Wft. Het verplichte openbaar overnamebod is geregeld in Afdeling 5.5.1 van de Wet op het financieel toezicht. Daarmee is de opbouw van Hoofdstuk 5.5 enigszins typisch: de Afdelingen 5.5.2, 5.5.3 en 5.5.4 gaan over alle openbare biedingen op effecten en daarmee ook over de beide soorten openbare overnamebiedingen die er zijn (het vrijwillige openbaar overnamebod en het verplichte openbaar overnamebod), terwijl de daaraan voorafgaande Afdeling 5.5.1. alleen gaat over het verplichte openbaar overnamebod.

3 DE EUROPESE RICHTLIJN OVER HET OPENBAAR OVERNAMEBOD EN HET VERPLICHTE OPENBAAR OVERNAMEBOD IN NEDERLAND

Het doel van de richtlijn over het openbaar overnamebod blijkt uit de preambule bij de richtlijn: het gaat om bescherming van aandeelhouders ingeval van een openbaar overnamebod en om uniformering van de regels bij openbare overnamebiedingen in de Europese Economische Ruimte. De tweede en derde considerans van de preambule geven dit als volgt weer:

'(2) Het is noodzakelijk de belangen van de houders van effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen te beschermen wanneer deze vennootschappen met een openbaar overnamebod of een wijziging van de zeggen-

3 'bieder: een natuurlijk persoon, rechtspersoon of vennootschap, dan wel enig naar buitenlands recht daarmee vergelijkbaar lichaam of samenwerkingsverband, door wie of namens wie al dan niet tezamen met een of meer andere natuurlijke personen, rechtspersonen, vennootschappen of daarmee vergelijkbare lichamen of samenwerkingsverbanden een openbaar bod wordt voorbereid of uitgebracht, dan wel is uitgebracht'.

4 'doelvennootschap: de instelling waarvan effecten zijn uitgegeven waarop een openbaar bod is aangekondigd, wordt uitgebracht of dient te worden uitgebracht'.

schap te maken krijgen en ten minste een deel van hun effecten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat is toegelaten.

(3) Het is noodzakelijk om in de gehele Gemeenschap duidelijkheid en transparantie te creëren met betrekking tot juridische kwesties die in het geval van een openbaar overnamebod moeten worden geregeld en om te voorkomen dat de herstructurering van ondernemingen in de Gemeenschap wordt verstoord door willekeurige verschillen in bestuurs- en managementcultuur’.

Het verplichte openbaar overnamebod is in de richtlijn geregeld in art. 5 dat een specifieke groep aandeelhouders wil beschermen: minderheidsaandeelhouders. Dit artikel heeft als titel ‘Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs’. De neerslag hiervan in de Wet op het financieel toezicht is allereerst art. 5:70 lid 1 Wft.⁵

‘Een ieder die alleen of tezamen met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap met zetel in Nederland waarvan aandelen of met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen, zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, brengt een openbaar bod uit op alle aandelen en op alle met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen [...]’.

De motivering van dit verplichte openbaar overnamebod staat in de negende considerans van de preambule bij de richtlijn:

‘(9) De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven. [...]’.

Art. 5:70 lid 1 Wft verplicht een persoon die hetzij alleen hetzij samen met andere personen met wie hij in onderling overleg handelt (*acting in concert*)⁶ zoveel aandelen en een zodanig percentage van de stemrechten in de algemene vergadering van een beursgenoteerde naamloze vennootschap heeft verworven

5 Hierover ook: Asser/Maeijer, Van Solinge & NieuweWeme 2-II* 2009, nr. 626.

6 Naar de Engelse tekst van art. 5 lid 1 van de richtlijn: ‘Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company. [...]’.

dat hij in die vennootschap overwegende zeggenschap heeft, een openbaar overnamebod uit te brengen op de overblijvende aandelen van die vennootschap, zodat de resterende aandeelhouders (die geen of nauwelijks zeggenschap meer hebben) de mogelijkheid hebben hun aandelen te vervreemden. Het verplichte openbaar overname bod geeft de resterende aandeelhouders dus de mogelijkheid van een *exit*. Het percentage van de stemrechten in de algemene vergadering dat de ‘biedplicht’ in werking stelt is de ‘bieddrempel’. De bieddrempel is verrassend laag. Omdat algemene vergaderingen van beursgenoteerde naamloze vennootschappen in het algemeen een laag opkomstpercentage hebben, leidt het verwerven van een betrekkelijk laag percentage aandelen en stemrechten al tot het verwerven van overwegende zeggenschap. Art. 1:1 Wft geeft de Nederlandse invulling van *overwegende zeggenschap*:

‘het kunnen uitoefenen van ten minste 30 procent van de stemrechten in een algemene vergadering van een naamloze vennootschap’.

Het overschrijden van de bieddrempel leidt dus tot de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen. Iemand die aandelen verkrijgt in een beursgenoteerde naamloze vennootschap kan er op verschillende manieren mee worden geconfronteerd dat hij de bieddrempel overschrijdt.⁷ Iemand kan de bieddrempel *bewust actief* overschrijden: deze persoon was toch al van plan een vrijwillig openbaar overnamebod uit te brengen om (volledige) zeggenschap over de doelvennootschap te verwerven, zodat het overschrijden van de bieddrempel er voor hem niet toe doet. Iemand kan de bieddrempel *onbewust actief* overschrijden: deze persoon bouwt een belang in de doelvennootschap op door aandelen bij voorbeeld geautomatiseerd (door middel van een computerprogramma) aan te kopen, terwijl in dat computerprogramma geen ‘rem’ is ingebouwd. En iemand kan de bieddrempel *passief* overschrijden: deze persoon wordt er bij voorbeeld mee geconfronteerd dat de doelvennootschap eigen aandelen inkoopt of dat een dochtermaatschappij van de doelvennootschap aandelen in de moedervenootschap inkoopt: omdat op die aandelen geen stemrecht kan worden uitgeoefend (artikel 2:118 lid 7 van het Burgerlijk Wetboek) kan een percentage van de stemrechten dat kleiner is dan 30% ineens 30% of meer van stemrechten worden.

Een verplicht openbaar overnamebod moet worden uitgebracht tegen een billijke prijs (artikel 5:80a lid 1 Wft): dat is volgens lid 2 in beginsel

‘de hoogste prijs die tijdens het jaar voorafgaande aan de aankondiging van het verplichte bod door de bieder of door de personen met wie deze in onderling overleg handelt [...] is betaald’.

7 De Groot 2007, p. 23.

Art. 5:71 lid 1 Wft formuleert een aantal gevallen waarin de biedplicht niet van toepassing is. Deze uitzonderingen betreffen onder meer het geval waarin iemand overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap waaraan voorlopige surseance van betaling is verleend of die in staat van faillissement is verklaard (onder f), overwegende zeggenschap verkrijgt door erfopvolging (onder g), en al overwegende zeggenschap had op het moment dat aandelen (of certificaten van aandelen) worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (onder i). Andere uitzonderingen betreffen een beschermingsstichting waaraan in het kader van een overnamestrijd als incidentele beschermingsmaatregel (preferente) aandelen zijn uitgegeven 'voor de duur van maximaal twee jaar' (onder c), en een stichting administratiekantoor waarin de aandelen in de vennootschap als permanente beschermingsconstructie zijn ondergebracht en die certificaten van aandelen heeft uitgegeven (onder d). Over (*persons*) *acting in concert* bepaalt art. 5:71 lid 1 onder h Wft dat de biedplicht 'rust op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen'.

Art. 5:73 Wft legt het toezicht op de regeling over het verplichte openbaar overnamebod bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam. Op verzoek van onder meer de doelvennootschap en iedere aandeelhouder van de doelvennootschap kan de Ondernemingskamer degene die overwegende zeggenschap heeft verkregen en niet overgaat tot het uitbrengen van een verplicht openbaar overnamebod een bevel opleggen het bod uit te brengen (lid 1), en tevens maatregelen treffen (lid 2), waaronder schorsing van de uitoefening van het stemrecht op de aandelen in de doelvennootschap door degene die overwegende zeggenschap heeft verworven (onder a) en een verbod aan degene die overwegende zeggenschap heeft verworven op deelname aan de algemene vergadering van de doelvennootschap (onder b).

Degene die verplicht is een openbaar overnamebod uit te brengen kan daar nauwelijks aan ontkomen. Artikel 5:72 lid 1 Wft bepaalt dat deze verplichting slechts vervalt 'indien degene op wie zij rust overwegende zeggenschap verliest binnen dertig dagen na het verkrijgen daarvan' (de 'gratieregeling'), behalve (onder meer) als 'degene op wie de verplichting rust in deze periode zijn stemrechten heeft uitgeoefend' (onder b). Voor personen die in onderling overleg handelen betekent dit dat het beëindigen van hun samenwerking op zichzelf nog niet tot gevolg heeft dat de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen vervalt.

4 (PERSONS) ACTING IN CONCERT

4.1 Algemeen

Art. 1:1 Wft geeft de volgende omschrijving van personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld (*persons acting in concert*):⁸

‘natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen met wie, onderscheidenlijk waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap [...]; de volgende categorieën natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen worden in elk geval geacht in onderling overleg te handelen:

1°. rechtspersonen of vennootschappen die met elkaar deel uitmaken van een groep als bedoeld in artikel 24b van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek;

2°. natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen en de door hen gecontroleerde ondernemingen’.

4.2 De parlementaire geschiedenis: overeenkomst en doel

De memorie van toelichting bij de omschrijving van personen die in onderling overleg handelen wijst er bij het element *samenwerking* op dat sprake moet zijn van een overeenkomst:⁹

‘Er dient sprake te zijn van een overeenkomst op basis waarvan wordt samengewerkt met een of meer andere personen met als doel het verkrijgen van overwegende zeggenschap’,

maar:

‘Aan het element overeenkomst op basis waarvan wordt samengewerkt worden weinig eisen gesteld. Het kan gaan om zowel een uitdrukkelijke als een stilzwijgende overeenkomst, een overeenkomst die mondeling is gesloten of op schrift is gesteld. Samenwerking in de zin van dit onderdeel kan duurzaam maar ook incidenteel zijn’.

8 Onder *gecontroleerde onderneming* wordt verstaan: ‘a. dochtermaatschappij als bedoeld in artikel 24a van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek; of b. onderneming waarover een persoon overheersende zeggenschap kan uitoefenen’.

9 Uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Kamerstukken II* 2005-2006, 30 419, nr 3 (MvT; 22 december 2005), p. 24. Het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft gebruikt de formulering ‘een samenwerkingsverband van personen die in onderling overleg handelen’.

De memorie van toelichting voegt daaraan toe:

‘Of de samenwerking kwalificeert als handelen in onderling overleg in de zin van dit artikel zal echter afhangen van het doel van de samenwerking. Het sluiten van een stemovereenkomst of het (standaard) houden van een voorvergadering kunnen worden aangemerkt als handelen in onderling overleg, mits deze samenwerking als doel heeft het verkrijgen van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap [...]. Doorgaans zal dit doel ontbreken indien deze samenwerking betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang of het houden van bijvoorbeeld een voorvergadering plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap en de informatievertrekking daaromtrent door die vennootschap’.

Vervolgens gaat de memorie van toelichting verder in op het element dat het *doel* van de samenwerking het verwerven van overwegende zeggenschap moet zijn:

‘Voor het element «doel» is de subjectieve intentie [van] de betrokkenen bij de samenwerking op basis van de overeenkomst niet van doorslaggevend belang. Het gaat er om de doelstelling van de samenwerking naar objectieve maatstaven te bezien’, met als toevoeging: ‘Het element «doel» brengt voorts mee dat niet vereist is dat de samenwerking al werkelijk tot (verdere) verkrijging van overwegende zeggenschap heeft geleid [...]. Met andere woorden: de samenwerking hoeft nog niet tot effect te hebben geleid. Of er sprake is van in onderling overleg handelende personen zal veelal afhangen van de concrete omstandigheden van het geval. De enkele omstandigheid dat twee van elkaar onafhankelijke vennootschappen [die] samen meer dan 30% houden van de stemrechten in een vennootschap in een vergadering van aandeelhouders hetzelfde stemgedrag vertonen, betekent nog niet dat zij als «[in] onderling overleg handelende personen» kunnen worden aangemerkt. Hier zijn bijkomende omstandigheden voor nodig’.

Hierover zegt de regering, later in de Eerste Kamer:¹⁰

‘Het [...] uitgangspunt is dat het antwoord op de vraag of in de praktijk sprake is van «personen die in onderling overleg handelen» veelal zal afhangen van de concrete omstandigheden van het geval en (uiteindelijk) door de (Europese) rechter zal moeten worden beoordeeld. Of samenwerking kwalificeert als handelen in onderling overleg zal afhangen van het doel van de samenwerking. Wanneer samenwerking plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap zal daarbij [...] doorgaans het verkrijgen van overwegende zeggenschap als doel ontbreken’.

10 Uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Kamerstukken I* 2006-2007, 30 419, C (MvA; 22 maart 2007), p. 1-2.

Deze passages onderstrepen de elementen *samenwerking op basis van een overeenkomst en doel* in de omschrijving van (*persons*) *acting in concert*. Samenwerking veronderstelt een overeenkomst, maar van een Wft-relevante overeenkomst die leidt tot de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen is pas sprake als het doel van die overeenkomst het verwerven van overwegende zeggenschap is. Aan de overeenkomst worden geen hoge eisen gesteld, maar dat het doel van de overeenkomst inderdaad het verwerven van overwegende zeggenschap is, mag niet voetstoots worden aangenomen. Cryptisch zijn de zinnestelsels dat voor het vaststellen van het doel van de samenwerking ‘de subjectieve intentie [van] de betrokkenen bij de samenwerking op basis van de overeenkomst niet van doorslaggevend belang’ is, en dat het doel van de samenwerking ‘naar objectieve maatstaven’ moet worden vastgesteld. Kennelijk kan een overeenkomst die bij voorbeeld gericht is op het door een stemming in de algemene vergadering vervangen van onwettige bestuurders en commissarissen en die op zichzelf niet is aangegaan met de *intentie* overwegende zeggenschap te verwerven, maar wel dat *effect* heeft, ook *acting in concert* vormen.

4.3 Leentjebuurt bij de Autoriteit Financiële Markten: overeenkomst of ook een gentlemen’s agreement?

In Deel 5 van de Wet op het financieel toezicht gaat Hoofdstuk 5.3 over ‘Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen’. Ook deze bepalingen gaan over beursgenoteerde naamloze vennootschappen waarvan de aandelen (of certificaten van aandelen) zijn toegelaten tot de handel op een geregelde markt. Zo’n vennootschap wordt voor de toepassing van deze bepalingen aangeduid als *uitgevende instelling* (art. 5:33 lid 1 onder a Wft). Art. 5:38 Wft verplicht een ieder ‘die de beschikking krijgt of verliest’ over aandelen (lid 1) en stemmen (lid 2) waardoor het percentage van de aandelen respectievelijk stemmen waarover hij beschikt ‘een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijft’ dat onverwijld te melden aan de Autoriteit Financiële Markten. De percentages waarop deze meldingsplicht betrekking heeft zijn op grond van lid 4: 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%. Art. 5:45 Wft geeft in lid 1 – logischerwijze – aan dat iemand beschikt over aandelen waarvan hij aandeelhouder is en beschikt over stemmen die hij als aandeelhouder kan uitbrengen. Op grond van lid 5 wordt iemand geacht te beschikken ‘over de stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen’. Anders dan in de regeling over het verplichte openbaar overnamebod waar de samenwerking die kan leiden tot de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen zowel incidenteel als duurzaam kan zijn, gaat het bij de samenwerking die kan leiden tot mel-

dingsplicht van stemmen waarover iemand beschikt dus alleen om duurzame samenwerking. Art. 5:52 Wft geeft aan (onder meer) de uitgevende instelling de bevoegdheid een vordering in te stellen wanneer een verplichte melding niet is gedaan. De rechtbank kan dan maatregelen treffen, waaronder een veroordeling van de meldingsplichtige om tot melding over te gaan (lid 4 onder a), schorsing van het stemrecht op de aandelen waarover de meldingsplichtige beschikt (lid 4 onder b), en vernietiging van een besluit van de algemene vergadering van de uitgevende instelling indien aannemelijk is dat het besluit niet zou zijn genomen als de stemmen waarover de meldingsplichtige beschikt niet zouden zijn uitgebracht (lid 4 onder d).

De Autoriteit Financiële Markten heeft over Hoofdstuk 5.3 een *Leidraad voor Aandeelhouders* (juli 2013) uitgebracht.¹¹ In deze leidraad gaat de Autoriteit Financiële Markten ook op art. 5:45 lid 5 Wft in (in paragraaf 3.5.4: 'Overeenkomst duurzaam gemeenschappelijk stembeleid'). De leidraad schrijft in algemene termen: 'Als partijen een overeenkomst hebben gesloten waarbij zij zich verplichten om een duurzaam gemeenschappelijk beleid te voeren en hun stemrecht gezamenlijk uitoefenen, wordt iedere individuele partij geacht te beschikken over de stemmen waarover de andere partij beschikt'. Daarnaast bevat de leidraad drie opvallende passages. In de *eerste passage* (waarin de Autoriteit Financiële markten aangeeft in welke gevallen er géén sprake is van een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen) noemt de Autoriteit Financiële Markten een overeenkomst die wél voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid als bedoeld in art. 5:45 lid 5 Wft *acting in concert*: 'De AFM vindt dat overleg tussen aandeelhouders kan bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling. Dit overleg kan aandeelhouders helpen hun opvattingen beter en eenduidiger over te brengen op een uitgevende instelling. Dit geldt in het bijzonder met het oog op de voorbereiding van een algemene vergadering van aandeelhouders, waarbij overleg kan uitmonden in het geven van stemvolmachten en steminstructies. Aan dergelijke vormen van overleg ligt in de regel geen overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren ten grondslag en kwalificeert dus niet als "acting in concert"'. In de *tweede passage* gaat de Autoriteit Financiële Markten in op het element *overeenkomst* in art. 5:45 lid 5 Wft en rekt dat element op met als gevolg dat ook een *gentlemen's agreement* er onder valt: 'Van duurzaam beleid is sprake wanneer de overeenkomst, die zowel mondeling als schriftelijk kan zijn gesloten, niet voor één enkele algemene vergadering van aandeelhouders zal gelden. De overeenkomst kan ook besloten liggen in gedragingen (denk bijvoorbeeld aan een "handdruk") waaruit de betrokken partijen over en weer mogen afleiden dat zij hun stemrecht voor meerdere algemene vergaderingen van aandeelhouders op een bepaalde wijze zullen uitoefenen'. In

11 <www.afm.nl> professionals, effectenuitgevende en beursgenoteerde ondernemingen, meldingen zeggenschap, leidraad voor aandeelhouders.

de *derde passage* somt de Autoriteit Financiële Markten een aantal feiten en omstandigheden op die het vermoeden rechtvaardigen dat sprake is van een overeenkomst of een *gentlemen's agreement* die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid ('niet limitatief', 'indien in aanloop tot, tijdens of na afloop van een algemene vergadering van aandeelhouders enkele, maar niet noodzakelijk alle, van de volgende feiten of omstandigheden zich voordoen'), waardoor het vereiste van een overeenkomst of een *gentlemen's agreement* die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid sterk wordt geobjectiveerd:

- partijen maken gebruik van dezelfde advocaat of juridisch adviseur;
- partijen sturen de uitgevende instelling brieven met gelijke strekking;
- partijen initiëren gezamenlijk (gerechtelijke) procedures;
- partijen benaderen gezamenlijk de uitgevende instelling;
- het feitelijke stemgedrag van partijen in de algemene vergaderingen van aandeelhouders vertoont bij herhaling overeenstemming;
- partijen hebben onderling gedrags- of steminstructies gegeven of ontvangen;
- een besluit ten aanzien van een strategisch onderwerp is op initiatief van aandeelhouders op de agenda van een algemene vergadering van aandeelhouders gezet;
- aandeelhouders zijn vergoedingen of garantstellingen overeengekomen;
- partijen zijn gevestigd op hetzelfde (statutaire) adres;
- partijen geven publiekelijk te kennen dat zij samenwerken;
- het aankoop-/verkoopgedrag van gelieerde partijen, waarbij te denken valt aan een (rechts)persoon die in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur is verbonden;
- een (rechts)persoon die direct of indirect stemrecht kan uitoefenen of anderszins bepaalde rechten kan uitoefenen waardoor invloed van betekenis kan worden uitgeoefend op het zakelijk of financieel beleid;
- een natuurlijke persoon die in familierechtelijke betrekking staat'.

De Autoriteit Financiële Markten vat een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid als bedoeld in art. 5:45 lid 5 Wft op als (een vorm van) *acting in concert*. Dit is opvallend omdat *acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod en *acting in concert* in de zin van de meldingsregeling niet hoeven samen te vallen. *Acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod kan zowel incidenteel als duurzaam zijn, terwijl *acting in concert* in de zin van de meldingsregeling alleen duurzaam kan zijn. En *acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod moet als intentie of effect het verwerven van overwegende zeggenschap hebben, terwijl *acting in concert* in de zin van de meldingsregeling niet verder hoeft te gaan dan de verplichting een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren. Toch is de kwalificatie van zowel samenwerking tussen aandeelhouders in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod als samenwerking tussen aandeelhouders in de zin van de meldingsregeling als *acting in concert*

niet vreemd: in beide gevallen werken aandeelhouders immers samen, de ene keer om overwegende zeggenschap te verwerven, de andere keer om een duurzaam gemeenschappelijk stembelied te voeren. Zo beschouwd kan *acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod 'leren' van *acting in concert* in de zin van de meldingsregeling: ook bij *acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod hoeft dan geen sprake te zijn van een overeenkomst, maar is een *gentlemen's agreement* voldoende, en ook bij *acting in concert* in de zin van de regeling over het verplichte openbaar overnamebod kunnen bepaalde opvallende feiten of omstandigheden het vermoeden oproepen dat sprake is van de intentie of het effect overwegende zeggenschap te verwerven. In de volgende paragraaf zal onder meer blijken dat de Oostenrijkse *Übernahmekommission* er zonder meer vanuit gaat dat een *gentlemen's agreement* volstaat om te kunnen spreken van *acting in concert* in de zin van de verplicht openbaar overnamebod-regeling. De consequentie van één en ander is dat bij (*persons*) *acting in concert* geen sprake hoeft te zijn van een rechtsverhouding die moet worden gekwalificeerd als een overeenkomst (als het om meer dan twee personen gaat dus een meerpartijenovereenkomst): er kán sprake zijn van een overeenkomst maar dat hoeft niet.

5 OVER DE GRENS: OOSTENRIJK

5.1 Inleiding

Oostenrijk heeft als lid van de Europese Unie de richtlijn over het openbaar overnamebod in het nationale recht geïmplementeerd. In Oostenrijk is de *Übernahmekommission* bevoegd uitspraken te doen over openbare overnamebiedingen.¹² Op 9 september 2013 heeft de *Übernahmekommission* een *Stellungnahme* afgegeven in de zaak *Unternehmens Invest Aktiengesellschaft (UIAG)*.

5.2 Feitencomplex

UIAG was een Oostenrijkse in Wenen beursgenoteerde naamloze vennootschap. Haar geplaatste kapitaal bedroeg € 29.080.000 en was verdeeld in 4.000.000 aandelen. Van de aandelen in UIAG was opgeteld 69,10% in handen van Knünz

12 <www.takeover.at> De uitspraken staan onder *Entscheidungen*; vergelijk in het Verenigd Koninkrijk The Panel on Takeovers and Mergers (www.thetakeoverpanel.org.uk). Zwitserland maakt geen deel uit van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte, maar heeft een regeling over het (verplichte) openbaar overnamebod die sterk verwant is aan de regeling in de richtlijn; ook in Zwitserland functioneert een *Übernahmekommission* (<www.takeover.ch>).

Invest Beteiligungs GmbH (Knünz Invest) en Knünz GmbH. Knünz Invest had zelf twee aandeelhouders: de al genoemde Knünz GmbH en Pierer GmbH: Knünz GmbH hield 49,9% en Pierer GmbH hield 50,1% van de aandelen in Knünz Invest, maar op grond van een overeenkomst (*Syndikatsvertrag*) tussen beide aandeelhouders kon Knünz GmbH alle stemrechten uitoefenen op de aandelen die Knünz Invest hield in UIAG. 9,70% van de aandelen in UIAG werd gehouden door een bank zodat 21,20% van de aandelen in UIAG regelmatig werd verhandeld (in het Engels de *free float*, in het Duits het *Streubesitz*).

Knünz GmbH had vier aandeelhouders: Rudolf Knünz, Regina Maria Knünz, Valentin Karl Knünz und Anna Wieser. Rudolf Knünz was niet alleen de enige bestuurder van Knünz GmbH maar was tot 1 september 2013 ook de enige bestuurder van UIAG. De raad van commissarissen van UIAG bestond uit drie personen en is op 29 juli 2013 uitgebreid tot vijf personen. Op diezelfde dag benoemde de raad van commissarissen Paul Neumann tot tweede bestuurder van UIAG; hij is die functie op 1 september 2013 gaan vervullen. Ook op 29 juli 2013 besloot de algemene vergadering van UIAG tot uitgifte van 250.000 nieuwe aandelen. Dit hing samen met de komst van Paul Neumann die op termijn alle werkzaamheden binnen UIAG van Rudolf Knünz als bestuurder zou overnemen en die zich door het nemen van die 250.000 nieuwe aandelen langdurig aan UIAG verbond. Eén en ander was tevens neergelegd in een *letter of intent* (in het Duits *Punktation*) en twee daaraan gehechte concept-overeenkomsten (een *Syndikatsvertrag* en een *Beteiligungsvertrag*); de partijen bij deze *letter of intent* en de concept-overeenkomsten waren UIAG, Knünz Invest, Knünz GmbH, Rudolf Knünz en Paul Neumann. Na de uitgifte van de aandelen aan Paul Neumann zou de verdeling van het aandelenbezit in UIAG als volgt zijn:

- Knünz Invest en Knünz GmbH: 63,22%;
- de bank: nog steeds 9,70%;
- free float: nog steeds 21,20%;
- Paul Neumann: 5,88%, op termijn uit te bouwen tot ten minste 10%.

Knünz GmbH en Knünz Invest hebben de *letter of intent* en de twee concept-overeenkomsten ter beoordeling voorgelegd aan de *Übernahmekommission*. Zij vroegen de *Übernahmekommission* om een (niet bindende) *Stellungnahme* over de vraag of het toetreden van Paul Neumann onder de beoogde voorwaarden ertoe zou leiden dat Knünz GmbH, Knünz Invest en Paul Neumann op basis van *acting in concert* (als in onderling overleg handelende personen, *gemeinsam vorgehende Rechtsträger*) een verplicht openbaar overnamebod zouden moeten uitbrengen.

5.3 Beoordeling door de Übernahmekommission

De *Übernahmekommission* overwoog dat Knünz GmbH – omdat Knünz GmbH alle stemrechten kon uitoefenen op de aandelen die Knünz Invest hield in UIAG

– Knünz Invest beheerste, zodat zij voor de toepassing van de rechtsregels rond openbare overnamebiedingen moesten worden opgevat als *in onderling overleg handelende personen*. De *Übernahmekommission* overwoog voorts dat Knünz GmbH en Knünz Invest op hun beurt – gegeven de omvang van hun belang in UIAG – UIAG beheersten. Dit had tot gevolg dat de biedplicht van toepassing kon zijn (ook personen die in onderling overleg handelen kunnen immers verplicht zijn een openbaar overnamebod uit te brengen), temeer omdat niet alleen het aangaan van een overeenkomst (of het bestaan van een *gentlemen's agreement*) om overwegende zeggenschap te verwerven maar ook het wijzigen of beëindigen van een overeenkomst (of van het bestaan van een *gentlemen's agreement*) tussen personen die al overwegende zeggenschap hebben tot biedplicht kan leiden. In het laatste geval gaat het om een overeenkomst (of een *gentlemen's agreement*) die betrekking op de wijze waarop de personen die in onderling overleg handelen de overwegende zeggenschap uitoefenen:

‘Die Pflicht zur Stellung eines Übernahmeangebots besteht nicht nur bei Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung durch *einen* Rechtsträger. Vielmehr können [...] auch die Begründung, Auflösung und Änderung einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger [...] die Angebotspflicht auslösen, sofern die Gruppe insgesamt eine kontrollierende Beteiligung [...] hält [...]. Unter gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern sind [...] natürliche oder juristische Personen zu verstehen, die [...] auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben, insbesondere durch Koordination der Stimmrechte. Der Begriff der Absprache umfasst alle Formen von Absprachen zwischen Aktionären unabhängig von ihrer Form oder ihrer rechtlichen Durchsetzbarkeit’.

Vervolgens ging de *Übernahmekommission* in op het *Syndikatsvertrag*. Naar het oordeel van de *Übernahmekommission* ging het bij de beoordeling van een degelijke samenwerkingsovereenkomst vooral om de vraag of zich een verandering voordeed in de samenstelling van de groep personen die in onderling overleg handelen of in de manier waarop binnen die groep personen de besluitvorming tot stand komt:

‘Dabei wird die Angebotspflicht entweder durch die Änderung der Zusammensetzung der Gruppe (Mitgliederwechsel bzw Eintritt oder Austritt einzelner Mitglieder) oder durch die Änderung der vertraglichen Grundlagen des bestehenden Syndikats (insbesondere der Regeln über die interne Willensbildung) ausgelöst, sofern die Willensbildung dadurch durch einen anderen Rechtsträger oder durch eine andere Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann [...]. [...] Es ist nicht bloß die Änderung der an der Gruppe beteiligten Rechtsträger zu beurteilen, sondern vielmehr auch die qualitative Veränderung des Einflusses einzelner Gruppenmitglieder innerhalb der Gruppe [...]. [...] Entscheidend ist somit, ob und inwieweit die Willensbildung der Gruppe Gegenstand der Änderung ist [...] und ob sich bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise die Machtverhältnisse in der Gruppe ändern’.

In concreto overwoog de *Übernahmekommission* dat de raad van commissarissen van UIAG nu uit vijf leden bestond: de drie ‘oude’ leden die waren benoemd op voorstel van Knünz GmbH/Knünz Invest, en de twee ‘nieuwe’ leden van wie één onafhankelijk was en één op grond van de *letter of intent* en het *Syndikatsvertrag* was benoemd op voorstel van Paul Neumann. Bovendien was Paul Neumann zelf bestuurder geworden van UIAG. In dat verband speelde een rol dat volgens de *letter of intent* de statuten (de *Satzung*) van UIAG zodanig zouden moeten gewijzigd dat bij een impasse in het (tweehoofdige) bestuur van UIAG een aantal besluiten moesten worden genomen door de raad van commissarissen met een drie-vierde meerderheid:

‘Nach der Zuwahl [van de twee ‘nieuwe’ leden] haben die von *Knünz GmbH* und *Knünz Invest* nominierten Mitglieder des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft weiterhin die *einfache Mehrheit im Aufsichtsrat*. Im konkreten Fall gilt es jedoch zu beachten, dass Herr Neumann selbst gleichberechtigtes Vorstandsmitglied geworden ist, der vom Vorstandsvorsitzenden Dr. Rudolf Knünz nicht überstimmt werden kann. Als Vorstandsmitglied genießt Herr Neumann daher bereits Einblick in nahezu sämtliche Belange der Gesellschaft. Darüber hinaus sind [die] Puktation und die Satzung der UIAG mitzubedenken. Können sich nämlich die Vorstandsmitglieder nicht über a) Geschäfte, zu denen die Zustimmung des Aufsichtsrates erforderlich ist, b) die Erstellung des jährlichen Budgets und der Mittelfristplanung, oder c) die Festlegung von Grundsätzen der inneren Organisation einigen, so verpflichten sie sich nach [...] der Puktation, die Entscheidung, ob diese Maßnahme durchgeführt werden soll, dem Aufsichtsrat vorzulegen. Dieser hat dann darüber mit einer *Mehrheit von drei Viertel der abgegebenen Stimmen* zu entscheiden. Solche Beschlüsse kann die Knünz-Gruppe in Zukunft gerade nicht mehr alleine fassen; diese bedürfen vielmehr der Zustimmung des unabhängigen Mitglieds [...]. Die Zustimmung des von Herrn Neumann nominierten Aufsichtsratsmitglieds erscheint im Falle einer Unstimmigkeit im Vorstand höchst unwahrscheinlich’.

Op grond van het voorgaande kwam de *Übernahmekommission* tot de tussenconclusie dat Knünz GmbH, Knünz Invest en Paul Neumann in de toekomstig opzet voor de toepassing van de rechtsregels rond openbare overnamebiedingen moesten worden opgevat als in onderling overleg handelende personen:

‘Die Bestellung von Herrn Neumann zum gleichberechtigten Vorstandsmitglied, das ihm eingeräumte Nominierungsrecht für den Aufsichtsrat sowie der Beschlussmechanismus im Aufsichtsrat bei Pattsituationen im Vorstand führen in einer Gesamtschau zu dem Ergebnis, dass Knünz GmbH, Knünz Invest und Herr Neumann als gemeinsam vorgehende Rechtsträger [...] zu qualifizieren sind’.

Bij deze stand van zaken was naar het oordeel van de *Übernahmekommission* beslissend of Knünz GmbH/Knünz Invest in de toekomst de statuten van UIAG nog kon veranderen om hun wil door te zetten (door bij voorbeeld het aantal leden van het bestuur of de raad van commissarissen uit te breiden om hun positie veilig te stellen). Als dat niet zo was, zouden Knünz GmbH, Knünz

Invest en Paul Neumann verplicht zijn een openbaar overnamebod uit te brengen. Maar volgens de *letter of intent* en het *Syndikatsverdrag* zou Paul Neumann (op enkele uitzonderingen na) een instemmingsrecht krijgen voor statutenwijzigingen. Paul Neumann kon, hoewel hij minderheidsaandeelhouder zou worden, de besluitvorming over belangrijke kwesties dus tegenhouden:

‘bei der Beurteilung [ist] zu prüfen, ob nunmehr andere Rechtsträger die Zielgesellschaft beherrschen können. Dabei ist zB zu berücksichtigen, ob eine Sperrminorität im Syndikat verloren geht oder entsteht [...]. Gerade eine solche Sperrminorität erhält Herr Neumann im Ergebnis aufgrund der entscheidungsgegenständlichen Vereinbarung: Obwohl seine Beteiligung anfangs lediglich 5,88% und später 10% betragen soll, wird es Herrn Neumann dadurch möglich sein, wesentliche Satzungsänderungen [...] zu verhindern. [...] Das Herr Neumann eingeräumte Zustimmungs- bzw Vetorecht führt im Ergebnis dazu, dass sich die Knünz-Gruppe in für die Zielgesellschaft wirtschaftlichen und machtpolitisch wesentlichen Fragen mit Herrn Neumann einigen muss’.

De *Übernahmekommission* kwam dan ook tot de conclusie dat uitvoering van de *letter of intent* en de daaraan gehechte concept-overeenkomsten Knünz GmbH, Knünz Invest en Paul Neumann zou verplichten een openbaar overnamebod uit te brengen, tenzij het instemmingsrecht van Paul Neumann voor statutenwijzigingen daaruit geschrapt zou worden:

‘Aufgrund des festgestellten Sachverhaltes gelangt [die Übernahmekommission] daher zu der Ansicht, dass Knünz GmbH, Knünz Invest und Herr Neumann als gemeinsam vorgehende Rechtsträger [...] zu qualifizieren sind. Bei Umsetzung des in [...] der Punktation bzw des im Syndikatsvertrag vereinbarten Zustimmungsrechts von Herrn Neumann tritt nach Ansicht [der Übernahmekommission] zudem eine qualitativ relevante Änderung der Kontrollverhältnisse in der Zielgesellschaft ein, mit der [...] die *Angebotspflicht* der Knünz GmbH, der Knünz Invest und Herrn Neumanns einhergeht. [...] Bei Streichung des in [...] der Punktation bzw des im Syndikatsvertrag vereinbarten Zustimmungsrechts von Herrn Neumann [...] ist hingegen von einer bloß geringfügigen Änderung der Willensbildung in der Zielgesellschaft auszugehen, welche nicht die *Angebotspflicht* [...] auslöst’.

Naar het oordeel van de *Übernahmekommission* zijn personen die in onderling overleg handelen inderdaad verplicht een openbaar overnamebod uit te brengen wanneer een verandering optreedt in de samenstelling van of machtsverhoudingen binnen de groep personen die in onderling overleg handelen (doordat personen uit de groep treden of nieuwe personen toetreden tot de groep, of de onderlinge verhoudingen binnen de groep opnieuw worden vormgegeven).

6 CONCLUSIE

De parlementaire geschiedenis bij de implementatie van de richtlijn over het verplichte openbaar overnamebod in Nederland geeft waarschijnlijk een te beperkt beeld van wat moet worden verstaan onder (*persons*) *acting in concert*. De parlementaire geschiedenis gaat ervan uit dat het bij in onderling overleg handelende personen moet gaan om personen die op grond van een overeenkomst als (geobjectiveerd) doel hebben overwegende zeggenschap te verwerven in een beursgenoteerde naamloze vennootschap. Er zijn aanwijzingen dat niet noodzakelijk sprake hoeft te zijn van een *overeenkomst* met dat doel. De Autoriteit Financiële Markten gaat er in een andere, maar verwante, regeling van uit dat een *gentlemen's agreement* dezelfde status heeft als een overeenkomst. De Oostenrijkse *Übernahmekommission* gaat daar ook van uit. De *Übernahmekommission* is verder van oordeel dat in onderling overleg handelende personen verplicht zijn een openbaar overnamebod uit te brengen wanneer zich een *kwalitatieve* verandering voordoet in de invloed die de verschillende personen die in onderling overleg handelen hebben op de besluitvorming binnen de groep. Dat betekent dat het uittreden uit of toetreden tot de groep van *persons acting in concert* en/of het wijzigen van de voorwaarden waaronder de in onderling overleg handelende personen optreden ertoe kan leiden dat de biedplicht (opnieuw) ontstaat als de wijze van besluitvorming kwalitatief verandert. Daarvan zal bij toetreden en uittreden spoedig sprake zijn. Het gevolg is dat het handelen van één persoon binnen de groep van *persons acting in concert* (de persoon die toetreedt of uittreedt) onder omstandigheden een vergaande consequentie kan hebben voor de andere deelnemers: zij (en bij toetreden ook de persoon die erbij komt) worden geconfronteerd met de verplichting een – financieel zwaarwegend – openbaar overnamebod uit te brengen.

Hoewel art. 1:1 Wft personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld omschrijft als 'natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen met wie, onderscheidenlijk waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap' staat het begrip (*persons*) *acting in concert* uiteindelijk nogal ver van een overeenkomst af. Er kan sprake zijn van een overeenkomst (als het om meer dan twee personen gaat dus een meerpartijenovereenkomst) maar ook van een *gentlemen's agreement*. Daar komt bij dat de verplicht openbaar overnamebod-regeling een paar bijzondere kenmerken heeft. Wanneer personen die in onderling overleg handelen verplicht zijn een openbaar overnamebod uit te brengen, leidt het beëindigen van hun samenwerking er op zichzelf niet toe dat de verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen vervalt. En een kwalitatieve verandering in de samenstelling van of machtsverhoudingen binnen de groep personen die in onderling overleg handelen (doordat personen uit de groep treden of nieuwe personen toetreden tot de groep, of de onderlinge verhoudingen binnen de groep opnieuw worden

vormgegeven) leidt ertoe dat een (nieuw) openbaar overnamebod moet worden uitgebracht. Hierbij moet worden bedacht dat de beide laatste kenmerken van de verplicht openbaar overnamebod-regeling ook van toepassing zijn als de samenwerking tussen de in onderling overleg handelende personen wél een overeenkomst is. Dat betekent dat op deze punten de eventuele kwalificatie van de samenwerking tussen de in onderling overleg handelende personen als overeenkomst geen gevolgen heeft voor hun positie in de verplicht openbaar overnamebod-regeling, maar dat (andersom) de verplicht openbaar overnamebod-regeling hun positie als partijen bij een overeenkomst doorkruist. Zij kunnen zich door het beëindigen van hun samenwerking niet zomaar aan de regeling onttrekken en moeten erop bedacht zijn dat herinrichting van hun samenwerking kan leiden tot biedplicht. Om het anders te zeggen: omdat de verplicht openbaar overnamebod-regeling uiteindelijk uitgaat van andere, bredere, uitgangspunten dan contractuele uitgangspunten moet ook samenwerking tussen personen die in onderling overleg handelen die wél een overeenkomst is zich schikken naar de regeling.

