



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Het openbaar bod op aandelen van beursvennootschappen

Koster, H.; Burggraaf, J.L.; Buuren, M.P.P. van

Citation

Koster, H., & Burggraaf, J. L. (2023). Het openbaar bod op aandelen van beursvennootschappen. In M. P. P. van Buuren (Ed.), *Bedrijfsovername* (pp. 75-100). Deventer: Wolters Kluwer. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3728454>

Version: Accepted Manuscript

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3728454>

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

Het openbaar bod op aandelen van beursvennootschappen

Harold Koster¹ & Jan Louis Burggraaf²

1. Inleiding

1.1 Introductie

Een beursgenoteerde vennootschap is een vennootschap waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een effectenbeurs. De in Nederland genoteerde beursvennootschappen zijn aan de Euronext Amsterdam genoteerd.³ De keuze voor een beursnotering kan op verschillende overwegingen gebaseerd zijn. In zijn algemeenheid is een belangrijke overweging dat een onderneming kapitaal nodig heeft, bijvoorbeeld voor investeringen, en dat naast de eigen cash flow en schuldfinanciering, nog verdere financiering nodig is. Dit laatste kan door het aantrekken van eigen vermogen dat beschikbaar wordt gesteld door huidige of nieuwe aandeelhouders. Een andere overweging die een rol kan spelen is dat een beursgang door de zittende aandeelhouders benut kan worden (een deel van) de waarde van hun aandelenbezit in een vennootschap te verzilveren. Door de overheid kan een beursnotering ingezet worden bij privatisering. Tenslotte kan een beursnotering uitkomst bieden als een conglomeraat, bijvoorbeeld op basis van een strategische heroriëntatie naar ‘kernactiviteit’, tot een splitsing of het geheel afstoten van de verschillende activiteiten wenst over te gaan.

Wordt gekozen voor een beursnotering, dan is sprake van het aanbieden van effecten⁴ aan het publiek. Hiervoor gelden regels die in Europees verband zijn geharmoniseerd door de Prospectusverordening. Achterliggende gedachte hierbij is dat beleggers bij de aankoop van effecten beschermd moeten worden door verschaffing van specifiek voorgeschreven informatie die moet worden opgenomen in een prospectus. Het prospectus moet alle informatie bevatten die nodig is om beleggers in staat te stellen zich een goed oordeel te vormen over de onderneming en (daarmee) van de waarde van de aandelen. Dit prospectus moet worden goedgekeurd door de AFM of een bevoegde toezichthouder uit een andere EU lidstaat. Na goedkeuring van het prospectus, kan dat prospectus ook worden gehanteerd voor

¹ Verbonden aan de Afdeling ondernemingsrecht Universiteit Leiden.

² Partner Burggraaf & Hoekstra..

³ Zie voor een overzicht van recente ontwikkelingen J.W. Hoevers, J.G. Klijnsma en N. Engbers, Analysis of the active 2019/2021 IPO season, *Ondernemingsrecht* 2021/96.

⁴ In dit hoofdstuk wordt zowel verwezen naar effecten als aandelen. Effecten is het meer omvattende begrip; een aandeel is immer een effect terwijl niet elk effect ook altijd aandeel is.

de aanbidding van aandelen aan het publiek in andere lidstaten, omdat de andere EU lidstaten na goedkeuring door een bevoegde toezichthouder dit dienen te erkennen en niet ook nog mogen onderwerpen aan een eigen goedkeuringsprocedure.⁵

Tijdens de beursnotering kan het zich voordoen dat op enig moment één of meerdere partijen alle aandelen (van een bepaalde soort) van een beursgenoteerde onderneming wenst/wensen of dient/dienen te kopen. De koper zal daarover dan tot overeenstemming dienen te komen met de houders van deze aandelen.⁶ Doorgaans zal de beoogde koper echter niet weten wie alle aandeelhouders zijn, onder meer omdat meldingen door aandeelhouders en andere stemgerechtigden over (wijzigingen in) zeggenschap en kapitaalbelang slechts vereist zijn bij het bereiken van een bepaalde omvang van dit belang en de meeste aandeelhouders een dergelijke drempel niet halen.⁷ Gevolg is dat koper(s) deze aandeelhouders niet, althans niet allemaal, rechtstreeks kan/kunnen benaderen met de vraag of zij hun aandelen willen verkopen. De oplossing hiervoor is dat de koper een openbaar bod kan uitbrengen. Een openbaar bod wordt in art. 1:1 Wft gedefinieerd als een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in art. 6:217 lid 1 BW op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te verwerven. Het openbaar bod wordt meestal gedaan door het algemeen verkrijgbaarstellen van een biedingsbericht. Art. 1:1 Wft omschrijft een effect onder meer als een verhandelbaar aandeel en in dit hoofdstuk zal verder de focus alleen op dergelijke aandelen liggen.⁸ In bepaalde gevallen is het uitbrengen van een openbaar bod zelfs verplicht.

Hoofdstuk 5.5 Wft bevat regels voor het openbaar bod, welke nader zijn uitgewerkt in het Besluit openbare biedingen Wft, het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft alsmede de Vrijstellingsregeling Wft. Voorts is relevant de Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (hierna: Overnamerichtlijn). Daarnaast gelden er bij openbare biedingen enkele specifieke

⁵ Er is dan sprake van een geldig 'paspoort'.

⁶ Zie hierover uitgebreid G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, p. 1-230.

⁷ Op basis van art. 5:38 lid 4 Wft is de laagste drempelwaarde thans 3 procent. Belangen kleiner dan 3 procent blijven derhalve in principe voor derden onzichtbaar.

⁸ Daarnaast gelden als effecten op basis van art. 1:1 Wft de volgende: i) een ander met een verhandelbaar aandeel gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht niet zijnde een appartementsrecht; ii) een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldbewijs; en iii) elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een van de hiervoor bedoelde effecten door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld.

vennootschapsrechtelijke regels die zijn opgenomen in art. 2:359a e.v. BW.⁹ Ten slotte zijn ook relevant de Wet op de ondernemingsraden en de SER-Fusiegedragsregels 2015. Naast specifieke regels betreffende een openbaar bod, gelden uiteraard ook de civielrechtelijke bepalingen inzake aanbod en aanvaarding. Een openbaar bod is, anders dan een tenderbod, (zie hierna), nadat dit is uitgebracht, een onherroepelijk aanbod door koper(s) jegens aandeelhouders, welke aandeelhouders kunnen aanvaarden door aanbieding van hun aandelen. Bij een tenderbod ligt dit anders, doordat de bieder ‘slechts’ een uitnodiging doet tot het doen van een aanbod (door de aandeelhouders zelf) om aandelen in de bieder tegen een door deze aandeelhouder zelf genoemde prijs aan te bieden. In dit hoofdstuk bespreken en analyseren wij de belangrijkste regels die bij een openbaar bod gelden waaronder de vraag wanneer het uitbrengen van een openbaar bod verplicht is.

1.2 Vormen van openbaar bod

Er kunnen verschillende vormen van het openbaar bod worden onderscheiden. In art. 1 Besluit openbare biedingen Wft worden de volgende vormen onderscheiden. Ten eerste het *volledig bod*. Dit betreft een openbaar bod dat de geboden prijs of ruilverhouding vermeldt en dat strekt tot verwerving van alle effecten van de doelvennootschap van dezelfde categorie of klasse, terwijl het niet om een verplicht bod gaat. Ten tweede het *partieel bod*. Dat is een openbaar bod dat de geboden prijs of ruilverhouding vermeldt en dat strekt tot verwerving van minder dan 30 procent van de stemrechten in de algemene vergadering van de doelvennootschap. Ten derde het *tenderbod*. Het gaat hierbij om een openbaar bod waarbij de bieder de rechthebbenden van effecten van de doelvennootschap uitnodigt om die effecten tegen een door de rechthebbenden te bepalen tegenprestatie aan de bieder aan te bieden en dat strekt tot verwerving van minder dan 30 procent van de stemrechten in de algemene vergadering van de doelvennootschap. Ten vierde het *verplicht bod*. Dat is een openbaar bod dat op grond van art. 5:70 lid 1 Wft wordt uitgebracht of dient te worden uitgebracht of een openbaar bod dat op grond van het recht van een andere lidstaat wordt uitgebracht of dient te worden uitgebracht en waarvan de AFM op grond van art. 5:74 lid 2 Wft het biedingsbericht kan goedkeuren. De verplichting om op basis van art. 5:70 lid 1 Wft een openbaar bod uit te brengen ontstaat wanneer overwegende zeggenschap is verkregen, dat wil zeggen meer dan 30 procent van de stemrechten.

⁹ Ons zijn geen vennootschappen bekend die deze regeling toepassen. Wij gaan er daarom verder niet op in.

Daarnaast wordt wel een onderscheid gemaakt tussen een vriendelijk bod en een onvriendelijk of vijandig bod. Van een vriendelijk bod is sprake als het openbaar bod wordt uitgebracht met medewerking en instemming van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap. In het geval van onvriendelijk bod, ook wel aangeduid als een vijandelijk bod of vijandig bod, zijn deze medewerking en instemming er niet. Voorts wordt in de praktijk nog een onderscheid gemaakt op basis van de door de bieder te betalen tegenprestatie: er kan sprake zijn van een cashbod, een ruilbod of een gemengd bod. Bij een cashbod bestaat de vergoeding uit geld en bij een ruilbod bestaat deze uit louter effecten. Bij een gemengd bod is sprake van een combinatie van geld en effecten. Bij een ruilbod aangeboden effecten betreffen in de regel aandelen in de bieder, maar het komt ook wel eens voor dat het om door een derde uitgegeven effecten gaat. Ten slotte noemen we nog het zogenaamde concurrerend bod. Daarvan is sprake als eerst een openbaar bod is uitgebracht en daarna door een andere bieder eveneens een openbaar bod wordt uitgebracht op dezelfde effecten. Geschiedt dit concurrerend bod op verzoek van het bestuur van de doelvennootschap, dan duidt men de concurrerende bieder wel aan als een ‘white knight’.¹⁰

1.3 ‘Put up or shut up’-regeling

In Nederland kennen we inmiddels de zogeheten ‘put up or shut up’-regeling. Dit houdt in dat de AFM, op verzoek van een uitgevende instelling waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland, in bepaalde situaties zoals dat “degene die terzake van de uitgevende instelling informatie openbaar heeft gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij overweegt om een openbaar bod op die effecten voor te bereiden”¹¹ deze kan verplichten om binnen zes weken bij persbericht een openbaar bod aan te kondigen (‘put up’) of mee te delen een dergelijk voornemen niet te hebben en hierover een persbericht te laten uitgaan. Als wordt afgezien van een openbaar bod, dan is het hem en de personen met wie hij in overleg handelt, gedurende zes maanden niet toegestaan een openbaar bod op die effecten aan te kondigen of uit te brengen (‘shut up’). Volgt dit persbericht niet, dan bedraagt die periode negen maanden. Bij overtreding van dit verbod kan de Ondernemingskamer op verzoek van de doelvennootschap een bevel geven aan degene op wie de overwegende

¹⁰ Zie ook art. 9 lid 2 Overnamerichtlijn waar het zoeken naar alternatieve biedingen uitdrukkelijk wordt vermeld als een toegestane actie.

¹¹ Art. 2a lid 1 Besluit openbare biedingen Wft

zeggenschap rust het belang dat hem die zeggenschap verschaft, af te bouwen. Een ‘shut up’ geldt ook als de bieder na het vier-weken persbericht dat hij een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht bij de AFM zal indienen geen openbaar bod uitbrengt, of in het vier-weken persbericht heeft meegedeeld dat hij geen aanvraag tot goedkeuring zal indienen, of na de aankondiging van het bod geen aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht indient. Dit geldt voorts ook als de AFM het biedingsbericht heeft goedgekeurd maar de bieder geen bod uitbrengt.¹²

2. Voorfase¹³

2.1 Algemeen

Bij een (potentieel) vriendelijk openbaar bod is sprake van een bijzondere situatie. Er wordt een bod uitgebracht of voorbereid op (alle) aandelen van een beursgenoteerd bedrijf. Bij een dergelijke overname is doorgaans sprake van een driehoeksituatie. Omdat het praktisch gezien onmogelijk is om zich ten overstaan van alle aandeelhouders in een beursgenoteerd bedrijf als bieder te identificeren, laat staan daarmee te onderhandelen, onderhandelt de bieder met (het bestuur van) de betreffende vennootschap, terwijl deze in de regel geen of zeker niet alle aandelen in de vennootschap bezit en dus niets verkoopt. Bij een openbaar bod heeft een bieder over het algemeen het oogmerk om door het verwerven van de aandelen een overname te bewerkstelligen.¹⁴ Het bod is niet gericht tot specifieke personen, maar wordt (in beginsel) uitgebracht aan alle aandeelhouders. De doelvennootschap (het bestuur) heeft de plicht om haar aandeelhouders te laten weten of zij het bod al dan niet steunt.¹⁵ Vervolgens zijn de aandeelhouders aan zet en kunnen zij het gedane openbaar bod afwijzen of aanvaarden door middel van het aanbieden (‘tenderen’) van hun aandelen aan de betreffende bieder. Zelfs bij een openbaar bod - als gevolg waarvan de bieder koopt van de aandeelhouders (en dus niet van de doelvennootschap) - vervullen het bestuur en de raad van commissarissen van een doelvennootschap een belangrijke rol.¹⁶ Het bestuur en de raad van commissarissen zullen een

¹² Dit was het geval bij de geplande overname van KPN door América Movil. Na de goedkeuring van het biedingsbericht door de AFM trok América Movil alsnog het bod in.

¹³ Voor deze paragraaf is geput uit H. Koster, Na AkzoNobel: meer bescherming vereist voor beursvennootschappen?, *O&F* 2018/1.

¹⁴ W.B. Kuijpers & A. van der Krans, De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod, *O&F* 2014/1, p.19-31.

¹⁵ Artikel 18 en bijlage G, onder 1, Bob.

¹⁶ Zie hierover ook C.J.C. de Brauw, Strategiebepaling bij beursvennootschappen, activistische aandeelhouders en bescherming in het Nederlandse stakeholdermodel, *Ondernemingsrecht* 2022/25.

proactieve houding moeten aannemen¹⁷ en zich intensief moeten bemoeien met het overnameproces.¹⁸ Anders dan specifieke bepalingen voor het bestuur bestaan op dit gebied overigens nauwelijks concrete wettelijke spelregels voor het bestuur en de raad van commissarissen. Zij zullen vooral moeten afgaan op de algemene regels over haar taken en open gedragsnormen¹⁹ omdat Boek 2 BW noch de Wft een formele taakomschrijving bevat voor de taken en verantwoordelijkheden van de raad van commissarissen bij een openbaar bod.²⁰ De Nederlandse corporate governance code bevat wel een specifieke bepaling over de rol van het bestuur en de raad van commissarissen. In principe 2.8 is vastgelegd dat bij een overnamebod op de (certificaten van) aandelen in de beursvennootschap zowel het bestuur als de raad van commissarissen voor een zorgvuldige weging van de betrokken belangen van de stakeholders en het voorkomen van belangenverstrengeling voor commissarissen of bestuurders zorgen.

2.2 Algemene beginselen openbaar bod

Openbare biedingen op aandelen zijn gereguleerd omdat de Europese en nationale wetgever van mening zijn dat deze transacties op een overzichtelijke en transparante wijze dienen plaats te vinden. In art. 3 Overnamerichtlijn zijn enkele algemene beginselen vastgelegd die dit nader invullen. Het gaat om de volgende beginselen:

- a) alle houders van effecten van een doelvennootschap van dezelfde soort moeten op gelijkwaardige wijze worden behandeld; bovendien dienen, indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten te worden beschermd;
- b) de houders van effecten van een doelvennootschap moeten over voldoende tijd en inlichtingen beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen; het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap moet in zijn advies aan de

¹⁷ Zo lagen de commissarissen van Ten Cate in dit kader onder vuur. De RvC zou te passief gehandeld hebben. Zie J. Bos 'Wrevel over rol commissarissen bij overname van Ten Cate', *FD* 25 november 2015.

¹⁸ J.L. Burggraaf, De rol van de raad van commissarissen bij een onderneming in financiële moeilijkheden, in: G. van Solinge e.a., *Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden*, Deventer: Kluwer 2014, p. 105-118. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 15 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ1149 (Van der Moolen), r.o.v. 9.3.9 en 9.5.2.

¹⁹ Zie o.a. 2:8 BW.

²⁰ M.W. Josephus Jitta & B.R. van der Klip, De rol van het bestuur en de raad van commissarissen bij een openbaar bod, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 299 - 300. C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2017.

- houders van effecten zijn visie geven op de gevolgen van de uitvoering van het bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap;
- c) het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en mag de houders van effecten niet de mogelijkheid ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen;
- d) er mogen geen oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap, waardoor de prijzen van de effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markten zou worden verstoord;
- e) eenieder mag zijn bod pas aankondigen nadat hij ervoor heeft gezorgd dat hij een tegenprestatie in geld, indien deze wordt aangeboden, kan opbrengen en indien hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken;
- f) de doelvennootschap mag niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden worden gehinderd door een bod op haar effecten.

Openbare biedingen op Nederlandse beursvennootschappen komen regelmatig voor. Informatie over openbare biedingen in Nederland is te vinden in het register dat de AFM bijhoudt over openbare biedingen dat teruggaat tot 2001.²¹ Het belang van overnames doormiddel van een openbaar bod voor de economie, de kapitaalmarkt en de werkgelegenheid is veelal groot.

2.3 Informatieverstrekking

Informatieverstrekking door openbare mededelingen door de (beoogde) bidder en de doelvennootschap speelt een belangrijk rol tijdens het biedingsproces. Daarover is in art. 4 Bob bepaald dat indien op grond van het Besluit openbare biedingen Wft een openbare mededeling is vereist, deze openbare mededeling onverwijld en overeenkomstig het bij of krachtens art. 17 lid 1, 2^e alinea Verordening marktmisbruik bepaalde wordt gedaan.²² Art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik is daarbij van overeenkomstige toepassing.

Op basis van art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik kan een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking

²¹ Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen>

²² Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik.

van voorwetenschap uitstellen mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. Het betreft de navolgende: Ten eerste zou onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt. Ten tweede is het niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid. Ten derde is de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen. Als een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt de openbaarmaking van voorwetenschap heeft uitgesteld, stelt deze volgens de Verordening marktmisbruik de bevoegde autoriteit daarvan onmiddellijk nadat de informatie openbaar is gemaakt op de hoogte en zet hij schriftelijk uiteen op welke wijze aan de drie hiervoor genoemde voorwaarden voor het uitstel is voldaan. Als alternatief kunnen de lidstaten op basis van de Verordening marktmisbruik bepalen dat een afschrift van een dergelijke toelichting enkel op verzoek van de bevoegde autoriteit hoeft te worden overlegd. Nederland heeft deze optie geïmplementeerd. Aldus is slechts een schriftelijke toelichting vereist indien de beoogde de autoriteit, in Nederland de AFM, daarom verzoekt. Er is van deze optie gebruik gemaakt om extra lasten voor het bedrijfsleven te voorkomen en voorts om te voorkomen dat de AFM veel documenten ontvangt die gearchiveerd moeten worden die op dat moment mogelijk nog weinig waardevol zijn voor het toezicht.²³

Voorts rust op de bieder en de doelvennootschap de algemene verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld te openbaren. Daarnaast kent het Besluit openbare biedingen Wft nog een groot aantal specifieke openbaarmakingsverplichtingen. Denk bijvoorbeeld aan verplichtingen voor de (beoogde) bieder tot openbaarmaking in geval van effectentransacties²⁴, de ‘put-up or shut-up’-regeling²⁵, de aankondiging van het openbaar bod²⁶, het zogeheten vierwekenbericht²⁷, de mededeling inzake ‘certainty of funds’²⁸, het uitbrengen van het bod²⁹, mededelingen inzake (opschortende) voorwaarden waaronder het bod is gedaan³⁰, gestanddoening van het openbaar bod³¹ en het eventueel aanbieden van een na-aanmeldingstermijn³². In de praktijk blijkt het niet altijd even duidelijk wanneer door wie welke openbare mededelingen (d.i. veelal persberichten) dienen te worden gedaan. Belangrijk

²³ *Kamerstukken II 2015/16*, 24 455, nr. 3, p. 27.

²⁴ Art. 5 en art. 13 Besluit openbare biedingen Wft

²⁵ Art. 2a Besluit openbare biedingen Wft

²⁶ Art. 5 Besluit openbare biedingen Wft

²⁷ Art. 7 Besluit openbare biedingen Wft

²⁸ Art. 7 Besluit openbare biedingen Wft

²⁹ Art. 10 Besluit openbare biedingen Wft

³⁰ Art. 12 Besluit openbare biedingen Wft

³¹ Art. 16 Besluit openbare biedingen Wft

³² Art. 17 Besluit openbare biedingen Wft

is wel te realiseren dat de algemene verplichtingen tot openbaarmaking op grond van de hierboven genoemde art. 4 Besluit openbare biedingen Wft en art. 17, lid 1, 2^e alinea Verordening marktmisbruik gewoon van kracht blijven, dus naast de genoemde specifieke bepalingen.

2.4 Uitbrengen openbaar bod

Art. 5 Besluit openbare biedingen Wft bevat regels over de aankondiging van het openbaar bod. Bieder en doelvennootschap kondigen, ieder voor zover het hem of haar aangaat, een openbaar bod, niet zijnde een verplicht bod, aan door middel van een openbare mededeling, uiterlijk zodra tussen de bieder en de doelvennootschap, al dan niet voorwaardelijke, overeenstemming is bereikt over het uit te brengen openbaar bod. De openbare mededeling bevat de namen van de bieder en de doelvennootschap en, voor zover van toepassing, de voorgenomen prijs of ruilverhouding en de op dat moment reeds vastgestelde voorwaarden waarvan de verplichting tot het uitbrengen of nakomen van het openbaar bod afhankelijk zal worden gesteld. Art. 5 lid 2 Besluit openbare biedingen Wft bevat een regeling voor het geval een bieder voornemens is een openbaar bod uit te brengen waarover nog geen overeenstemming is bereikt terwijl bepaalde informatie over het bod openbaar is gemaakt. Het kan daarbij om een vijandig bod gaan, maar ook kan het gaan om lopende onderhandelingen waarvan de uitkomst nog niet duidelijk is. De bieder is overigens niet verplicht om het bod voor aankondiging bij de doelvennootschap bekend te maken. Art. 5 lid 3 Besluit openbare biedingen Wft bepaalt wanneer een verplicht bod aangekondigd moet worden. Door de aankondiging begint de biedingsprocedure. De bieder dient binnen vier weken na de aankondiging van het bod bekend te maken of hij voornemens³³ is om het bod daadwerkelijk uit te brengen en binnen twaalf weken na de aankondiging een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht in te dienen bij de AFM. De bieder dient uiterlijk op het moment dat hij bij de AFM een aanvraag doet tot goedkeuring van het biedingsbericht te beschikken over 'certainty of funds' ter financiering van het openbaar bod. In de praktijk wordt de 'certainty of funds' al bevestigd in het persbericht waarin het openbaar bod wordt aangekondigd. Zeker indien er sprake is van een vriendelijk bod. Met andere woorden op een eerder moment dan wettelijk vereist. Immers, het is niet eenvoudig voor te stellen dat het bestuur en de raad van

³³ Dit geldt niet voor een verplicht bod, omdat er dan een verplichting is om een bod uit te brengen.

commissarissen (voorwaardelijke) overeenstemming bereiken met een bidder en daartoe een fusieprotocol of fusieovereenkomst tekenen zonder zich (ook contractueel) te vergewissen dat de bidder uiteindelijk de totale koopsom onder het openbaar bod ook daadwerkelijk kan betalen. De beschikbare middelen dienen in de praktijk reeds bij de bidder aanwezig te zijn en/of jegens de bidder door derden te zijn gecommitteerd bij het aangaan van de fusieovereenkomst en niet eerst bij het indienen van het (eerste) concept van het biedingsbericht. Er gelden in Nederland geen nadere vereisten zoals een bankgarantie of een ‘escrow arrangement’ (d.i. een ‘arrangement’ waarbij geld door derden beschikbaar wordt gehouden). Er gelden met het oog op ‘certainty of funds’ wel specifiek eisen indien er sprake is van een ruilbod, dus een openbaar bod waarin de bidder (mede) in eigen aandelen betaald. De bidder kan in dit geval aan de ‘certainty of funds’-eis voldoen door ten tijde van het indienen van het (eerste) concept van het biedingsbericht bij de AFM een openbare mededeling te doen dat – indien vereist – de algemene vergadering van aandeelhouders van de bidder zal plaatsvinden. In de praktijk wordt vaak eerst bij het uitbrengen van het openbaar bod de vereiste vergadering van aandeelhouders door de bidder opgeroepen. Eerder is veelal niet mogelijk. Simpelweg omdat de relevante stukken nog niet beschikbaar of afgerond zijn. Wel moet een openbare mededeling hierover worden gepubliceerd.

De AFM besluit binnen tien werkdagen over de goedkeuring van het biedingsbericht.³⁴ In de praktijk is de doorlooptijd voor goedkeuring van een biedingsbericht veelal tien tot twaalf weken als gevolg van een interactief proces tussen de bidder en de AFM waarin de AFM aanvullende vragen stelt en wijzigingen voorstelt op een eerder ingediend concept-biedingsbericht. De AFM keurt het biedingsbericht goed, indien in het biedingsbericht alle gegevens zijn opgenomen die voor een redelijk geïnformeerde en zorgvuldig handelende persoon van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het openbaar bod, waaronder de gegevens bedoeld in de desbetreffende bijlagen van het Besluit openbare biedingen Wft.

In het biedingsbericht wordt – als opschortende voorwaarde - veelal 95 procent genoemd als grens voor het gestanddoen van het bod door de bidder, aangezien na de verkrijging van een dergelijke percentage aandelen de resterende aandelen van de minderheid via een uitkoopprocedure kunnen worden verkregen (art. 2:359c BW of 2:92a BW) en de beursnotering in Nederland bij 95 procent kan worden beëindigd.

³⁴ Art. 5:77 Wft.

Voorts is nogal eens bepaald dat ook bij een lager percentage het bod gestand gedaan wordt, bijvoorbeeld bij 80 procent. Bieder en de doelvennootschap komen namelijk vaak bij een vrijwillig bod vooraf gestructureerde vervolgherstructurerings overeen die alsdan ook bij een lagere gestanddoening dan 95 procent de bieder (meer) zekerheid bieden over de verwerving van het resterende belang of in elk geval volledige controle over de onderneming. Deze vervolgherstructurerings, hoewel geïmplementeerd eerst na een openbaar bod, worden wel aangeduid als ‘pre-wired transacties’.³⁵ ‘Pre-wired’ omdat zij tussen partijen tot in detail zijn uitgewerkt en besluitvorming al tijdens het openbaar bod plaatsvindt. Daarnaast is van belang dat de gegevens in het biedingsbericht niet met elkaar in strijd of in tegenspraak mogen zijn met andere bij de AFM aanwezige informatie over de doelvennootschap of de bieder. Ook dient het in een voor een redelijk geïnformeerde en zorgvuldig handelende persoon begrijpelijke vorm te worden gepresenteerd. Ten slotte, een biedingsbericht dat door de AFM is goedgekeurd wordt door de toezichthouders van de andere EU lidstaten erkend.³⁶

Binnen zes werkdagen na verkrijging van de goedkeuring wordt het bod uitgebracht of doet de potentiële bieder een openbare mededeling dat geen bod wordt uitgebracht.³⁷ De AFM kan de zes dagentermijn desgevraagd verlengen. De bieder mag de geboden vergoeding meerdere malen verhogen. Dit kan tijdens de initiële aanmeldingstermijn of tijdens de verlenging hiervan.

Bij een vrijwillig bod zal de bieder opschortende voorwaarden stellen waarvan hij de nakoming van het bod afhankelijk stelt, zoals toestemming van de mededingings- en andere regulatoire autoriteiten, de afwezigheid van een MAE (Material Adverse Effect) op het niveau van de doelvennootschap, het in stand blijven van de aanbeveling van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap en een bepaald percentage van aandelen dat moet zijn aangemeld. De verplichting tot nakoming mag evenwel niet afhankelijk zijn van een voorwaarde waarvan de vervulling afhankelijk is van de wil van de bieder, een zogeheten potestatieve voorwaarde. Zodra duidelijk is dat een voorwaarde niet wordt vervuld, dient de bieder dit door middel van een openbare mededeling bekend te maken en te vermelden of daardoor het bod vervalt.

³⁵ Zie voor overeengekomen pre-wired structuren bij de biedingen in het tijdvak 2015-2021 het overzicht in het artikel van De Brauw en Valk. Zie C.J.C. de Brauw en O. Valk, Kroniek openbare biedingen 2015-2021, *TOP* 2021/ 7, p. 15.

³⁶ Art. 6 lid 2 Overnamerichtlijn.

³⁷ Art. 5:78 Wft.

De doelvennootschap met zetel in Nederland stelt onverwijld na de algemeen verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht de vertegenwoordigers van haar werknemers of, bij ontstentenis van die vertegenwoordigers, de werknemers zelf van het openbaar bod in kennis, onder gelijktijdige terbeschikkingstelling van het biedingsbericht.

De doelvennootschap dient voorts een bericht voor haar aandeelhouders te publiceren, waarin onder meer het gemotiveerde standpunt van haar bestuur met betrekking tot het bod is opgenomen.³⁸ Dit gemotiveerde standpunt van het bestuur wordt uiteraard vooraf goedgekeurd door de raad van commissarissen en behoeft niet goedgekeurd te worden door de AFM. Het moet gaan om een bericht met informatie die haar aandeelhouders nodig hebben voor een adequate beoordeling van het bod. Bijlage G Besluit openbare biedingen Wft behelst de gegevens die in ieder geval moeten worden opgenomen in het bericht, waaronder financiële informatie van de doelvennootschap en een gemotiveerd standpunt van het bestuur van de doelvennootschap.

Het bericht van de doelvennootschap bevat in de regel een ‘fairness opinion’. Dit betreft een door een deskundige (veelal *investment bank*) afgegeven verklaring dat het bod vanuit financieel perspectief voor de aandeelhouders redelijk is. Het zogeheten ‘position statement’ wordt, hoewel niet verplicht, veelal gelijktijdig met het biedingsbericht gepubliceerd. De kern van een dergelijke positiebepaling ligt uiteraard in de vraag of het bestuur (en indirect de raad van commissarissen) van de doelvennootschap het openbaar bod steunt. Tevens specificeren zowel het biedingsbericht als de standpuntbepaling of, en zo ja onder welke voorwaarden, de steun aan, en de aanbeveling van, het bod kunnen worden ingetrokken, de zogeheten ‘fiduciary out’. Het bestuur (en de raad van commissarissen) mogen kiezen voor een bepaalde bidder (en het bod steunen en aanbevelen), maar dit kan – met het oog op in het bijzonder de aandeelhouders van de doelvennootschap – niet onvoorwaardelijk. Er moet in beginsel ruimte blijven om te kunnen onderhandelen en beslissen over een (aanzienlijk) beter bod indien dat door een derde partij wordt voorgesteld of uitgebracht. De doelvennootschap dient daarnaast bij een volledig openbaar bod een informatieve algemene vergadering te houden ter bespreking van dat bod. Indien voor het einde van de aanmeldingstermijn een concurrerend bod wordt uitgebracht, behoeft de doelvennootschap niet opnieuw een informatieve vergadering te houden, maar kan zij volstaan met een openbare mededeling van haar standpunt over het concurrerende bod.

³⁸ Zie art. 18/20/22 Besluit openbare biedingen Wft.

De bieder die een openbaar bod uitbrengt stelt een aanmeldingstermijn. Deze initiële aanmeldingstermijn vangt niet eerder aan dan op de eerste werkdag volgend op het uitbrengen van het openbaar bod. Bij een volledig bod en een verplicht bod is de aanmeldingstermijn minimaal acht weken en maximaal tien weken en bij een partieel bod en een tenderbod is de aanmeldingstermijn minimaal twee weken en maximaal tien weken. De aanmeldingstermijn kan in twee gevallen worden verlengd. Dat kan ten eerste als niet alle voorwaarden zijn vervuld en het bod daarom (nog) niet gestand wordt gedaan en ten tweede als een concurrerend bod wordt aangekondigd of uitgebracht. De verlenging bedraagt ten minste twee weken en niet meer dan tien weken, gerekend vanaf de einddatum van de oorspronkelijke termijn. Verdere verlenging van een inmiddels verkregen aanmeldingstermijn is in Nederland mogelijk. Niet uitgesloten immers is dat zelfs na twee weken (2 x 10 weken) nog niet alle noodzakelijke vergunningen voor effectuering van het openbaar bod (d.i. gestanddoening) bij de bieder binnen zijn. De bieder wacht bijvoorbeeld nog op goedkeuring van de mededingingsautoriteiten in Brussel of in andere jurisdicties. Daarnaast kan worden gewacht op toestemming van financiële toezichthouders (bijvoorbeeld DNB en ECB). Het wordt niet fair geacht de bieder om redenen buiten de bieder zelf gelegen te dwingen het bod niet gestand te laten doen en zich daarmee voor tenminste zes maanden buitenspel te zetten (zie 'put-up or shut-up'-regeling hiervoor). Om dit probleem op te lossen is de AFM – krachtens ontheffing – bereid onder omstandigheden de bieder de aanmeldingstermijn te laten verlengen zolang als redelijkerwijs nodig is om deze goedkeuring(en) alsnog te verkrijgen. Tenslotte kan gebruik worden gemaakt van de zogeheten na-aanmelding. Dit houdt in dat de bieder binnen drie werkdagen na gestanddoening van het openbaar bod aan aandeelhouders die hun aandelen niet hebben aangemeld de mogelijkheid kan bieden om deze alsnog aan te bieden tegen dezelfde voorwaarden als het bod dat inmiddels gestand is gedaan. De na-aanmeldingstermijn bedraagt maximaal twee weken. De bieder doet uiterlijk op de derde werkdag na het einde van de aanmeldingstermijn een openbare mededeling of hij het openbaar bod gestand doet. Indien de bieder het bod niet gestand doet, deelt hij de reden hiervan openbaar mede. Bij het volledig bod en het partieel bod geldt de 'best price rule'. Indien tijdens de periode van aankondiging van het bod tot gestanddoening van het bod door de bieder een hogere vergoeding wordt betaald voor aandelen dan het uitgebrachte bod, betaalt de bieder voor alle aangemelde aandelen deze hogere vergoeding. Heeft de bieder zijn openbaar bod gestand gedaan, dan mag hij direct of indirect gedurende een jaar na publicatie van het biedingsbericht geen aandelen verwerven van de soort waarop het openbaar bod

betrekking had tegen gunstiger voorwaarden dan die volgens het openbaar bod. Er gelden enige uitzonderingen.³⁹ Het betreft onder meer de verwerving van effecten in regelmatig beursverkeer en op basis van een uitkoopprocedure.

2.5 Toezicht

Ten slotte, de AFM is door de wetgever verkozen om toezicht te houden op de procedure van een vrijwillig openbaar bod.⁴⁰ De AFM kan de bidder of doelvennootschap die niet voldoet aan de biedingsregeling door middel van een aanwijzing verplichten om een bepaalde gedragslijn te volgen. Ook kan in bepaalde situaties een openbare waarschuwing worden gegeven. Bij een schending van de openbaar bod regels kan de AFM ook een dwangsom of een bestuurlijke boete opleggen. Indien de AFM constateert dat een openbaar bod in strijd met de regels wordt voorbereid, aangekondigd of uitgebracht kan zij een daarbij betrokken beleggingsonderneming door het geven van een aanwijzing gelasten zich te onthouden van medewerking aan het bod. Tegen besluiten van de AFM staat beroep open bij de bestuursrechter. Dit kan bij de rechtbank Rotterdam en in hoger beroep bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven. In geval van een verplicht openbaar bod is door de wetgever, op basis van weinig overtuigende argumenten, het toezicht overgedragen aan de Ondernemingskamer en dus niet aan de AFM.

3. Vijandige biedingen; bescherming en beschermingsconstructies (tijdelijk) toegestaan

3.1 Algemeen

Op basis van wet en uit de jurisprudentie vallen enkele lijnen te destilleren.⁴¹ Een eerste uitgangspunt is dat een doelvennootschap onder bepaalde omstandigheden beschermingsmaatregelen⁴² mag treffen om tegen te gaan dat een onwelgevallige bidder een overwegende of belangrijke mate van zeggenschap in haar verkrijgt.⁴³ Dit onder meer: i) om

³⁹ Zie hierover art. 56b Vrijstellingsregeling Wft.

⁴⁰ *Kamerstukken I*, 2006/07, 30419, C, p. 6.

⁴¹ Zie hierover ook C.J.C. de Brauw, Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel, *Ondernemingsrecht* 2019/94.

⁴² Zie uitgebreid over beschermingsmaatregelen Asser Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 II* (2009), nrs. 631-676 en M. van Olffen, *Beschermingsmaatregelen in de 21^e eeuw*, Deventer: Kluwer 2000.

⁴³ Dit was onder meer het geval bij de strijd tussen RNA en Westfield. Zie HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

tijd te geven voor kennisname van de voornemens van de bidder; ii) om te kunnen overleggen over diens opvattingen over het door hem wenselijk geachte beleid; iii) om daarover met de medeaandeelhouders te (kunnen) overleggen en iv) om alternatieven te onderzoeken.⁴⁴ Overigens is in de literatuur ook opgemerkt dat het bestuur (en dus ook de raad van commissarissen) er is om aandeelhouders te beschermen die hun aandelen willen verkopen, maar die de waarde van de onderneming niet begrijpen, of die daartoe niet in staat zijn.⁴⁵ Het gebruik van een beschermingsmaatregel kan gerechtvaardigd zijn als deze maatregel noodzakelijk is onder meer met het oog op de continuïteit van (het beleid van) de doelvennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn.⁴⁶ Dit geldt ook als de vennootschap voor een open (onbeschermd) structuur heeft gekozen.⁴⁷ Een beschermingsmaatregel kan niet alleen bij een potentieel vijandig bod gehanteerd worden, maar ook in andere situaties waar de continuïteit (van het beleid) op het spel staat, zoals bij ‘stakebuilding’ door activistische aandeelhouders of een voorgenomen ontslag van één of meerdere bestuurders/commissarissen van een doelvennootschap. Wel zal van gewicht zijn met welk doel de beschermingsconstructie in het leven is geroepen en met welk doel zij vervolgens wordt aangewend.⁴⁸ Een tweede uitgangspunt is dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen⁴⁹ niet gerechtvaardigd zal zijn.⁵⁰

⁴⁴ OK 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351 (Breevast) en OK 27 mei 1999, *NJ* 1999, 487 (Gucci II).

⁴⁵ R.J. Gilson en R. Kraakman, ‘Delaware’s Intermediate Standard for Defense Tactics: Is there Substance to Proportionality Review’, *The Business Lawyer* 1989 (44) 247.

⁴⁶ Uit Gucci II blijkt dat de opkomst van een verwerver met een belang van ongeveer 34,4% die daarmee in feite een controlerende positie innam, een valide reden kan zijn om over te gaan tot het inzetten van een beschermingsconstructie. Zie OK 27 mei 1999, *NJ* 1999, 487 (Gucci II).

⁴⁷ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

⁴⁸ Zie over een uitspraak van de Ondernemingskamer of het is toegestaan om een beschermingsmaatregel te treffen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders OK 16 juni 2010, *JOR* 2010, 229 (Cascal).

⁴⁹ Door gebruik van de woorden ‘in het algemeen’ lijkt de Hoge Raad de mogelijkheid open te houden dat dit in uitzonderlijke gevallen anders (dus wel voor onbepaalde tijd) kan zijn. Zie hierover ook C.J.C. de Brauw, Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel, *Ondernemingsrecht* 2019/94.

⁵⁰ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA) en OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork). Zie ook de conclusie van AG Timmerman bij ASMI: “3.7.12 (...) De bescherming zal in het algemeen langer geoorloofd zijn naarmate het bestuur meer concessies doet aan de aandeelhouder(s), zonder dat hier concessies van de aandeelhouder(s) tegenover staan. Omgekeerd zal de bescherming in beginsel minder lang geoorloofd zijn naarmate de aandeelhouder meer concessies doet, zonder dat het bestuur beweegt. Daarnaast kan de opstelling van de ondernemingsraad, van overige aandeelhouders, in het bijzonder die van lange termijn-aandeelhouders, en andere direct belanghebbenden van invloed zijn op de vraag of een bescherming kan worden gehandhaafd en hoe veel concessies van de ene of andere partij kunnen worden geleverd. Naarmate andere bij de vennootschap betrokken belanghebbenden meer steun uitspreken voor een van partijen, zal wellicht geleverd kunnen worden dat de andere partij meer beweegt teneinde tot een oplossing te komen. Ook de reactie van partijen op de standpuntbepaling van de andere belanghebbenden kan op die manier invloed hebben op de vraag hoe lang de bescherming mag voortbestaan.”

3.2 Bescherming dient gerechtvaardigd te zijn

Een derde uitgangspunt is dat de vraag of een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is, moet worden beantwoord aan de hand van de omstandigheden van het geval. Daarbij zal met name moeten worden afgewogen - en dat is in rechte marginaal toetsbaar - of het bestuur (onder toezicht van de raad van commissarissen) van de doelvennootschap - maar dit geldt ons inziens ook voor de stichting continuïteit⁵¹ - in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was om in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen, de status quo te handhaven en aldus te voorkomen dat - zonder voldoende overleg - wijzigingen worden aangebracht in de samenstelling van het bestuur en/of de raad van commissarissen of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van de doelvennootschap niet in het belang zouden zijn van haar onderneming of van degenen die bij deze onderneming betrokken zijn.⁵² Als maatstaf voor i) het nemen en het ii) vooralsnog handhaven van een beschermingsmaatregel geldt dat dit gerechtvaardigd is, als deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overgang van zeggenschap, veelal overname. Hierbij wordt niet alleen gekeken naar de eerste reactie van het bestuur op de poging tot overname, maar met name ook naar het beleid dat het bestuur (onder toezicht van de raad van commissarissen) in verband met, en in vervolg op, het creëren van een status quo heeft gevoerd en op de zorgvuldige afweging van de betrokken belangen op grond van een beoordeling van feiten en omstandigheden die, zoals in het onderhavige geval ook is gebleken, aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn.⁵³ Onder dit beleid valt in het bijzonder de taak dat het bestuur ervoor zorg draagt dat zowel de (minderheids)aandeelhouder die de zeggenschap in de onderneming tracht te verkrijgen, als de overige aandeelhouders voldoende geïnformeerd worden over de wederzijdse standpunten.⁵⁴ Dit betekent voorts dat het nemen van maatregelen die op gespannen voet staan met regels van (dwingend) recht en/of in strijd zijn met de eisen van redelijkheid en

⁵¹ Anders M.W. den Boogert, 'De beursgang en bescherming van ABN AMRO', *Ondernemingsrecht* 2017/47.

⁵² HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

⁵³ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

⁵⁴ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

billijkheid kunnen wijzen op een onjuist beleid.⁵⁵ Een en ander betekent ons inziens ook dat een beschermingsmaatregel is toegestaan als nog onvoldoende overleg is gevoerd en onvoldoende inzicht bestaat in de voornemens van de bidder. Daarnaast kan een maatregel toegelaten zijn indien de voornemens van de bidder gevaar kunnen opleveren voor de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn. Dit betekent ook dat als het overleg gaande is, er nog steeds reden kan zijn om vast te houden aan de beschermingsmaatregel. Deze onderhandelingen kunnen immers nog altijd nog stranden. Door het gebruik van de woorden ‘onder meer’ – is het toegestaan, zelfs als de continuïteit niet in het geding is, onder omstandigheden beschermingsmaatregelen te treffen.

3.3 Bescherming kan worden getoetst door de rechter

Het inzetten en gebruiken van beschermingsmaatregelen - maar ook andere issues die samenhangen met aandeelhoudersactivisme⁵⁶ zoals pogingen om bestuurders en/of commissarissen te ontslaan - kan door de rechter worden getoetst. Sinds in 1994 in het enquêterecht onmiddellijke voorzieningen toegestaan werden, wordt de vraag of het gebruik van beschermingsmaatregelen geoorloofd is doorgaans in enquêteprocedures beantwoord. Uit de RNA uitspraak van de Hoge Raad blijkt dat ook het incidenteel nemen of handhaven van beschermingsmaatregelen, zonder directe zeer ernstige gevolgen, tot wanbeleid kan leiden.⁵⁷ Het toepassen van beschermingsconstructies moet verantwoord zijn en worden gekenmerkt door een zorgvuldige belangenafweging en een genoegzame motivering voor de uiteindelijke keuze.⁵⁸ Voor de doeleinden van het enquêterecht heeft overigens te gelden dat een beschermingsstichting niet als medebeleidsbepaler van de vennootschap wordt aangemerkt.⁵⁹ Het relevante criterium bij een enquêteprocedure is of sprake is van wanbeleid. Van wanbeleid is sprake bij onzorgvuldig dan wel laakbaar handelen dat een zo ernstig karakter heeft dat er sprake is van strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.⁶⁰ Dit wordt in de regel marginaal getoetst. Dat geldt ook voor de vraag of

⁵⁵ OK 27 mei 1999, *NJ* 1999, 487 (Gucci II), r.o. 3.16.

⁵⁶ Zie bijvoorbeeld OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (Stork) en OK 29 mei 2017, *ECLI:NL:GHAMS:2017:1965* (AkzoNobel).

⁵⁷ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).

⁵⁸ Zie ook M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames*, Deventer: Kluwer 2010, p. 39.

⁵⁹ HR 9 juli 2010, *ECLI:NL:HR:2010:BM0976* (ASMI), r.o. 4.7.

⁶⁰ HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (OGEM).

sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen.⁶¹ Dit onder meer omdat verschillend gedacht kan worden over de vraag waar de beleidsvrijheid van de ondernemer precies ligt. Die grens kan verschuiven als gevolg van veranderingen of ontwikkelingen in het rechtsbewustzijn.⁶²

3.4 Bestuur en RvC zijn ‘in the lead’

Bij strategische besluiten om het ‘stand alone’-scenario te verlaten en een fusie aan te gaan, of een bod op de aandelen uit te lokken of te accepteren, is het bestuur, handelend onder toezicht van de raad van commissarissen, bevoegd.⁶³ Het bestuur is niet gehouden om de algemene vergadering vooraf bij de besluitvorming daarover te betrekken.⁶⁴ Wel geldt dat het bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen ook in deze situaties bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.⁶⁵ Voorts is het bestuur onder omstandigheden gehouden de gerechtvaardigde belangen van potentiële (‘serieuze’) bidders te respecteren en dient het zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat deze een ‘level playing field’ illusoir maken.⁶⁶ Uit het feit dat bepaalde aandeelhouders het oneens zijn met het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen kan niet zonder meer volgen dat het bestuur en de raad van commissarissen gehouden zijn op de visie van die externe aandeelhouders in te gaan en door dat niet te doen blijk geven van een defensieve en gesloten opstelling.⁶⁷ Van twijfel aan een juist beleid zal voorts niet snel sprake zijn als het bestuur en de raad van commissarissen de dialoog met aandeelhouders en een potentiële bidder zijn aangegaan en hun argumenten

⁶¹ Zie hierover ook de conclusie (3.1.6) van AG Timmerman bij HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI). Ik citeer daaruit: “*Bij de beoordeling van het beleid van de vennootschap geldt dat een vennootschap in beginsel een grote mate van beleidsvrijheid heeft, vanzelfsprekend binnen de grenzen van de wet en met inachtneming van de rechten van derden. In het verlengde hiervan geldt in beginsel hetzelfde voor organen van de vennootschap en de personen die daarbij zijn betrokken. Uit het principe van beleidsvrijheid volgt dat een oordeel dat er wél gegronde redenen bestaan om te twijfelen aan een juist beleid een grondiger motivering behoeft dan een oordeel dat hiervan géén sprake is.*”

⁶² Zie *Kamerstukken II* 1991/1992, 22 400, nr. 3, p. 8.

⁶³ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.3.

⁶⁴ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.5.

⁶⁵ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.5.

⁶⁶ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.6.

⁶⁷ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI), r.o. 4.4.2.

met goed onderbouwde en verdedigbare tegenargumenten hebben verworpen.⁶⁸ Dit lijkt zelfs te gelden als het ‘stand alone’-scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op de lange termijn) dan het overnamevoorstel (op de korte termijn).⁶⁹ Het aandeelhoudersbelang alleen is namelijk niet beslissend in Nederland. Tenslotte, de omstandigheid dat een belangrijk bedrijfsonderdeel wordt verkocht terwijl sprake is van een overnamesituatie waarbij de potentiële bidder mede geïnteresseerd is in de verwerving van dat belangrijke bedrijfsonderdeel, kan niet zonder dat de wet of de statuten daarin voorzien leiden tot een goedkeuringsrecht of consultatierecht van de algemene vergadering van de doelvennootschap.⁷⁰

Er bestaat naar het oordeel van de Ondernemingskamer in AkzoNobel voorts geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet. Of er inhoudelijk wordt gesproken met een spontane bidder hangt af van de omstandigheden van het concrete geval. Als er geen strategisch besluit is genomen om het ‘stand alone’-scenario te verlaten, zijn blijkens de AkzoNobel uitspraak de punten om te spreken: i) de voorgestelde biedprijs; ii) de strategische bedoelingen van potentiële bidder, iii) de inhoud van de voorstellen van de potentiële bidder; iv) in hoeverre het bestuur van de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bidder; en v) de inhoud en het verloop van overige interactie tussen doelvennootschap en potentiële bidder.⁷¹ Logischerwijs bestaat er blijkens de AkzoNobel uitspraak jegens de potentiële bidder (in de regel) dus ook geen verplichting tot onderhandelen. De rechtsverhouding tussen de doelvennootschap en potentiële bidder wordt weliswaar in zoverre door de redelijkheid en billijkheid beheerst dat het bestuur van de doelvennootschap onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële (‘serieuze’) bidders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden,⁷² maar dat geeft degene die ongevraagd een voorstel tot overname doet in principe geen aanspraak op onderhandelingen met de doelvennootschap.

⁶⁸ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI) r.o. 4.4.2.

⁶⁹ OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.34.

⁷⁰ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO) r.o. 4.4.

⁷¹ OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel).

⁷² Zo ook al HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN AMRO), r.o. 4.6.

3.5 Positie potentiële bidder

Voor wat betreft de (potentiële) bidder tevens aandeelhouder heeft te gelden, mede gezien het bepaalde in art. 2:8 BW, dat deze als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van die aandelen i) opening van zaken geeft, met de vennootschap wier aandelen hij verkrijgt ii) redelijk overleg pleegt⁷³ en in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen maar ook iii) de belangen van de doelvennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de doelvennootschap betrokken personen betreft.⁷⁴ Als een doelvennootschap voorstellen van een potentiële bidder gemotiveerd afwijst, is het aan de bidder die verder wil praten om aan de bezwaren en bedenkingen tegemoet te komen, bijvoorbeeld door het verschaffen van meer informatie.⁷⁵ In de praktijk zal een vijandige bieding, dat wil zeggen een bieding die niet door de doelvennootschap is uitgelokt of waar het bestuur van de doelvennootschap (vooralsnog) niet aan meewerkt, niet zo snel plaatsvinden. Dat komt omdat: a) [andere stakeholders, waaronder andere aandeelhouders, zich dan mogelijk ook (meer) kritisch opstellen]; b) M&A litigation en/of beschermingsmaatregelen ingezet kunnen worden; c) due diligence en informatieverkrijging gebrekkig zal zijn of zelfs achterwege blijft; d) eventuele financiering van het bod lastiger kan worden; en e) medewerking van de doelvennootschap bij de te doorlopen procedure, ook bijvoorbeeld op het terrein van het mededingingsrecht, eveneens doorgaans niet voor de hand ligt.

Bereiken het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap en de bidder overeenstemming over het uit te brengen openbaar bod, dan wordt er doorgaans een fusieprotocol of fusieovereenkomst overeengekomen. Deze overeenkomst reguleert - in essentie - heel gedetailleerd hoe een bidder, met goedkeuring van de doelvennootschap, een aanbod aan de aandeelhouders van doelvennootschap doet met het oog op het verwerven van de aandelen van deze aandeelhouders in de doelvennootschap. Van een koopovereenkomst tussen bidder en doelvennootschap is bij een fusieprotocol of fusieovereenkomst in het kader van een openbaar bod dus geen sprake; het betreft 'slechts' het faciliteren en ordenen van een mogelijke koop van aandelen door de bidder van derden (d.i. de aandeelhouders in de

⁷³ In OK 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351 (Breevast) constateerde de Ondernemingskamer dat hier niet aan werd voldaan. De eigen opstelling van de verwerver getuigde niet van bereidheid tot overleg doch veeleer leek het dat de verwerver de gang van zaken wenste voor te schrijven en wel zonder dat zij haar voornemens met de vennootschap overigens voldoende uiteenzette.

⁷⁴ OK 3 maart 1999, *NJ* 1999, 350 (Gucci I), r.o. 3.3.

⁷⁵ OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (AkzoNobel), r.o. 3.22.

doelvennootschap). In een dergelijke fusieprotocol of fusieovereenkomst worden afspraken vastgelegd over onder meer over noodzakelijke samenwerking voor het door de bieder uit te brengen bod, de prijs, de (opschortende) voorwaarden voor gestanddoening van het bod, de aanbeveling door het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap, exclusiviteit, ‘fiduciary out’ en de ‘settlement’ van het openbaar bod (d.i. levering en betaling). Ook wordt wel overeengekomen dat wanneer door toedoen van de doelvennootschap, bijvoorbeeld indien de doelvennootschap kiest voor een hoger bod, de overname niet slaagt, de doelvennootschap aan de bieder een bedrag dient te betalen. Dit wordt ook wel een ‘break fee’ of ‘termination fee’ genoemd. Er is sprake van een ‘reversed break fee’ of ‘reversed termination fee’ in het geval de bieder wegloopt, zonder dat dit aan de doelvennootschap te wijten is. Daarbij kan worden gedacht aan het weglopen door de bieder door het niet vervuld krijgen van de voorwaarde van toestemming van mededingingsautoriteiten. Ook kunnen er afspraken zijn tussen de potentiële bieder en grotere aandeelhouders inhoudend dat zij hun aandelen zullen aanmelden onder het bod. Dit noemt men ook wel ‘irrevocables’. Veelal zal door deze aandeelhouders bedongen worden dat zij – net als de doelvennootschap – het recht hebben hun toezegging te herroepen indien een (aanzienlijk) hoger concurrerend bod wordt uitgebracht.

4. Het verplicht bod

4.1 De Overnamerichtlijn

Door de Overnamerichtlijn is er een EU-regeling voor het verplicht bod geïntroduceerd.⁷⁶ In Nederland is een (rechts)persoon die overwegende zeggenschap (d.i. stemrecht) verkrijgt in een beursgenoteerde vennootschap vanaf 28 oktober 2007 verplicht om een verplicht openbaar bod uit te brengen op alle overige uitstaande aandelen en certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.⁷⁷ De verplicht bod-regeling beoogt onder meer aandeelhouders te beschermen door een ‘billijke’ uitweg te bieden indien de

⁷⁶ In juni 2012 is de Overname richtlijn geëvalueerd. Dat heeft echter niet tot aanpassingen geleid. Wel is er in 2013 door ESMA een ‘White list’ gepubliceerd waarin ‘acting in concert’ is verduidelijkt. Zie hierover ook J.H.L. Beckers, *De acting in concert-regeling inzake het verplicht openbaar bod op aandelen*, Deventer: Kluwer 2016, p. 187-191.

⁷⁷ Besluit van 16 oktober 2007, houdende vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de wet van 24 mei 2007 tot 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 (Stb. 202).

zeggenschap in de vennootschap wijzigt.⁷⁸ Naast de bescherming van minderheids-aandeelhouders wordt aangevoerd dat de verplicht bod regeling bijdraagt aan de efficiëntie van de kapitaalmarkt.⁷⁹ Door de verplicht bod regeling wordt voorts de controlepremie evenredig verdeeld over alle aandeelhouders.

De belangrijkste bepalingen uit de Overnamerichtlijn zien op de volgende aspecten: het toepasselijk recht en de bevoegde toezichthouder (art. 4), het verplicht bod bij verwerving van de zeggenschap over de vennootschap (art. 5), het informeren van de (vertegenwoordigers van) werknemers, de bevoegde toezichthoudende autoriteit en de houders van effecten over het openbaar bod, de laatste door een biedingsbericht (art. 6), beschermingsmaatregelen bij een onvriendelijk bod (art. 9, 10, 11 en 12), het recht van de bieder (uitstotingsrecht) om na gestanddoening de resterende effectenhouders uit te kopen (art. 15) en het recht van de resterende effectenhouders (verkooprecht) om hun effecten na gestanddoening van het bod alsnog te verkopen aan de bieder (art. 16).

4.2 Wft regeling verplicht bod

Hoofdstuk 5.5 Wft bevat regels voor het verplicht openbaar bod. Bij het verplicht bod gelden de meeste biedingsregels die op een vrijwillig volledig bod van toepassing zijn, eveneens. Er gelden enige uitzonderingen zoals dat de bieder geen voorwaarden voor gestanddoening mag opnemen en dat hij een billijke prijs moet betalen. Het zijn deze twee aspecten (het niet mogen stellen van voorwaarden (incl. bijvoorbeeld goedkeuring van mededingings-autoriteiten) en de billijke prijs die eventueel wordt vastgesteld door de Ondernemingskamer (en dus niet door potentiële bieder) die ervoor zorgen dat in de meeste gevallen een partij koste wat kost wil voorkomen dat deze een verplicht bod dient uit te brengen. De kernbepaling over het verplicht openbaar bod, de verplichting een openbaar bod uit te brengen, is vastgelegd in art. 5:70 Wft. Hierin is bepaald dat: “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

⁷⁸ Overweging 2 Overnamerichtlijn.

⁷⁹ E. Berglöff & M. Burkart, European Takeover Regulation, *Economic Policy* 2003, Vol. 18 nr. 36, p. 171-213; K.J. Hopt, Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis, *Colombia Journal of European Law* 2014, vol. 20.2, p. 252.

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 en kondigt dit na afloop van de in artikel 5:72, eerste lid, bedoelde periode onverwijld aan dan wel op een eerder tijdstip.” In art. 1:1 Wft is gedefinieerd wanneer er overwegende zeggenschap is. Van overwegende zeggenschap is sprake bij het kunnen uitoefenen van ten minste 30 procent van de stemrechten in een algemene vergadering van een naamloze vennootschap.⁸⁰ De achterliggende geachte hierbij is dat een houder van 30 procent van de stemmen in de praktijk bij beursvennootschappen veelal overwegende zeggenschap kan uitoefenen. Het voorgaande betekent ook dat deze overwegende zeggenschap ook zonder actief handelen kan worden bereikt, bijvoorbeeld doordat aandelen door de vennootschap worden ingekocht.

Ontstaat overwegende zeggenschap, dan stelt de gratieregeling, die is neergelegd in art. 5:72 Wft, de betrokkene(n) gedurende dertig dagen in staat zijn of hun belang af te bouwen zonder dat hij/zij verplicht zijn tot het uitbrengen van een openbaar bod. Voor toepassing van deze gratieregeling gelden twee voorwaarden. Ten eerste dient de houder van overwegende zeggenschap gedurende de gratieperiode geen stemrechten uitoefenen. Ten tweede mag het afbouwen van het belang niet plaatsvinden door overdracht aan een persoon die valt onder een van de uitzonderingen uit art. 5:71 lid 1 Wft. De Ondernemingskamer kan de termijn van dertig dagen op verzoek van de houder van overwegende zeggenschap met maximaal zestig dagen verlengen. De Ondernemingskamer neemt bij zijn beslissing alle betrokken belangen in acht. Voor of op het moment dat de houder van overwegende zeggenschap geen beroep meer kan doen op de gratieregeling, moet het verplichte bod aangekondigd worden. Bij het uitbrengen van een verplicht openbaar bod is de bieder verplicht tot het bieden van een billijke prijs. Dit is in principe de prijs de hoogste prijs die de bieder tijdens het jaar voorafgaand aan de aankondiging van het verplichte bod heeft betaald voor de desbetreffende effecten.⁸¹ De bieder, de uitgevende instelling of een andere belegger kunnen de Ondernemingskamer verzoeken een afwijkende billijke prijs vast te stellen.⁸² Het verzoek kan slechts worden toegewezen indien de verzoeker onevenredig in zijn belang wordt getroffen. Daarbij moet de Ondernemingskamer het belang van de verzoeker maar ook de belangen van

⁸⁰ Er zijn nu ook beursgenoteerde besloten vennootschappen. Gelet op deze definitie geldt de regeling daar dus niet voor. Dit zou aangepast dienen te worden.

⁸¹ Zie art. 25 Besluit openbare biedingen Wft voor afwijkingen van deze regel.

⁸² Zie voor een zaak waarin over een billijke prijs werd geprocedeerd Hof Amsterdam OK 23 oktober 2008, *JOR* 2008, 334 en Hof Amsterdam OK 21 augustus 2009, *JOR* 2009, 256 (Schuitema).

de andere betrokken belanghebbenden meewegen. Het toezicht op het vaststellen van een billijke prijs van art. 5:80a Wft is aan de Ondernemingskamer toebedeeld onder meer omdat de Ondernemingskamer reeds ervaring had met vennootschappelijke procedures zoals de uitkoopprocedure.⁸³ Daarnaast kreeg de Ondernemingskamer de voorkeur boven de AFM voor het toezicht op de billijke prijs, omdat de rol van de AFM voornamelijk procedureel van aard is.⁸⁴ Een derde reden die genoemd is, is het feit dat dit aansloot bij de keuze om de handhaving ook bij de Ondernemingskamer neer te leggen.⁸⁵ Ons inziens lijkt evenwel deze invulling strijdig met de strekking van de Overnamerichtlijn. Immers, de Ondernemingskamer kan de vastgestelde billijke prijs slechts wijzigen op verzoek en niet uit eigen beweging.⁸⁶

Bij een schending van de verplichting een openbaar bod uit te brengen, kan de Ondernemingskamer op verzoek daartoe, de houder van overwegende zeggenschap verplichten alsnog een openbaar bod uit te brengen. De Ondernemingskamer kan daarbij, als dat verzocht is, tevens de volgende maatregelen treffen: i) schorsing van de uitoefening van het stemrecht door degene die overwegende zeggenschap heeft verworven gedurende een door de Ondernemingskamer te bepalen periode; ii) een verbod aan degene die overwegende zeggenschap heeft verworven op deelname aan de algemene vergadering gedurende een door de Ondernemingskamer te bepalen periode; iii) tijdelijke overdracht ten titel van beheer van aandelen door degene die overwegende zeggenschap heeft verworven; en iv) schorsing of vernietiging van besluiten van de algemene vergadering.

Op basis van art. 5:73 lid 3 Wft kan de Ondernemingskamer degene die overwegende zeggenschap heeft verworven, bevelen dat belang om mededingingsrechtelijke redenen af te bouwen. Dat kan op verzoek van de doelvennootschap, iedere houder van aandelen van de doelvennootschap, iedere houder van met medewerking van de doelvennootschap uitgegeven certificaten van aandelen of een rechtspersoon als bedoeld in artikel 305a van Boek 3 BW of op verzoek van degene die overwegende zeggenschap heeft verworven. Op verzoek kan de Ondernemingskamer ook bepalen dat een openbaar bod niet verplicht is. Dit kan alleen

⁸³ *Kamerstukken I 2006/07*, 30419, C, p. 6.

⁸⁴ *Kamerstukken I 2006/07*, 30419, C, p. 6.

⁸⁵ *Kamerstukken I 2006/07*, 30419, C, p. 6.

⁸⁶ Zo ook J.H.L. Beckers, *De acting in concert-regeling inzake het verplicht openbaar bod op aandelen*, Deventer: Kluwer 2016, p. 481-525; en C.M. Grundmann-van de Krol en I. van der Klooster, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridisch 2019, p. 488-489.

wanneer de financiële toestand van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming daartoe aanleiding geeft.

Er gelden voorts enkele uitzonderingen op de verplichting een openbaar bod uit te brengen. In art. 5:71 Wft is vastgelegd in welke situaties de biedplicht niet geldt.

De verplichting een openbaar bod uit te brengen is niet van toepassing op degene die:

“a. overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap die een maatschappij voor collectieve belegging in effecten is of een beleggingsmaatschappij is, waarvan de rechten van deelneming, op verzoek van de deelnemers, ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald;

b. overwegende zeggenschap verkrijgt door gestanddoening van een openbaar bod dat was gericht tot alle aandelen van een naamloze vennootschap of tot alle met medewerking van een vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen van de naamloze vennootschap, indien hij als gevolg van de gestanddoening meer dan 50 procent van de stemrechten in de algemene vergadering van de naamloze vennootschap kan uitoefenen;

c. een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon is die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming en die de aandelen na aankondiging van een openbaar bod voor de duur van maximaal twee jaar gaat houden ter bescherming van de doelvennootschap;

d. een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon is die met medewerking van de vennootschap certificaten van aandelen heeft uitgegeven;

e. overwegende zeggenschap verkrijgt in het kader van een overdracht van het belang dat overwegende zeggenschap verschaft binnen een groep als bedoeld in artikel 24b van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek of tussen een rechtspersoon of vennootschap en zijn of haar dochtermaatschappij;

f. overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap waaraan voorlopige surseance van betaling is verleend of die in staat van faillissement is verklaard;

g. overwegende zeggenschap verkrijgt door erfopvolging;

h. overwegende zeggenschap verkrijgt gelijktijdig met de verkrijging van overwegende zeggenschap in dezelfde naamloze vennootschap door één of meer andere natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen, met dien verstande dat de in artikel 5:70, eerste lid, bedoelde verplichting rust op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen;

i. overwegende zeggenschap houdt op het tijdstip dat de aandelen of de met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen voor de eerste maal tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten;

j. bewaarnemer van aandelen is, voorzover deze de aan de aandelen verbonden stemrechten niet naar eigen goeddunken kan uitbrengen;

k. overwegende zeggenschap verkrijgt door het aangaan van een huwelijk of van een geregistreerd partnerschap met een persoon die reeds overwegende zeggenschap in de desbetreffende naamloze vennootschap heeft;

l. overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap die het bedrijf van bank, verzekeraar of centrale tegenpartij uitoefent of heeft uitgeoefend, en waarop een afwikkelingsinstrument als bedoeld in artikel 3A:1, onderscheidenlijk artikel 3A:77, onderscheidenlijk 3A:140, is toegepast.”

Art. 2 van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft bevat voor enkele specifieke situaties ook enkele vrijstellingen. Onder meer betreft het de situatie dat de algemene vergadering met ten minste 90 procent van de door anderen dan de verkrijger en personen met wie hij in onderling overleg handelt (‘acting in concert’) uitgebrachte stemmen hiermee heeft ingestemd. Een andere vrijstelling ziet op het gelijktijdig verkrijgen van overwegende zeggenschap door meerdere ondernemingen in een concern. Als voorwaarde hierbij geldt dat een bod wordt uitgebracht door een van de andere verkrijgers. De verkrijgers wijzen zelf degene aan die het bod zal uitbrengen. Wordt geen keuze gemaakt, dan is de vrijstelling niet van toepassing en zijn alle ondernemingen verplicht tot het uitbrengen van een bod.

5. Rol van werkgevers(organisaties) en ondernemingsraad⁸⁷

De SER-Fusiegedragsregels 2015 (‘Fusiegedragsregels’) beogen om de belangen van de in de onderneming werkzame personen bij een (voorgenomen) fusie te beschermen.⁸⁸ De kern van de Fusiegedragsregels is dat de fusiepartijen de betrokken verenigingen van werknemers tijdig in kennis stellen van een voorgenomen fusie, informatie daarover verstrekken en hen de gelegenheid bieden hun oordeel te geven vanuit het gezichtspunt van het belang van de in de onderneming werkzame personen. Met ‘tijdig’ wordt bedoeld dat het in kennis stellen plaatsvindt voordat overeenstemming over de fusie wordt bereikt. De partijen bij de fusie dienen dit zo in te vullen dat het oordeel van de verenigingen van werknemers van wezenlijke

⁸⁷ Voor deze paragraaf is gebruik gemaakt van de algemene toelichting op de SER-Fusiegedragsregels 2015, p. 25.

⁸⁸ De Fusiegedragsregels kennen geen directe wettelijke grondslag. De vaststelling van de Fusiegedragsregels valt onder de algemene, richtinggevende taak van de Raad zoals opgenomen in artikel 2, van de Wet op de Sociaal-Economische Raad. De Fusiegedragsregels kunnen worden beschouwd als de neerslag van een breed gedragen opvatting over de rol van stakeholders bij fusies. Ze zijn gebaseerd op de bereidheid van het Nederlandse bedrijfsleven om de regels vrijwillig na te leven en zijn een vorm van zelfregulering.

invloed kan zijn op het al dan niet tot stand komen van de fusie en op de modaliteiten daarvan. Dit is anders bij een openbaar bod. Hier worden de betrokken verenigingen van werknemers geïnformeerd zodra de potentiële bidder en doelvennootschap (voorwaardelijke) overeenstemming hebben bereikt. Het op een ander moment informeren zou op gespannen voet staan met de noodzakelijke vertrouwelijkheid en het verbod van verspreiden van koersgevoelige informatie. In de praktijk worden verenigingen van werknemers onmiddellijk geïnformeerd zodra de openbare mededeling (d.i. het persbericht) over het voorgenomen openbaar bod wordt gedaan. Artikel 4 van de Fusiegedragsregels is een kernbepaling die van toepassing is zowel in geval van een vriendelijk als een vijandig openbaar bod. Het bestuur van de doelvennootschap dient in alle gevallen de procedure van Artikel 4 toe te passen; eerst na consultatie/raadpleging van de betrokken verenigingen van werknemers mag het bestuur van de doelvennootschap zijn definitieve standpunt over het – vriendelijke of vijandig – openbaar bod openbaar maken. Daarnaast kennen zowel de Fusiegedragsregels als het Besluit openbare biedingen Wft verschillende specifieke voorschriften omtrent informatieverstrekking jegens de verenigingen van werknemers.

Bij een fusie die onder de Fusiegedragsregels valt, geven de fusiepartijen voorts de ondernemingsraden de gelegenheid om kennis te nemen van het oordeel van de verenigingen van werknemers, opdat die ondernemingsraden daarmee rekening kunnen houden bij het uitbrengen van een advies als bedoeld in art. 25 WOR. In de praktijk betekent dit dat deze verplichtingen jegens de ondernemingsraden alleen bestaan in geval van een openbaar bod waaraan (het bestuur van) de doelvennootschap op enigerlei wijze meewerkt. Immers, bij een echt vijandig openbaar bod is er geen sprake van een voorgenomen besluit van het bestuur (van de doelvennootschap) als bedoeld in art. 25 WOR. Op het moment dat de betrokken verenigingen van werknemers in kennis (moeten) worden gesteld, te weten als er voorwaardelijke overeenstemming is als bedoeld in art. 5 lid 1 Besluit openbare biedingen Wft over het bod, hetgeen doorgaans het geval is als er wordt besloten tot het aangaan van een fusieprotocol of fusieovereenkomst, zijn de fusiepartijen tevens verplicht het secretariaat van de Sociaal Economische Raad in kennis te stellen van de fusie die in voorbereiding is. De Fusiegedragsregels bevatten overigens bepalingen inzake geheimhouding. Is sprake van een geschil over de niet- of niet behoorlijke naleving van de Fusiegedragsregels, dan kan zowel een vereniging van werknemers als een fusiepartij een klacht indienen bij de door de Sociaal Economische Raad ingestelde Geschillencommissie Fusiegedragsregels. Daarnaast kan ook gebruik worden gemaakt van de mogelijkheid tot bemiddeling via de Geschillencommissie Fusiegedragsregels.

Zoals hierboven aangegeven, heeft de ondernemingsraad van de doelvennootschap in geval van een echt vijandig bod geen rol. Immers, in een dergelijk geval is er geen sprake van een voorgenomen besluit van het bestuur (van de doelvennootschap) in de zin van art. 25 WOR en komt men derhalve aan een rol voor de ondernemingsraad van de doelvennootschap niet toe. Dit ligt uiteraard anders bij de (potentiële) vijandige bidder indien deze in Nederland gevestigd is en overigens binnen de reikwijdte van art. 25 WOR valt. Indien het bestuur van de doelvennootschap op enigerlei wijze aan een openbaar bod meewerkt en wel zodanig dat dit valt binnen het bereik van art. 25 WOR dient aan de ondernemingsraad advies gevraagd te worden. Anders dan bij een onderhandse transactie is het wettelijke tijdstip voor adviesaanvraag en het verkrijgen van advies in theorie noch praktijk altijd even duidelijk. Is het aanvragen van advies eerst na het sluiten van het fusieprotocol of de fusieovereenkomst wel tijdig? Heeft de ondernemingsraad, althans het advies, nog wel voldoende invloed op de besluitvorming binnen het bestuur van de doelvennootschap? Gesteund door wetsgeschiedenis van het Besluit openbare biedingen Wft en de meest recente aanpassingen van de Fusiegedragsregels wordt in de praktijk de adviesprocedure veelal als een voorwaarde (naast de gebruikelijke voorwaarden) in het fusieprotocol of de fusieovereenkomst opgenomen en wel zo dat tot verdere besluitvorming en uitvoering van een openbaar bod niet wordt overgegaan dan nadat de ondernemingsraad heeft geadviseerd.

6. De wettelijke bedenktijd en de responstijd⁸⁹

Op 1 mei 2021 is de wet ‘Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap’ in werking getreden.⁹⁰ De bedenktijdregeling ziet op naamloze en besloten vennootschappen waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in art. 1:1 van de Wft of een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is van de EU. Niet nodig is dat alle aandelen genoteerd zijn aan de beurs. Voor de toepassing van deze regeling worden met aandelen en de houders van aandelen gelijkgesteld de certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, respectievelijk de

⁸⁹ Voor deze paragraaf is geput uit H. Koster, De regeling van de wettelijke bedenktijd beursvennootschappen, *Bedrijfsjuridische Berichten* 2021//58.

⁹⁰ *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 1.

houders van de certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Op grond van de schakelbepaling (art. 2:187 BW) geldt dat dit ingeval van een besloten beursvennootschap ook geldt voor certificaten en houders van certificaten waaraan respectievelijk aan wie het vergaderrecht bedoeld in art. 2:220 lid 2 BW toekomt.

De bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot benoeming, ontslag en schorsing of statutenwijziging over deze zaken gedurende de bedenktijd is opgeschort, tenzij het punt ter stemming op de agenda wordt geplaatst door de vennootschap zelf. Dit neemt niet weg dat aandeelhouders nog steeds het recht hebben om dit op de agenda te laten zetten, echter dan alleen als bespreekpunt.⁹¹

Op de wettelijke bedenktijd kan alleen een beroep worden gedaan indien de vennootschap geen gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid bedoeld in art. 2:359b lid 1 onderdeel a BW.⁹² Dit betekent dat de vennootschap geen beroep op de wettelijke bedenktijd kan doen indien in de statuten van de vennootschap is bepaald dat een openbare mededeling betreffende de aankondiging van een openbaar bod tot gevolg heeft dat de vennootschap, totdat openbaarmaking van het resultaat van de gestanddoening van het bod heeft plaatsgevonden of het bod is vervallen, geen handelingen mag verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren, tenzij voorafgaand aan de handeling goedkeuring wordt verleend door de algemene vergadering of de handeling het zoeken naar een alternatief openbaar bod betreft.

De wettelijke bedenktijd kan op basis van de wettelijke regeling worden ingeroepen indien: i) een of meer houders van aandelen of certificaten van aandelen overeenkomstig art. 2:114a BW dan wel op de voet van art. 2:110 lid 1 BW⁹³ of overeenkomstig de statuten van de vennootschap verzoekt/verzoeken om behandeling van een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, of een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op benoeming, schorsing of ontslag

⁹¹ HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, r.o. 3.3.7.

⁹² Dit tenzij de bieder wel beschermd is en de algemene vergadering instemt met het afzien van de no frustration rule (zie art. 2:359b lid 1 onder a en lid 4 BW). Indien een vennootschap aan een buitenlandse beurs genoteerd is waar de no frustration rule geldt of vergelijkbare beperkingen die de bedenktijd doorkruisen, zal de vennootschap evenmin gebruik kunnen maken van de bevoegdheid om de bedenktijd in te roepen.

⁹³ Op basis van art. 2:110 BW is vereist dat sprake is van een of meer houders van aandelen die gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Voor art. 2:114a BW is vereist dat sprake is van een onderwerp, waarvan de behandeling schriftelijk is verzocht door een of meer houders van aandelen die alleen of gezamenlijk tenminste drie honderdste gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.

van bestuurders of commissarissen, dan wel ii) indien een openbaar bod⁹⁴ is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de vennootschap of op certificaten van aandelen zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap. Voorts is vereist dat het verzoek respectievelijk het openbaar bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Om te voorkomen dat de bedenktijd oneigenlijk wordt gebruikt, bevat de wettelijke regeling enkele waarborgen. Zo vindt het inroepen van de bedenktijd door de vennootschap plaats door een met redenen omkleed besluit van het bestuur. Is er een raad van commissarissen, dan dient de raad van commissarissen dit besluit tot inroeping goed te keuren. Daarnaast is er een bijzondere rechtsgang bij de Ondernemingskamer om de bedenktijd te beëindigen. Eén of meer houders van aandelen, die bij het inroepen van de bedenktijd gerechtigd zijn tot agendering op basis van art. 2:114a BW, kunnen de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam verzoeken om beëindiging van de bedenktijd. Op grond van de wettelijke regeling geldt dat de Ondernemingskamer het verzoek toewijst: i) wanneer het bestuur in het licht van de omstandigheden op het moment van het inroepen van de bedenktijd, niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het verzoek dan wel het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; ii) wanneer het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling; of iii) wanneer gedurende de bedenktijd een of meer maatregelen actief zijn die naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen en deze maatregelen niet binnen redelijke termijn na een daartoe strekkend schriftelijk verzoek van deze houders van aandelen zijn beëindigd of opgeschort.

Het bestuur dient in ieder geval de aandeelhouders, die bij het inroepen van de bedenktijd een belang van ten minste 3 procent hebben, alsmede de ondernemingsraad te raadplegen gedurende de bedenktijd. In de memorie van toelichting wordt over de ondernemingsraad opgemerkt dat onder de ondernemingsraad mede wordt begrepen de ondernemingsraad van de onderneming van een dochtermaatschappij, mits de werknemers in dienst van de vennootschap en de groepsmaatschappijen in meerderheid binnen Nederland werkzaam zijn. Is er meer dan één ondernemingsraad, dan wordt de bevoegdheid door deze raden

⁹⁴ Met de term ‘openbaar bod’ wordt bedoeld op alle vormen van een openbaar bod. De bedenktijd kan derhalve bij een volledig bod, een verplicht bod, een tenderbod of een partieel bod worden ingeroepen. Zie *Kamerstukken II 2019-2020*, 35 367, nr. 6, p. 4.

gezamenlijk uitgeoefend. Is voor de betrokken onderneming of ondernemingen een centrale ondernemingsraad ingesteld, dan komt de bevoegdheid toe aan de centrale ondernemingsraad.⁹⁵ Indien de geraadpleegde aandeelhouders of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt, moet het bestuur dit standpunt onverwijld plaatsen op de website van de vennootschap, voor zover de geraadpleegde partij daarmee heeft ingestemd. Op deze wijze wordt gewaarborgd dat belanghebbenden toegang hebben tot relevante informatie afkomstig van andere belanghebbenden.

De vennootschap dient voorts verslag te doen van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd. Uiterlijk een week na de laatste dag van de bedenktijd legt de vennootschap het verslag voor de aandeelhouders ter inzage ten kantore van de vennootschap en plaatst zij het verslag op de website van de vennootschap. Dit verslag wordt de eerstvolgende vergadering na het verstrijken van de bedenktijd als bespreekpunt op de agenda geplaatst. Het voorstel tot (statutenwijziging ter zake van) benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en/of commissarissen kan ook op die algemene vergadering als stemagendapunt worden opgenomen.⁹⁶

De bedenktijd duurt maximaal 250 dagen gerekend vanaf de dag na de uiterste datum waarop overeenkomstig art. 2:114a BW of de statuten van de vennootschap een verzoek tot agendering van een voorstel tot benoeming, ontslag of schorsing of statutenwijziging in verband hiermee voor de eerstvolgende algemene vergadering moet zijn ontvangen. Indien toepassing is gegeven aan art. 2:111 BW vangt de bedenktijd aan op het moment waarop de voorzieningenrechter de verzochte machtiging heeft verleend. Indien het bestuur de bedenktijd later inroept, is de (maximale) bedenktijd daardoor korter. Bij een openbaar bod kan het bestuur de bedenktijd inroepen vanaf de dag na de dag waarop het openbaar bod is uitgebracht. Bij een openbaar bod eindigt de bedenktijd de dag nadat het bod gestand is gedaan, ook al is de termijn van 250 dagen nog niet voorbij. Hiervoor is gekozen opdat de bidder die inmiddels grootaandeelhouder is geworden, in staat gesteld wordt invloed uit te oefenen op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen.⁹⁷ Bij een snel uitgevoerd succesvol vijandig openbaar bod kan de (invloed van de) wettelijke bedenktijd dus

⁹⁵ *Kamerstukken II 2019-2020*, 35 367, nr. 3, p. 43. Dit doordat art. 2:107a lid 4 BW van overeenkomstige toepassing wordt verklaard.

⁹⁶ *Kamerstukken II 2019-2020*, 35 367, nr. 3, p. 15/16.

⁹⁷ *Kamerstukken II 2019-2020*, 35 367, nr. 3, p. 14.

spoedig over zijn. Er kan na gestanddoening van het bod evenwel aanleiding zijn om de bedenktijd opnieuw in te roepen, bijvoorbeeld wanneer een openbaar bod leidt tot verwerving van een percentage van [25% van de aandelen en deze aandeelhouder verzoekt tot agendering van het ontslag van het bestuur]. Afhankelijk van de omstandigheden kan dat een reden zijn om de bedenktijd opnieuw in te roepen.⁹⁸ Op basis van art. 2:114b lid 5 BW is dat toegestaan. Ten slotte, het bestuur kan steeds besluiten de bedenktijd voortijdig te beëindigen, mits de raad van commissarissen hiermee instemt.

Naast de wettelijke bedenktijd kennen we de responstijd.⁹⁹ Deze is vastgelegd in best practices 4.1.6 en 4.1.7 van de Nederlandse corporate governance code. In best practice 4.1.6 is bepaald dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daarover in overleg is getreden met het bestuur. Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren. Dit is de responstijd. De mogelijkheid van het inroepen van de responstijd geldt ook voor een voornemen als hiervoor bedoeld dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van art. 2:110 BW.

In best practice 4.1.7 is vervolgens bepaald dat indien het bestuur een responstijd inroept, dit een redelijke periode is die niet langer duurt dan 180 dagen. Gerekend vanaf het moment waarop het bestuur door een of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering, tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld. Het bestuur gebruikt de responstijd voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en verkent de alternatieven. Aan het einde van de responstijd doet het bestuur verslag van dit overleg en de verkenning aan de algemene vergadering. De raad van commissarissen ziet hierop toe. De responstijd wordt per algemene vergadering slechts eenmaal ingeroepen en geldt niet ten

⁹⁸ *Kamerstukken II 2019-2020*, 35 367, nr. 6, p. 16.

⁹⁹ De Ondernemingskamer (Gerechtshof Amsterdam 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836 (Cryo-Save)), heeft in 2013 in een zaak geoordeeld dat de responstijd terecht was ingeroepen. Er bestaat in de literatuur wel discussie in hoeverre deze uitspraak juist is. Instemmend zijn onder meer M.W. Josephus Jitta in zijn JOR noot (*JOR* 2013/272, en H-J. de Kluiver, 'Reactie op commentaar bij uitspraak Cryo-Save Group/Salveo Holding', *Ondernemingsrecht* 2013/127. Afwijzend is onder meer R. Abma, 'Naschrift bij reactie Harm-Jan de Kluiver', *Ondernemingsrecht* 2013/128. Onduidelijk is (voorts) of deze responstijd strijdig is met de Aandeelhoudersrichtlijn. Zie daarover F. Eikelboom, 'De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure', Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 219 en 220.

aanzien van een aangelegenheid waarvoor reeds eerder een responstijd of een wettelijke bedenktijd als bedoeld in art. 2:114b BW is ingeroepen en geldt evenmin wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste 75 procent van het geplaatst kapitaal in de vennootschap beschikt.

De desbetreffende aandeelhouder respecteert de door het bestuur ingeroepen responstijd.

Is eerst de responstijd ingeroepen en vervolgens de bedenktijd, dan is de gedachte dat de duur van de inmiddels verstreken responstijd in mindering wordt gebracht op de duur van de wettelijke bedenktijd. Ten slotte, de wettelijke bedenktijd onderscheidt zich van de responstijd uit de Nederlandse corporate governance code doordat de responstijd de agendering van een voorstel door aandeelhouders verhindert, terwijl de bedenktijd de agendering onverlet laat.

7. Afronding

Uit deze bijdrage blijkt dat het openbaar bod op aandelen van beursvennootschappen gedetailleerd is gereguleerd in Nederland. Ook is gebleken dat dit rechtsgebied nog steeds in ontwikkeling is en dat er de afgelopen jaren de nodige nieuwe regels zijn geïntroduceerd. Wij verwachten dat ook de komende jaren het openbaar bod op aandelen van beursvennootschappen nieuwe vragen zal oproepen en dat de rechtsvorming op dit terrein zeker nog niet tot stilstand is gekomen.