

## 10 jaar AFM toezicht op openbare biedingen

Een kleine geschiedenis







## **Autoriteit Financiële Markten**

---

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

## Woord vooraf

---

Aanleiding voor dit rapport is dat de AFM inmiddels tien jaar toezicht houdt op openbare biedingen.

De AFM heeft in de afgelopen tien jaar een grote verscheidenheid aan openbare biedingen gezien. Vrijwel elk nieuw bod kende bijzondere aspecten waarover de AFM zich in het kader van haar toezicht een oordeel diende te vormen. Marktontwikkelingen of vragen uit de markt, zorgden er voor dat de AFM moest beoordelen op welke wijze de biedingsregels in die gevallen worden toegepast. Ontwikkelingen in de maatschappij, zoals technologische ontwikkelingen op het gebied van communicatie, hadden soms gevolgen voor de wijze waarop de AFM haar toezicht uitvoerde. Daarnaast leidden wetswijzigingen er toe dat deze moesten worden ingepast in het toezicht.

Al deze ontwikkelingen op het gebied van openbare biedingen vereisten aanpassingen en zullen ook in de toekomst aanpassingen vereisen. Niet alleen in de wijze waarop de AFM haar toezicht uitvoert, ook voor de wetgever in de vorm van nieuwe of herziene regels en evenzo in de manier van optreden door de markt.

Het beeld dat de AFM heeft over de afgelopen tien jaar is dat de biedingsregels een goede basis hebben gevormd voor het toezicht op openbare biedingen en het handelen van marktpartijen in dat kader. Het beeld dat eveneens opkomt, is dat de AFM haar rol als toezichthouder adequaat heeft vervuld en daarbij steeds afdoende en tijdig duidelijkheid heeft verschaft over de wijze waarop zij haar toezicht uitvoert. Deze indruk is gebaseerd op de beoordelingen door marktpartijen, waaronder de evaluatie van de overname van ABN AMRO Bank N.V. en de consultatie marktmeester. Ook marktpartijen zijn in het algemeen zorgvuldig omgegaan met de (doelstellingen van de) biedingsregels, getuige het relatief beperkte aantal boetes dat de AFM in de afgelopen tien jaar heeft moeten opleggen. Het lijkt inherent aan de dynamiek van openbare biedingen dat er altijd wensen bestaan: van de markt en de AFM richting de wetgever, van de markt richting de AFM en uiteraard ziet de AFM ten aanzien van de markt ook altijd nog ruimte voor verbetering.

Om al deze wensen goed in kaart te hebben, haar eigen wensen nader vorm te geven en om deze over te dragen, ziet de AFM een goed contact met haar stakeholders als een belangrijk onderdeel voor haar toezicht. De AFM hecht in dit verband zeer aan haar netwerk van nationale en internationale fora. Een goed contact met de wetgever is hierbij eveneens van belang. En vooral ook de dialoog met de markt ziet de AFM als een zeer nuttige wijze om voor haar toezicht relevante inbreng te verkrijgen en daarnaast haar boodschap aan de markt over te brengen.

De AFM beoogt daarom ook in de toekomst een oriëntatiepunt te zijn voor de markt, enerzijds door guidance te geven en anderzijds door een benaderbare toezichthouder te zijn die beschikbaar is voor afstemming vooraf. Met gezamenlijke inzet zal bereikt kunnen worden dat openbare biedingen voor zowel, beleggers, bieders, doelvennootschappen en haar stakeholders, op ordelijke wijze zullen verlopen. Dit rapport geeft enig inzicht in de achtergronden en beweegredenen voor het optreden door de AFM bij haar toezicht op openbare biedingen.

# Inhoudsopgave

---

Woord vooraf	3
1 Inleiding	6
2 Marktonwikkelingen	8
2.1 <i>Ontwikkelingen in de markt en de gevolgen voor de AFM</i>	8
2.2 <i>Bijzondere biedingen</i>	11
3 Het toezicht op openbare biedingen	30
3.1 <i>Uitvoering van het toezicht in de praktijk</i>	30
3.2 <i>Het proces van een openbaar bod</i>	31
3.3 <i>Overtredingen van biedingsregels, onderzoeken en sancties</i>	36
4 Uitgangspunten van toezicht	39
4.1 <i>'Principes'</i>	39
4.2 <i>Toezicht strategie</i>	40
4.3 <i>Rol van externe partijen</i>	41
5 Ontwikkelingen in het toezicht	47
5.1 <i>'Vervallen toezicht'</i>	47
5.2 <i>'Gewijzigd toezicht'</i>	52
5.3 <i>'Nieuw toezicht'</i>	55
6 Toezicht getoetst	61
6.1 <i>Toezicht getoetst door de rechter</i>	61
6.2 <i>Toezicht getoetst voor de Tweede Kamer door evaluatie overname ABN AMRO</i>	69
6.3 <i>Toezicht getoetst door marktpartijen in consultatiereacties 'marktmeester'</i>	72
7 Kleine geschiedenis van de biedingsregels	77
7.1 <i>Overgang vanuit SER-fusiecode</i>	77

7.2	<i>Wetshistorie; Wte 1995 – Bte 1995</i>	80
7.3	<i>Wetshistorie; Tijdelijke Vrijstellingsregeling</i>	85
7.4	<i>Wetshistorie; Wft - Bob</i>	86
7.5	<i>Wetshistorie; toekomst</i>	90
8	De grote geschiedenis; het dossieroverzicht	92
8.1	<i>Overzicht van alle biedingen uit de periode van tien jaar toezicht door de AFM</i>	92

# 1 Inleiding

---

Tien jaar wettelijk toezicht op openbare biedingen. Tien jaar toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (AFM).<sup>1</sup> Een decennium vol marktontwikkelingen zoals aandeelhoudersactivisme en de discussie over nut of noodzaak van een marktmeester. Een periode ook met diverse wetwijzigingen, zoals ter implementatie van de Overnamerichtlijn waardoor het verplicht bod werd geïntroduceerd. Ook beleidswijzigingen deden zich voor, waaronder een gewijzigd beleid van de AFM voor de regeling met betrekking tot de 'best price'. Daarnaast gaf de AFM voor diverse biedingsregels toelichting op de wijze waarop deze naar haar oordeel moeten worden toegepast, zoals voor de regeling voor de verhoging van de biedprijs.

Een periode waarin veel interessante en uiteenlopende openbare biedingen zijn voorbereid, die in veel gevallen ook zijn uitgebracht om vervolgens vaak ook gestand te worden gedaan. Daaronder waren de biedingen op: Gucci, Shell, Hunter Douglas, VNU, ABN AMRO, Stork, Schuitema en Draka. Een enkel dossier, de overname van ABN AMRO Bank N.V. in 2007, heeft geleid tot een externe evaluatie naar aanleiding van door kamerleden in de Tweede Kamer gestelde vragen. Bij publicatie van dit rapport zal meer informatie over biedingen op de website van de AFM beschikbaar zijn in het 'register openbare biedingen'.

In deze jaren heeft ook het door de AFM uitgevoerde toezicht zich verder ontwikkeld. Aan de ontwikkeling van het toezicht hebben zowel nationale als internationale gebeurtenissen en partijen bijgedragen. Uiteraard hebben ook rechterlijke toetsingen van besluiten van de AFM de wijze van uitvoering van het toezicht nader ingevuld.

Onder meer de hiervoor genoemde zaken en onderwerpen komen aan bod in dit rapport. De AFM beoogt hiermee een beeld te schetsen van tien jaar toezicht op openbare biedingen door de AFM. Er wordt stil gestaan bij de wijze waarop dit toezicht in de afgelopen tien jaar vorm heeft gekregen. Met dit rapport wordt gestreefd een zo volledig mogelijk overzicht te geven van de ontwikkelingen en gebeurtenissen die, vanuit het perspectief van de AFM, het meest relevant zijn geweest voor de invulling van haar rol als toezichthouder op openbare biedingen.

In dit rapport zal ook inzicht worden gegeven in de wijze waarop de AFM haar rol invult op momenten waarop de biedingsregels geen pasklaar antwoord geven. Wanneer de markt of de ontwikkelingen het nodig maken dat de AFM zich meester toont in haar rol als toezichthouder zijn de aan de biedingsregels ten grondslag liggende principes<sup>2</sup>, richtinggevend:

- Gelijke behandeling van aandeelhouders
- Adequate en tijdige transparantie
- Goede werking van de markt
- Doelvennootschap en belanghebbenden niet onnodig lang in het ongewisse laten over de doorgang en/of slagingskansen van een openbaar bod

---

<sup>1</sup> De AFM bestaat sinds 1 maart 2002, in de periode daaraan vooraf is het toezicht op openbare biedingen uitgevoerd door haar rechtsvoorganger: Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). Hierna zal steeds over 'AFM' worden gesproken ook waar dit de STE betrof.

<sup>2</sup> Zoals deze volgen uit artikel 3 lid 1 Overnamerichtlijn.



Dit rapport is als volgt opgebouwd. Hoofdstuk 2 schetst een aantal marktontwikkelingen die voor de AFM van belang zijn (geweest) voor haar toezicht op openbare biedingen waaronder ook diverse bijzondere biedingen. In hoofdstuk 3 wordt aandacht besteed aan de wijze waarop de AFM toezicht houdt. Hoofdstuk 4 gaat in op de uitgangspunten van het toezicht en hierin komen de externe stakeholders aan de orde. In hoofdstuk 5 worden ontwikkelingen in het toezicht toegelicht. Hoofdstuk 6 bespreekt enkele rechterlijke uitspraken over besluiten van de AFM in het kader van haar toezicht op openbare biedingen, ook het onderzoek in opdracht van de Minister van Financiën in verband met de evaluatie van de overname van ABN AMRO Bank N.V. en de marktmeester consultatie worden hierin behandeld. Hoofdstuk 7 geeft een overzicht van de toepasselijke wetgeving in de afgelopen tien jaar. In hoofdstuk 8 is een overzicht opgenomen van alle openbare biedingen onder toezicht van de AFM, sinds 5 september 2001.

Het rapport heeft een informatief doel waaraan geen rechten kunnen worden ontleend. Hoewel met dit rapport wordt beoogd een zo volledig mogelijk beeld te geven, kan de volledigheid niet worden gegarandeerd. Het rapport heeft ook niet de intentie om guidance over wet- en regelgeving te geven.

Op [www.afm.nl/professionals/Effectenuitgevende](http://www.afm.nl/professionals/Effectenuitgevende) - beursgenoteerde ondernemingen/openbare biedingen treft u relevante wetgeving en informatie over het toezicht op openbare biedingen.

Voor begrippen die in dit rapport veelvuldig voorkomen, worden de volgende definities gehanteerd. Dit is geen uitputtende lijst, sommige begrippen worden in het rapport zelf gedefinieerd:

- Beleidsregel 01-01  
Werkings sfeer OBE: Beleidsregel 01-01 van de Stichting Toezicht Effectenverkeer inzake de werkingssfeer van de wettelijke regels betreffende een openbaar bod op effecten als genoemd in artikel 6a lid 1 Wte 1995. Beleidsregel 01-01 Werkings sfeer OBE is op 20 mei 2006 ingetrokken
- Beleidsregel  
Biedingsbericht: Beleidsregel 01-02 van de Stichting Toezicht Effectenverkeer inzake het biedingsbericht als bedoeld in artikel 6a lid 2 Wte 1995. Deze beleidsregel werd ingetrokken op 29 juli 2008
- Bob: Besluit openbare biedingen Wft
- Bte 1995: Besluit toezicht effectenverkeer 1995
- CBb: College van Beroep voor het Bedrijfsleven
- Ondernemingskamer: Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam
- Overnamerichtlijn: Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod
- VEB: Vereniging van Effectenbezitters
- Wft: Wet op het financieel toezicht
- Wte 1995: Wet toezicht effectenverkeer 1995

## 2 Marktontwikkelingen

---

De AFM houdt sinds 5 september 2001 toezicht op openbare biedingen. In de jaren daarna volgden verschillende ontwikkelingen in de markt voor openbare biedingen zich op. De ontwikkelingen leidden er vaak toe dat de AFM haar toezicht in meer of mindere mate heeft heroverwogen. Ook gaven ontwikkelingen soms aanleiding voor wetwijzigingen die eveneens in het toezicht door de AFM moesten worden ingepast. De marktontwikkelingen kwamen meer specifiek tot uitdrukking in de diverse biedingen die in de afgelopen tien jaar in Nederland werden voorbereid en/of uitgebracht. In de tweede paragraaf van dit hoofdstuk wordt bij enkele van deze biedingen kort stil gestaan.

### 2.1 Ontwikkelingen in de markt en de gevolgen voor de AFM

#### 2001 – 2005

Beperkte liquiditeit

De periode tot 2005 kenmerkte zich door relatief veel openbare biedingen die, blijkens het biedingsbericht, werden uitgebracht vanwege een onderwaardering van de doelvennootschap op de beurs. Een zodanige onderwaardering ging vaak gepaard met een geringe handel in het desbetreffende aandeel. Deze biedingen werden meestal uitgebracht door aan de doelvennootschap gelieerde partijen zoals een oprichter of (directeur)grootaandeelhouder dan wel het management. In enkele gevallen werd het bod door deze partijen uitgebracht in samenwerking met een financiële partij.

Private equity

In 2004 is de opkomst van private equity duidelijk zichtbaar. De AFM zag dat nieuwe voorwaarden bij het bod werden gesteld in biedingen waarbij de bieder als zogenoemde private equity kwalificeerde. In veel van dergelijke biedingen werd een voorwaarde geïntroduceerd met betrekking tot het zogenoemde 'merger protocol'. In het 'merger protocol' worden de afspraken tussen bieder en doelvennootschap met betrekking tot het (proces van een) openbaar bod vastgelegd. Op grond van de bedoelde voorwaarde kon de bieder besluiten het bod niet gestand te doen in het geval de doelvennootschap diens verplichtingen onder het 'merger protocol' had geschonden. Een voorwaarde die meer aandacht leek te krijgen in biedingen waarbij private equity betrokken was, betrof de 'materiële wijziging van betekenis' voorwaarde (de 'material adverse change' of 'MAC' clause). In veel biedingen werd uitgebreider dan voorheen omschreven welke gevallen onder de voorwaarde dienden te worden begrepen.

Deze wijzigingen in de voorwaarden waren voor de AFM aanleiding om zeer nauwkeurig te toetsen of er sprake was van 'potestatieve' voorwaarden. Dit zijn voorwaarden waarvan de invulling afhankelijk is van het handelen of nalaten van de bieder. Een dergelijke voorwaarde was op grond van artikel 9t lid 1 Bte 1995 niet toegestaan.<sup>3</sup>

#### 2006 – 2008

Vijandige biedingen

Vanaf 2006 verschenen er relatief veel openbare biedingen die werden uitgebracht zonder de steun of instemming van het bestuur van de doelvennootschap. De toename van het aantal vijandige biedingen betekende een zwaardere rol voor de AFM in het bewerkstelligen van adequate transparantie. In vriendelijke biedingen wordt een deel van de transparantie bewerkstelligd door de samenwerking en onderhandeling tussen bieder en doelvennootschap.

---

<sup>3</sup> Vergelijk artikel 12 lid 2 Bob.

Bij het ontbreken van een dergelijke samenwerking dient de AFM er nog nadrukkelijker op toe te zien dat adequate transparantie wordt gerealiseerd, en daarbij te voorkomen dat de persberichten uitsluitend worden gebruikt als middel in de biedingenstrijd.

Concurrerende  
biedingen

Tegelijk met deze vijandige biedingen was er een toename in het aantal concurrerende biedingen zichtbaar. In het groter aantal concurrerende biedingen was 'level playing field' een veelgehoorde term. De AFM beoogt te allen tijde op consistente wijze toezicht te houden. De AFM is bij concurrerende biedingen dan ook niet afgeweken van haar lijn, om gelijke gevallen gelijk te behandelen. Dit principe volgt ook uit de toepasselijke bestuursrechtelijke regelgeving. In de markt konden geluiden worden gehoord dat men onder 'level playing field' een ander soort 'gelijkheid' wilde zien. Bijvoorbeeld dat alle concurrente bieders over dezelfde informatie van de doelvennootschap zouden kunnen beschikken, of dat (aanmeldings-)termijnen voor alle concurrente biedingen dezelfde zouden zijn. Ook een veilingprocedure werd genoemd, waarbij volgens een via de AFM georganiseerd biedingenproces een van de concurrerende bieders uiteindelijk de hoogste prijs kon bieden. De wettelijke middelen die de AFM ten dienste stonden waren er niet op gericht de door de markt gewenste 'gelijkheid' te bewerkstelligen. De AFM meent dat een dergelijke gelijkheid ook niet altijd noodzakelijk is.

Deze door de markt gewenste gelijkheid kon in een enkel geval wel feitelijk door de AFM worden gerealiseerd. Deze situatie deed zich onder meer voor bij de overname van ABN AMRO Bank N.V. De AFM kreeg van beide concurrerende bieders een verzoek tot ontheffing van de termijn voor het uitbrengen van hun openbaar bod.<sup>4</sup> De respectievelijke verlengingsbesluiten van de AFM leidden er uiteindelijk toe dat de uiterlijke datum voor het uitbrengen van het openbare bod voor beide concurrerende bieders gelijk was.<sup>5</sup>

Aan een dergelijk besluit van de AFM lagen steeds dezelfde principes ten grondslag, te weten:

- Toepassing van de relevante (wettelijke)bepalingen met inachtneming van het doel en de strekking van de desbetreffende biedingsregels,
- Consistentie met eerdere toepassing van de betreffende (wettelijke) bepalingen in vergelijkbare omstandigheden, en
- Besluitvorming met inachtneming van de principes van het toezicht die hierna in paragraaf 4.1 worden besproken.

Grootste aantal  
biedingen

Het jaar 2007 kenmerkte zich niet alleen door meer vijandige en een groter aantal concurrerende biedingen, maar ook door een groter aantal biedingen in absolute zin. In 2007 liepen er meer dan twintig openbare biedingen, waar er zich in andere jaren gemiddeld zo'n tien à twaalf voordoen. Voor de AFM betekende dit veel overuren en flexibiliteit van de medewerkers.

Daarnaast kregen veel biedingen een andere dynamiek doordat aandeelhouders een steeds actievare rol innamen in de vaak openlijk gevoerde discussies over de bedrijfsvoering, of de te volgen strategie van een bedrijf. Dit aandeelhoudersactivisme leidde in diverse biedingen tot

<sup>4</sup> Op grond van artikel 9g lid 3 Bte 1995 gold dat eenieder binnen zes weken nadat hij het zogenoemde '30-dagen' bericht had gepubliceerd, het bod diende uit te brengen door middel van publicatie van het biedingsbericht. De termijn van zes weken kon door de AFM op verzoek worden verlengd.

<sup>5</sup> Zowel Barclays Plc als het consortium van RBS, Fortis en Santander moesten op grond van deze verlengingsbesluiten uiterlijk op 23 juli 2007 hun bod uitbrengen. Zie ook paragraaf 2.2.

initieren van vennootschapsrechtelijke enquêteprocedures bij de Ondernemingskamer. In diverse biedingen werd het uitgebrachte bod en de doorlooptijd beïnvloed door deze procedures.

#### Vennootschapsrechtelijke procedures

De toename in het aantal vennootschapsrechtelijke procedures in verband met aandeelhoudersactivisme kunnen een belangrijke invloed hebben op het verloop van het bod. Hoe groot de impact is, hangt af van het onderwerp van een procedure en het moment waarop de procedure wordt ingezet. Afhankelijk van het onderwerp, kan een bidder besluiten dat de mogelijke uitkomst van de procedure voor hem aanleiding is het bod niet door te zetten. Daarbij zal een bidder, voordat een bod door middel van de publicatie van het biedingsbericht is uitgebracht, relatief makkelijk af kunnen zien van het bod. Nadat het bod is uitgebracht en daarmee onherroepelijk is, zal de bidder het bod slechts kunnen beëindigen wanneer de procedure valt binnen de reikwijdte van een bij het bod gestelde voorwaarde. Bidders pogen ook vaak optimaal gebruik te maken van de beschikbare (verlenging van) termijnen om zodoende de met een procedure samenhangende onzekerheid te ondervangen.

Voor de AFM betekende dit extra alertheid en aandacht om de onzekerheid en onduidelijkheid in de markt omtrent de voortgang van het bod zo veel mogelijk te beperken.

#### Marktmeester

Deze ontwikkelingen zorgden voor de roep om een 'marktmeester' die als nieuwe, onafhankelijke autoriteit de regie zou moeten hebben over effectenrechtelijke onderwerpen en vennootschapsrechtelijke aspecten van een openbaar bod. Als voorbeeld werd vaak het Engelse Takeover Panel genoemd. Ook werd er gepleit voor aanpassing van de regels van het bestaande systeem van rechtsprekende en toezichhoudende instanties. De uitkomst van de 'marktmeester' discussie bleek zich uiteindelijk te beperken tot een aanpassing van de biedingsregels. Ook de AFM was van mening dat de oprichting van een afzonderlijk orgaan niet wenselijk of nodig is. De AFM kon zich wel voorstellen dat het nuttig zou zijn om de biedingsregels nog eens in het geheel te bekijken. Ook de AFM zag op basis van haar ervaringen dat enkele aanpassingen wenselijk zouden zijn. De 'marktmeester' discussie komt nader aan de orde in paragraaf 6.3.

#### Verplicht bod

Eind 2007 werd het verplicht bod geïntroduceerd en daarmee een nieuw type gerechtelijke procedure, die gevolgen heeft voor de looptijd van een bod. Dit betreft de procedure bij de Ondernemingskamer voor de vaststelling van de billijke prijs voor een verplicht bod.<sup>6</sup> Sinds de opnemings van de verplicht bod regeling in de Nederlandse biedingsregels eind 2007 is één keer een dergelijke procedure bij de Ondernemingskamer gevoerd. In het bod van CVC (Skipper Acquisitions B.V.) op Schuitema N.V. heeft de VEB de Ondernemingskamer verzocht de billijke prijs vast te stellen. Ruim een jaar na indiening van het verzoek oordeelde de Ondernemingskamer dat de billijke prijs Euro 24,21 was en niet de in het biedingsbericht genoemde Euro 20,11 per aandeel. Het gevolg van een dergelijke procedure voor de AFM lijkt vooral te zijn, dat de AFM zich geconfronteerd ziet met een langere doorlooptijd van het desbetreffende bod. De aanmeldingstermijn wordt gedurende de behandeling van het verzoek bij de Ondernemingskamer opgeschort. Ook in dit geval besteedt de AFM extra aandacht aan

---

<sup>6</sup> Artikel 5:80b Wft. Gelijkijd is in artikel 5:73 Wft voorzien in een verzoekschriftprocedure bij de Ondernemingskamer voor het vaststellen van de biedplicht.

voldoende informatie over de stappen in de procedure die voor de voortgang van het bod van belang zijn om er zodoende voor te zorgen dat hierover geen onzekerheid in de markt bestaat.

### **2008 – 2011**

#### Kredietcrisis

De wereldwijde kredietcrisis in 2008 werd voor openbare biedingen zichtbaar door een vanaf dat jaar teruglopend aantal openbare biedingen. Zowel het aantal aangekondigde als uitgebrachte biedingen liep terug. Ook het soort openbare biedingen leek te veranderen. Waar voor die tijd regelmatig private equity partijen waren betrokken, waren ze vanaf 2008 zo goed als niet meer betrokken bij openbare biedingen.

In 2009 leek er weer meer activiteit te ontstaan op de markt voor openbare biedingen. Deze toegenomen activiteit leidde echter niet steeds tot daadwerkelijk uitgebrachte openbare biedingen. In dit jaar vond meer dan de helft van de biedingen die in voorbereiding waren of reeds waren aangekondigd, geen doorgang. In 2010 leek het lichte herstel van de markt voor openbare biedingen zich voort te zetten. In 2010 waren er minder biedingen die vroegtijdig werden afgeblazen.

De voorzichtige herstellijn van 2009 en 2010 lijkt zich in 2011 niet te vervolgen. Hoewel met enige regelmaat uit de markt het geluid te horen is dat de markt voor overnames weer begint aan te trekken, heeft dit in Nederland nog niet geleid tot een toename in het aantal openbare biedingen. Voor de AFM betekent dit dat medewerkers voor het toezicht op openbare biedingen worden ingezet bij andere toezichtgebieden. Ook wordt in deze periode nadrukkelijk aandacht besteed aan middelen en methoden om de ervaring en continuïteit van het toezicht te waarborgen zodat op het moment dat de markt aantrekt, het toezicht direct weer adequaat en effectief kan worden ingezet.

## **2.2 Bijzondere biedingen**

In de tien jaar van haar toezicht heeft de AFM meer dan 100 biedingen beoordeeld. De gesignaleerde marktontwikkelingen kregen in de lopende biedingen een concrete vorm. Daarbij zijn geen twee biedingen hetzelfde. De ervaring heeft geleerd dat vrijwel elk bod minstens één uniek element kent en daarom het bespreken waard is. Het zou echter te ver gaan om alle meer dan 100 biedingen te beschrijven. Daarom volgt hieronder een greep uit deze verscheidenheid aan dossiers die de AFM heeft beoordeeld.

Met de keuze voor beschrijving van onderstaande biedingen wordt beoogd een zo goed mogelijk beeld te geven van de diversiteit aan onderwerpen en biedingen die de AFM, verspreid over de afgelopen tien jaar, heeft gezien. Bij de keuze is gekeken naar biedingen waarbij het besproken onderwerp het meest duidelijk tot uitdrukking kwam. Ook zijn biedingen geselecteerd omdat het te bespreken onderwerp voor het eerst of het laatst in het betreffende dossier voorkwam, of omdat dit het enige dossier betrof waarin het zich heeft voorgedaan. Desalniettemin kan de AFM zich voorstellen dat marktpartijen die in de afgelopen tien jaar bij openbare biedingen betrokken zijn geweest, een andere keuze zouden maken uit de meer dan honderd dossiers.

### **Gucci N.V. - het eerste en het langst lopende bod**

Het bod op Gucci Group N.V. (Gucci) was bijzonder doordat dit het eerste bod betrof onder toezicht door de AFM dat bovendien een bijzondere start kende en vervolgens – naar nu blijkt – de langste looptijd.

Beschermings-  
maatregel

Op 6 januari 1999 werd Gucci, genoteerd aan Euronext, geïnformeerd dat LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton S.A. (LVMH) een belang had verkregen in Gucci van meer dan 5%. Dit belang bleek eind januari 1999 uitgebouwd tot 34,4 %. Gucci was vooraf niet door LVMH op de hoogte gebracht van haar voornemen en partijen bleken ook na januari 1999 niet tot overeenstemming te komen. Gucci zette daarop een aandelenplan voor werknemers op. Via een voor dit doel opgerichte stichting kon deze een belang verwerven in Gucci dat ongeveer gelijk was aan het belang dat LVMH inmiddels had verworven. Daarnaast ging Gucci in maart een ‘Strategic Investment Agreement’ aan met Pinault-Printemps-Redoute S.A. (PPR) voor vergaande samenwerking. Als onderdeel van deze overeenkomst werden aan PPR nieuwe aandelen in Gucci uitgegeven. Hierdoor verkreeg PPR een belang van ongeveer 40% in Gucci (waarbij de aandelen onder het werknemerplan niet waren meegeteld). LVMH startte daarop een enquêteprocedure voor de Ondernemingskamer. LVMH verzocht de Ondernemingskamer te oordelen over het beleid en de gang van zaken met betrekking tot zowel het werknemersplan als de strategische samenwerking met PPR.

Partijen startten in maart 2000 onderhandelingen om te proberen tot een beëindiging van de lopende procedures te komen. Uiteindelijk leidde dit op 9 september 2001 tot een schikking, aldus valk na het moment waarop de AFM het toezicht op openbare biedingen kreeg. Gucci was daarmee het eerste bod onder toezicht van de AFM. Onderdeel van de schikking was dat:

1. LVMH een deel van het door haar gehouden belang aan PPR zou overdragen tegen een prijs die boven de beurskoers lag, namelijk USD 94 per aandeel.
2. de aandeelhouders hun aandelen in Gucci per 30 april 2004 konden verkopen aan PPR tegen een aan de prijs onder 1 gerelateerde prijs, te weten: USD 101,50 per aandeel (welke prijs uiteindelijk door partijen is bijgesteld tot USD 85,52 naar aanleiding van onder meer tussentijdse (speciale) dividend uitkeringen).

Schikking als start  
openbaar bod

De AFM oordeelde dat de publicatie van de tenuitvoerlegging van de schikkingsovereenkomst kwalificeerde als een openbaar bod. PPR beschikte op dat moment echter nog niet over het vereiste biedingsbericht. PPR verzocht de AFM daarop ontheffing van onder meer de verplichting om binnen zes weken na publicatie van de schikkingsovereenkomst, een biedingsbericht te publiceren.

Ter voorbereiding op haar besluit heeft de AFM diverse belanghebbenden en betrokkenen gehoord. Eveneens heeft de AFM vooraf advies bij de Commissie Kapitaalmarkt<sup>7</sup> ingewonnen. Uiteindelijk heeft de AFM ingestemd met ontheffing van de verplichting voor PPR om binnen zes weken een biedingsbericht te publiceren en te voldoen aan alle overige biedingsregels. De ontheffing hield in dat PPR uiterlijk op 1 april 2004 een biedingsbericht diende te publiceren. Voor het overige diende PPR zich direct aan de biedingsregels te houden. Een uitzondering gold voor enkele met het biedingsbericht verband houdende verplichtingen. Aan deze laatste verplichtingen hoefde PPR pas te voldoen, na publicatie van het biedingsbericht.

---

<sup>7</sup> Toen nog Commissie Openbare Biedingen, zie hierna paragraaf 4.3.

De AFM heeft in haar besluitvorming nadrukkelijk de principes zoals beschreven in paragraaf 4.1 meegewogen. Ten behoeve van de gelijke behandeling van aandeelhouders was door Gucci een zogenoemde 'irrevocable letter of credit or insurance' ten bedrage van ongeveer USD 230 miljoen verschaft, voor de overige aandeelhouders in Gucci (met uitzondering van PPR en LVMH). Dit bedrag was gebaseerd op het verschil tussen beurskoers van het aandeel Gucci op de dag van publicatie van de schikkingsovereenkomst en de aan LVMH betaalde USD 94 per aandeel (vermenigvuldigd met het aantal door de aandeelhouders Gucci, exclusief PPR en LVMH, gehouden aandelen). Dit bedrag zou aan de aandeelhouders worden uitbetaald zodra PPR haar verplichtingen om per 30 april 2004 de aandelen van de overige aandeelhouders over te nemen, niet zou nakomen.

Het biedingsbericht is uiteindelijk op 1 april 2004 gepubliceerd en op 30 april 2004 is het bod gestand gedaan, waarna PPR 99,23% van de aandelen in Gucci hield.

De totale looptijd van dit bod was bijna drie jaar en daarmee was dit het langstlopende bod in de afgelopen tien jaar. Een gemiddeld bod kent een looptijd van ongeveer vijf maanden. De door de AFM te verlenen verlenging voor de publicatie biedingsbericht betrof een uitzonderlijk lange periode. Waar een bod normaal binnen zes weken na aankondiging moest worden uitgebracht, hoefde voor het bod op Gucci het biedingsbericht pas na twee en half jaar te worden gepubliceerd.

#### ***Haslemere N.V. - het eerste en enige 'spookbod' in Nederland***

Begin maart 2002 publiceerden Brack Capital Real Estate B.V. (Brack) en vastgoedfonds Haslemere N.V. (Haslemere) een gezamenlijk persbericht waarin een bod van Brack op Haslemere werd aangekondigd met een biedprijs van Euro 63,75 per aandeel. Enkele dagen later, op 20 maart 2002, maakten Evia Real Estate B.V. (Evia) en Allbubbles B.V. (Allbubbles) bekend een concurrerend bod uit te willen brengen met een biedprijs van Euro 67. Dit bod waardeerde Haslemere op Euro 1,5 miljard. Na publicatie van dit persbericht door Evia en Allbubbles steeg de koers van het aandeel Haslemere op Euronext Amsterdam in korte tijd van Euro 63,10 naar Euro 67,15 om in de loop van de dag terug te zakken naar een slotkoers van Euro 64,30.

In reactie op het persbericht van Evia en Allbubbles publiceerde Haslemere diezelfde dag een reactie dat zij de identiteit van Evia en Allbubbles niet kende en ook geen uitnodiging had ontvangen van deze vennootschappen om te overleggen over het voorgenomen bod. Hiertoe bestond onder de Bte-regels een verplichting, het zogenoemde verbod op het 'rauwelijks bod' uit hoofde van artikel 9d Bte (vergelijk paragraaf 5.1). Een bieder diende eerst de doelvennootschap in kennis te stellen van zijn voorgenomen bod om deze de gelegenheid te geven over zijn voorgenomen bod in overleg te treden. Pas zeven dagen daarna mocht de bieder zijn bod aankondigen. Niet alleen Haslemere kende Evia en Allbubbles niet, maar ook in de markt had nog niemand van deze partijen gehoord. Beide bleken op hetzelfde Amsterdamse adres gevestigd maar waren blijkens de websites, waarnaar hun persbericht verwees, geen grote partijen in de vastgoedmarkt. De vraag was daarom of Evia en Allbubbles wel in staat zouden zijn een bod van ruim 1,5 miljard te financieren. De markt vroeg zich in reactie op dit nieuws af of het bod serieus kon zijn.

De AFM stelde een onderzoek in naar aanleiding van het persbericht van 20 maart 2002 en de koersontwikkelingen die daarop volgden. Op 21 maart deden Evia en Allbubbles – mede op aandringen van de AFM - een persbericht uitgaan waarin werd vermeld dat geen verdere openbare mededelingen over het aangekondigde bod zouden worden gedaan alvorens het volgens de biedingsregels vereiste overleg met Haslemere en het onderzoek van de AFM zou zijn afgerond. Enkele dagen later deelden Evia en Allbubbles in een persbericht mede hun bod in te trekken.

In november 2002 heeft de AFM een boete opgelegd voor overtreding van een aantal biedingsregels, vooral het niet naleven van artikel 9d Bte. Daarnaast was de boete opgelegd voor het niet vooraf aan de AFM voorleggen van het persbericht waarin het bod werd aangekondigd. Een derde overtreding die de grondslag vormde voor het opleggen van de boete was het feit dat dit persbericht niet correct vermeldde welke rechtspersonen verantwoordelijk waren voor het voorgenomen openbaar bod. Bij het opleggen van de boete, die eind augustus 2003 door de AFM gepubliceerd werd, speelde de overweging een rol dat in het bijzonder de eerste openbare mededeling over een bod een cruciaal onderdeel vormt van het biedingstraject. Dit bod was het enige bod waarbij een partij een bod aankondigde dat uiteindelijk geen serieus bod bleek te zijn, ook wel aangeduid als 'spookbod'.

#### ***Shell – gelijkwaardig document***

De bijzonderheid in het bod op N.V. Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij (Koninklijke) betrof de samenloop van de biedingsregels met de regels ter implementatie van de Prospectusrichtlijn.<sup>8</sup>

Op 28 oktober 2004 werd door Koninklijke en The “Shell” Transport and Trading Company, p.l.c. (Shell Transport), besloten tot een herstructurering met zetelverplaatsing en nieuw hoofdkantoor. Door deze transactie zouden Koninklijke en Shell Transport worden samengevoegd onder één moedermaatschappij, Royal Dutch Shell plc. (Royal Dutch Shell).

In verband met de transactie zou in Engeland de overname van de aandelen in Shell Transport door Royal Dutch Shell plaatsvinden via een zogenaamde ‘scheme of arrangement’<sup>9</sup>. Voor de aandeelhouders in Koninklijke werd door Royal Dutch Shell een openbaar bod uitgebracht op de door hen gehouden aandelen in Koninklijke. Het betrof een ruilbod. Het bod zou in mei 2005 worden uitgebracht. Dit was kort voordat in de Nederlandse wet de regels ter implementatie van de Prospectusrichtlijn in werking traden.

De AFM was de bevoegde autoriteit voor dit bod. Het team dat toezicht houdt op openbare biedingen maakt binnen de AFM deel uit van het team dat toezicht houdt op emissies, dit was ook toen het geval. Onder de prospectusregels die per 1 juli 2005 in werking zouden treden was een vrijstelling van de prospectusplicht opgenomen voor effecten die in ruil werden aangeboden bij een overname door middel van een openbaar bod, mits de aanbieder beschikte over aan het prospectus gelijkwaardig document. Een ‘gelijkwaardig document’ was niet nader gedefinieerd.

Prospectusplicht

---

<sup>8</sup> Richtlijn 2003/71/EG.

<sup>9</sup> Een soort juridische fusie die wordt geëffectueerd via een procedure bij de High Court.



Het biedingsbericht is op 19 mei 2005 gepubliceerd en het bod is op 20 juli 2005 gestand gedaan. Op dat moment hield Royal Dutch Shell 91,69% van de aandelen in Koninklijke.

Het bod door Royal Dutch Shell was voor de AFM het eerste bod waarbij zij geconfronteerd werd met een samenloop van de prospectusregels en de biedingsregels. Hoewel in de toelichting bij de prospectusregels expliciet was opgenomen dat de AFM geen rol – vooraf - heeft in de toets op gelijkwaardigheid van een biedingsbericht, heeft de AFM met dit bod vastgesteld dat zij in dit soort gevallen wel een rol voor zich ziet. De prospectusregels voorzien in een toetsing *achteraf* van een gelijkwaardig document. De AFM meent echter dat in het geval zij een biedingsbericht ter toetsing *vooraf* krijgt voorgelegd en zij weet dat het document als gelijkwaardig document onder de prospectusregels zal worden gebruikt, zij de beoordeling van de gelijkwaardigheid van het document, niet tot na publicatie ervan kan uitstellen.

Rol AFM bij  
gelijkwaardig  
document

In alle volgende ruilbiedingen biedt de AFM partijen aan om gelijktijdig met de toets van het biedingsbericht, de prospectustoets in de zin van 'gelijkwaardig document' uit te voeren. Partijen leveren daartoe dan de voor een prospectustoetsing benodigde documentatie aan. Het document zal overigens niet als prospectus worden goedgekeurd wanneer partijen gebruik maken van de 'gelijkwaardig document' vrijstelling. 'Gelijkwaardigheid' vereist immers niet dat op alle punten aan de prospectusregels is voldaan. Partijen kunnen besluiten geen gebruik te maken van deze vrijstelling en in plaats daarvan een prospectus te laten goedkeuren. Wanneer partijen de AFM niet om een 'gelijkwaardig document' toets verzoeken en ook geen prospectus ter goedkeuring voorleggen, zal de AFM zelf een beoordeling doen op basis van de toepasselijke regelgeving. Partijen kunnen ook dan vragen of opmerkingen op het biedingsbericht verwachten die voortvloeien uit de prospectusregelgeving.

#### ***Hunter Douglas N.V. – het enige tenderbod***

Het openbaar bod op Hunter Douglas N.V. (Hunter Douglas) in 2005 was het eerste en tot heden enige tenderbod in Nederland. Het was zelfs het enige tenderbod sinds de invoering van de tenderbodregels in de SER-Fusiecode in 1990. Bij een tenderbod geven de aandeelhouders zelf aan tegen welke prijs zij hun aandelen aan de bieder zouden willen verkopen. De bieder geeft aan hoeveel aandelen hij wil verwerven en tegen welke richtprijs, of bandbreedte van prijzen. Omdat een tenderbod alleen kan worden gebruikt voor het verwerven van maximaal 30% minus één stem, ontstaat een vorm van 'schaarste' welke aandeelhouders ertoe zal bewegen een prijs aan te geven die binnen de bandbreedte valt. Een tenderbod maakt het dus mogelijk om tegen een scherpe prijs een belang van net onder de 30% te verwerven. De bieder betaalt uiteindelijk (voor de maximaal 30% die hij zal overnemen) aan alle aandeelhouders dezelfde prijs. Dit is de hoogste prijs van de aangeboden aandelen die hij bereid is te accepteren. Indien meer aandelen zijn aangemeld dan de bieder had aangegeven te willen verwerven, geschiedt de aanvaarding met hantering van een niet-discriminatoire systematiek.

Ten tijde van het tenderbod op Hunter Douglas was de bepaling over het tenderbod in het Bte 1995<sup>10</sup> nog zo geformuleerd dat het na gestanddoening van het bod niet mocht leiden tot een kapitaalbelang van de bieder, direct of indirect, van meer dan 30% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap. Het bod werd uitgebracht door de oprichter, meerderheid-

---

<sup>10</sup> Artikel 91 lid 5 Bte 1995. Vergelijk artikel 21 Bob.

aandeelhouder en bestuurder van de vennootschap, de heer Ralph Sonneberg<sup>11</sup>. Hij beschikte bij aanvang al over 78% van het geplaatste kapitaal en bijna evenveel stemrechten.

Groot kapitaalbelang  
en weinig stemrecht

Door de uitgifte van cumulatief preferente aandelen aan ING bracht de heer Sonneberg zijn belang voordat het bod werd uitgebracht terug tot een 22% kapitaalbelang, zonder dat zijn stemrecht significant werd verminderd. Na een geslaagd tenderbod zou het kapitaalbelang van de heer Sonneberg uitkomen op 24,4%, maar zijn stemrecht toenemen met meer dan 6% tot circa 85%. Hunter Douglas was een Antilliaanse vennootschap (de Nederlandse biedingsregels waren van toepassing door de notering van de aandelen op Euronext). Onder Antilliaans recht was het mogelijk dat de cumulatief preferente aandelen, ongeacht hun hoge nominale waarde, slechts recht gaven op één stem. Als gevolg hiervan kreeg ING bij de uitgifte van de cumulatief preferente aandelen in totaal maar 2% stemrecht. Het daarbij behorende kapitaalbelang van ING was 72%. Het stemrecht van de heer Sonneberg werd niet significant verminderd. Na een geslaagd partieel bod zou het kapitaalbelang van de heer Sonneberg uitkomen op 24,4% maar zijn stemrecht toenemen met meer dan 6% tot circa 85%.

De vraag was daarom of een constructie als deze onder de tenderbodregel was toegestaan. Deze vraag werd uiteindelijk in het kader van een procedure bij het CBb beantwoord. Volgens het CBb mocht het tenderbod voor deze situatie worden gebruikt omdat de betreffende bepaling uitdrukkelijk refereerde aan 'kapitaalbelang' en niet aan stemrecht. Voor een nadere beschrijving van de CBb-procedure zie paragraaf 6.1, toezicht getoetst door de rechter.

Naar het oordeel van het CBb lieten de bewoordingen van de toenmalige regel over het tenderbod geen andere interpretatie toe, dan dat uitsluitend het percentage van het geplaatste kapitaal relevant was voor de beoordeling of een tenderbod was toegestaan. Ter gelegenheid van de implementatie van de Overnamerichtlijn in Nederlandse wetgeving zijn de desbetreffende artikelen over het tenderbod en het partieel bod alsnog gewijzigd zodat nu wordt aangesloten bij het stemrecht.<sup>12</sup>

#### ***VNU – een bod met aandeelhoudersactivisme***

In 2006 kondigde een consortium van zes private equity fondsen (via hun biedingsvehikel Valcon Aquisition B.V., hierna Valcon) een openbaar bod aan op VNU N.V. (VNU). Dit bod werd gesteund door het bestuur en de raad van commissarissen van VNU. Vanaf dat moment liet in het bijzonder één aandeelhouder van VNU, Knight Vinke Asset Management (Knight Vinke), herhaaldelijk weten dat hij het niet eens was met het bod. Knight Vinke hield een belang van circa 1% in VNU. De grootste aandeelhouder van VNU, Fidelity International, met een belang van 15% maakte eveneens bekend het bod niet te zullen accepteren.

Het bod op VNU was daarmee het eerste openbaar bod in Nederland waarbij het zogenoemde 'aandeelhoudersactivisme' (dat daarna vaker voor zou komen) een grote rol heeft gespeeld. Met deze term wordt bedoeld op een actieve bemoeienis van aandeelhouders met het strategische beleid van de onderneming.

---

<sup>11</sup> Via het biedingsvehikel Bergson Holding N.V.

<sup>12</sup> Artikelen 21 en 23 Bob gelden voor het verkrijgen van een belang van ten hoogste 30 procent minus één stem van de stemrechten van de doelveennootschap.

Opmerkelijk aan het invloedrijke optreden van Knight Vinke was dat deze een relatief klein belang had. Via persberichten en andere publicaties liet hij niet alleen weten het niet eens te zijn met het door bestuur en RvC van VNU aanbevolen bod, maar uitte hij ook eigen ideeën over hoe de aandeelhouderswaarde van VNU beter zou kunnen worden gerealiseerd. Zijn zogenoemde 'alternatieve plan' suggereerde onder meer de mogelijkheid van een partieel bod. Dit bod zou worden uitgebracht door een nieuw op te richten vennootschap, die gefinancierd zou kunnen worden door Knight Vinke en andere geïnteresseerde aandeelhouders. VNU had zich in diverse persberichten tegen het activisme van Knight Vinke verzet.

Aandeelhouder of  
bieder

De biedingsregels kennen regels waaraan de doelvennootschap en de bieder zich moeten houden. De regels bevatten in principe geen specifieke gedragsregels voor aandeelhouders. De regels kennen wel een ruime definitie om te bepalen wie als bieder kwalificeert. Deze definitie omvat ook iedereen die een openbaar bod voorbereid. In die zin vallen aandeelhouders wel onder de biedingsregels zodra zij een openbaar bod voorbereiden. De AFM volgt bij haar toezicht altijd nauwlettend de ontwikkelingen bij een bod. De AFM doet dit onder meer om een zo duidelijk mogelijk beeld te krijgen van het krachtenveld van de diverse betrokken belangen. Ook bij dit bod heeft zij de bijna dagelijkse strijd via de media gevolgd. De AFM beoordeelt dan steeds of ontwikkelingen rond een bod, de biedingsregels (kunnen) raken. Zij maakt daarbij de afweging of ze aanleiding ziet voor nader onderzoek hieromtrent. Dit heeft de AFM ook bij het bod op VNU gedaan. Uiteindelijk heeft Knight Vinke er voor gekozen geen openbare mededelingen meer te doen.

Het bod van Valcon op VNU is in juni 2006 succesvol afgerond. Valcon had na de na-aanmeldingstermijn circa 98% van de aandelen VNU in handen. Ook Fidelity International, was uiteindelijk akkoord gegaan met het bod. Fidelity International had haar aandelen overigens pas aangemeld nadat het bod was verhoogd. Valcon had op de laatste dag voor het einde van de aanmeldingstermijn een hoger bod bekend gemaakt en de aanmeldingstermijn verlengd. Het bod op VNU was daarmee ook het eerste bod onder toezicht van de AFM, waarbij de biedprijs van het uitgebrachte bod is verhoogd.

#### ***ABN AMRO Bank N.V. - eerste en grootste overname van een bank en veel meer***

Het bod op ABN AMRO Bank N.V. (ABN AMRO) was om vele redenen een bijzonder bod. Het betrof de eerste overname van een bank via een openbaar bod. Bij het bod waren bovendien vijf grote beursgenoteerde Europese banken betrokken. Aandeelhoudersactivisme speelde een belangrijke rol, vooral ook in de aanleiding voor het bod. Er was sprake van een tweede, concurrerend en bovendien vijandig bod waardoor een biedingenstrijd ontstond.

Bij geen enkel ander bod werden zoveel persberichten gepubliceerd, die vooraf door de AFM moesten worden getoetst. De AFM had hierbij een zwaardere rol dan gebruikelijk vanwege aandeelhoudersactivisme, de concurrerende en deels vijandige biedingen. De AFM moest meer dan anders zorgen voor tijdige informatieverschaffing door partijen aan de markt en voor feitelijke persberichten die de koersgevoelige informatie zo helder mogelijk weergaven.

Door de dynamiek van het bod had de AFM ook een belangrijke rol om voor informatie gelijkheid te zorgen. De AFM trachtte zo veel mogelijk te voorkomen dat koersgevoelige informatie op onjuiste wijze openbaar werd, via bijvoorbeeld interviews of persvoorlichters van partijen (in plaats van een persbericht).

## Brief TCI

Eind februari 2007 ontving ABN AMRO een brief van The Children's Investment Fund Management (UK) (TCI). TCI hield op dat moment naar eigen zeggen meer dan 1% van de stemmen in ABN AMRO. In de brief verzocht TCI aan ABN AMRO enkele punten op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te zetten. Een van de punten betrof het voorstel aan ABN AMRO om actief onderzoek te doen naar de mogelijkheid van splitsing, spin off, fusie of overname van onderdelen van ABN AMRO of van de gehele bank. TCI verwees daarbij naar de meerwaarde van "de som der delen" die naar hun oordeel door meerdere analisten was aangetoond.

In maart 2007 werd duidelijk dat Barclays Plc (Barclays) en ABN AMRO verkennende gesprekken voerden over een mogelijk samengaan van beide organisaties. Daarop ontstond in de media speculatie over mogelijke andere overnamekandidaten. In de middag van 13 april 2007 verschijnen in de media berichten dat een consortium van banken, Royal Bank of Scotland Group Plc (RBS), Banco Santander Central Hispano (Santander), S.A., Fortis N.V. en Fortis SA/NV (Fortis) (RBS, Santander en Fortis gezamenlijk: het Consortium), aan een bod op ABN AMRO zouden werken. Het Consortium publiceerde uiteindelijk diezelfde dag, 's avonds na beurs, een persbericht waarin zij aangaven een brief aan ABN AMRO te hebben gestuurd met daarin hun interesse in de overname van ABN AMRO. Het Consortium verzocht in de brief om dezelfde informatie te mogen ontvangen die ABN AMRO aan Barclays had verstrekt.

## Verkoop La Salle

Op 23 april 2007 publiceerden Barclays en ABN AMRO een persbericht waarin zij mededeelden dat de verwachting gerechtvaardigd was dat overeenstemming kon worden bereikt over een openbaar bod. Gelijktijdig berichtte ABN AMRO dat zij een overeenkomst had gesloten met Bank of America over de verkoop van haar Amerikaanse dochter La Salle aan Bank of America. De verkoop was onderhevig aan diverse goedkeuringen van toezichhoudende autoriteiten. ABN AMRO sprak de verwachting uit dat de transactie eind 2007 kon worden voltooid. Het Consortium publiceerde op 25 april 2007 een persbericht waarin zij haar interesse voor een mogelijk bod op ABN AMRO bevestigde.

Naar aanleiding van de overeenkomst over de verkoop van La Salle, verzocht de VEB op 27 april 2007 de Ondernemingskamer om voorzieningen te treffen. Eén van de gevraagde voorzieningen was dat ABN AMRO de beoogde verkoop aan haar aandeelhouders diende voor te leggen.

De overeenkomst over La Salle kende een zogenaamde 'go shop' clause. Op basis hiervan zou de overeenkomst met Bank of America met betrekking tot La Salle slechts onder bepaalde voorwaarden kunnen worden beëindigd wanneer zich een andere koper zou melden. Een mogelijke andere koper diende zich op basis van deze clause binnen veertien dagen na het sluiten van de overeenkomst te melden. Het Consortium bericht de markt op 27 april 2007, binnen de veertien dagen termijn van de La Salle overeenkomst, dat zij ABN AMRO een brief heeft gestuurd over haar voorgenomen bod. Onder de op dat moment geldende biedingsregels was het niet toegestaan om bij een niet vriendelijk voorgenomen openbaar bod, direct de prijs publiek te maken. De regels vereisten dat de bieder de doelvennootschap zeven dagen de gelegenheid gaf om diens voorstel voor een bod te beoordelen, en eventueel nadere toelichting

te vragen aan de bieder. Pas na afloop van die datum mocht de bieder zijn voorstel met daarin zijn prijs, in een persbericht openbaren.<sup>13</sup>

De verkoop van La Salle en de daarop gestarte procedure voor de Ondernemingskamer riep veel vragen op in de markt over de gevolgen hiervan op de in voorbereiding zijnde openbare biedingen. Vragen zoals:

- wat is het gevolg voor het voorgenomen bod van Barclays wanneer de La Salle verkoop niet door mag gaan;
- welke stappen (schade claims) neemt Bank of America wanneer de verkoop van La Salle alsnog aan goedkeuring van de aandeelhouders moet worden onderworpen;
- wat is het gevolg voor het voorgenomen bod van het Consortium wanneer de La Salle verkoop wel door mag gaan. Het Consortium had aangegeven ABN AMRO over te willen nemen inclusief La Salle;
- voldoet het door het Consortium op 27 april 2007 bij ABN AMRO ingediende voorstel aan de voorwaarden voor de 'go shop' bepaling in de La Salle overeenkomst.

Oordeel  
Ondernemingskamer

Op 3 mei 2007 verbood de Ondernemingskamer ABN AMRO (verdere) uitvoering te geven aan de met Bank of America gesloten overeenkomst tot verkoop van La Salle, zonder voorafgaande goedkeuring van de aandeelhouders van ABN AMRO. Op 4 mei 2007 publiceerde Barclays een persbericht waarin ze aangaf haar voorgenomen bod voort te zullen zetten. Op dezelfde datum maakte Bank of America bekend een procedure te starten tegen ABN AMRO om te voorkomen dat La Salle aan een andere koper werd verkocht en om schadevergoeding te eisen. Eveneens op 4 mei 2007 maakte ABN AMRO bekend verduidelijking te hebben gevraagd aan de Ondernemingskamer naar de gevolgen van de uitspraak van de Ondernemingskamer op de 'go shop' bepaling, waarvan de termijn op 6 mei zou aflopen.

Op 7 mei publiceerden zowel het Consortium als ABN AMRO een persbericht. Het persbericht van het Consortium stelde dat zij ABN AMRO een voorstel voor een bod had gedaan dat superieur was aan hetgeen Bank of America bood onder de La Salle overeenkomst. ABN AMRO stelde in haar persbericht dat het voorgestelde bod dat zij van het Consortium in het voorafgaande weekend had ontvangen niet superieur was. ABN AMRO gaf hiervoor als reden dat het Consortium in haar voorstel, als voorwaarde voor de overname van La Salle, de overname door het Consortium van ABN AMRO tegen een indicatieve prijs van Euro 38,40 per aandeel stelde (eveneens onder voorwaarden). ABN AMRO stelde tevens geen bewijs te hebben ontvangen van het Consortium dat zij de beoogde transacties kon financieren.

Op 15 mei 2007 publiceerden ABN AMRO en het Consortium op aandringen van de AFM, de onderliggende documentatie met betrekking tot de La Salle overeenkomst en de voorgestelde biedingen.

Oordeel Hoge Raad

ABN AMRO, Bank of America en Barclays stelden vervolgens op 15 mei 2007 cassatieberoep in tegen de 'La Salle uitspraak' van de Ondernemingskamer. Op 13 juli 2007 oordeelde de Hoge Raad dat de Ondernemingskamer terecht had geoordeeld dat de verkoop van La Salle niet als ongeoorloofde beschermingsmaatregel kon worden beschouwd. Ten aanzien van de voorafgaande goedkeuring van de aandeelhouders oordeelde de Hoge Raad dat het bestuur

---

<sup>13</sup> Zie ook paragraaf 5.1.

van ABN AMRO in beginsel bevoegd was te besluiten tot de verkoop. Een goedkeuringsrecht van de aandeelhouders kon hierbij volgens de Hoge Raad niet worden aangenomen op grond van bijzondere omstandigheden, zoals een mogelijk openbaar bod, of de eisen van behoorlijk ondernemingsbestuur. De Hoge Raad merkte daarbij op *“nu er sprake is van een definitieve koopovereenkomst, moet rekening gehouden worden met de belangen van Bank of America en Barclays. Over de uitvoering van deze bevoegd gesloten overeenkomst mag geen onnodige onzekerheid bestaan.”*

Voor de AFM was de informatie die relevant was voor de beoordeling van de doorgang van de respectievelijke biedingen, een voortdurend punt van aandacht. De diverse ontwikkelingen bij het bod zoals de verkoop van La Salle en de daarover gevoerde procedures leidden tot veel onzekerheid in de markt over de voortgang van de biedingen. De AFM wilde voorkomen dat deze ontwikkelingen tot onnodige vertragingen of onduidelijkheid zouden leiden. Bij (de toetsing van) alle persberichten heeft de AFM hier dan ook nadrukkelijk aandacht aan besteed.

‘Level playing field’

De AFM heeft eveneens veel aandacht besteed aan de doorlooptijd van de individuele biedingen. Zowel Barclays als het Consortium diende een verzoek in bij de AFM tot verlenging van de, op dat moment onder de wet geldende, termijn voor uitbrenging van het bod. In de markt en bij betrokken partijen was regelmatig de wens te horen van een ‘level playing field’. De markt vond onder meer dat voor concurrerende biedingen één zelfde tijdspad moest gelden. Bij de beoordeling van de verlengingsverzoeken woog de AFM deze ontwikkelingen in de markt mee. De beide besluiten tot verlenging van de AFM leidden er toe dat beide bieders hun bod op dezelfde datum dienden uit te brengen. De AFM kon dit bereiken zonder hierbij afbreuk te doen aan de consistente wijze waarop zij dit soort besluiten in het verleden had beoordeeld. Uiteindelijk had Barclays door dwingende regels in de US, alsnog extra verlenging nodig. De AFM stond Barclays daarop toe haar bod uiterlijk op 6 augustus 2007 uit te brengen. De AFM zorgde er voor dat deze verdere verlenging zo snel mogelijk publiek werd zodat spoedig adequate transparantie ontstond, om zodoende zo veel mogelijk het gelijke speelveld te waarborgen.

Afstemming SEC

Bij de opstelling van de biedingsberichten speelde ook nog de volgende bijzonderheid. De documentatie moest door partijen in meer of mindere mate worden afgestemd met, of voorafgaande toestemming was nodig van, toezichthouders in alle meer dan vijftig landen waarin ABN AMRO, Barclays en/of het Consortium actief was. Voor het door de AFM uit te voeren toezicht was vooral de rol van de SEC van belang. ABN AMRO was tevens in Amerika genoteerd. Dit maakte veelvuldige afstemming tussen de AFM en de SEC noodzakelijk over diverse, ogenschijnlijk conflicterende regels. Uiteindelijk bleek door nauwe samenwerking met de SEC dat het voor partijen, zonder al te grote problemen, mogelijk was om aan beide nationale wetgevingen te voldoen. Mede door deze contacten bleek het voor de SEC mogelijk om op onderdelen, ontheffing te verlenen van de conflicterende regels.

Ten aanzien van het biedingsbericht gold als bijzonderheid dat het volgens de Amerikaanse regels mogelijk was om later aanvullingen op het biedingsbericht te publiceren. Dergelijke aanvullingen zouden noodzakelijk kunnen zijn wanneer de SEC, na publicatie van het biedingsbericht, nog opmerkingen zou hebben. Alle betrokkenen waren van mening dat de publicatie van dergelijke aanvullingen onwenselijk zou zijn, omdat dit niet paste binnen het kader van de Nederlandse biedingsregels. De AFM wilde daarom eerst duidelijkheid van de SEC alvorens zij aan partijen zou laten weten dat ze geen opmerkingen meer had op het

biedingsbericht. De AFM had ook hiertoe tot kort voor haar akkoord op het biedingsbericht, overleg met de SEC.

Begin augustus 2007 stemden de aandeelhouders van Fortis voor de financiering van het bod in, met de uitgifte van nieuwe aandelen ter waarde van maximaal 13 miljard Euro. De aandeelhouders van Santander hadden eerder al ingestemd met het bod en de aandeelhouders van RBS stemden korte tijd later in. Daardoor stond er niets meer in de weg aan het uitbrengen van het bod door het Consortium. De aanmeldingstermijn van het Consortium liep uiteindelijk van 23 juli 2007 – 5 oktober 2007. Voor Barclays bleek, in verband met het proces bij de SEC, nog een tweede verlenging nodig. Barclays bracht daarop op 6 augustus 2007 haar bod uit waarvan de aanmeldingstermijn liep tot 4 oktober 2007. Op 5 oktober 2007 liet Barclays in een persbericht weten dat minder dan 1% van de aandelen onder haar bod waren aangemeld en dat zij haar bod niet gestand deed.

Verklaring van geen  
bezwaar DNB

Voor gestanddoening door het Consortium was de verklaring van geen bezwaar (vvgb) van de Nederlandsche Bank (DNB) van belang. De vvgb was noodzakelijk voor het verwerven van een belang in ABN AMRO. DNB had als voorwaarde bij de door het Consortium benodigde vvgb gesteld, dat Fortis over adequate financiering diende te beschikken. De mogelijkheid voor het Consortium om haar bod gestand te doen was aldus afhankelijk van het oordeel van DNB over de mogelijkheid van financiering door Fortis. Op 10 oktober 2007 oordeelde DNB hierover en gaf daarop haar definitieve vvgb aan het Consortium af. Het Consortium deed daarop haar bod gestand onder vermelding dat 86% van de aandelen in ABN AMRO onder haar bod waren aangemeld.

Ten tijde van (de voorbereiding van) de biedingen op ABN AMRO speelde de vraag wanneer de nieuwe biedingsregels ter implementatie van de Overnamerichtlijn in werking zouden treden en welk effect dit zou hebben op de lopende biedingen. Het was onder meer de vraag of beide biedingen, afhankelijk van het moment waarop het bod daadwerkelijk zou worden uitgebracht, onder hetzelfde regime zouden vallen. Aan deze onzekerheid kwam op 27 oktober 2007 een einde. Op die datum trad het Bob in werking. Artikel 32 Bob bevat een overgangsbepaling voor biedingen die nog liepen op het moment van inwerkingtreding. De gedachte van de wetgever was dat 'de spelregels niet zouden wijzigen tijdens de wedstrijd'. Daarom bleef een (nieuw concurrerend) bod ook onder de 'oude' regels zolang er nog een (concurrerend) bod onder deze oude regels liep. Hierdoor zouden voor beide (concurrerende) biedingen op ABN AMRO steeds dezelfde regels van toepassing zijn.

#### ***Stork – 'stakebuilding' tijdens een bod, aandeelhoudersactivisme en meer***

Zoals hiervoor beschreven speelde bij de overname van VNU het aandeelhoudersactivisme nog vooral een rol in verband met het mogelijk 'dwarsbomen' van een bod. Bij de overname van Stork N.V. (Stork) in 2007 leidde het aandeelhoudersactivisme er mede toe, dat er uiteindelijk een openbaar bod op de vennootschap werd uitgebracht. Zoals bekend, heeft een vergelijkbare vorm van aandeelhoudersactivisme in dezelfde periode ook bij ABN AMRO mede tot de aankondiging van het bod geleid. De overname van Stork was daarnaast vooral bijzonder doordat een derde partij, het IJslandse Marel, tijdens de aanmeldingstermijn een belang in de doelvennootschap had opgebouwd (stakebuilding). Marel wilde hiermee bereiken dat een onderdeel van Stork aan haar zou worden verkocht.

Aandeelhouders-activisme

Halverwege 2006 hadden twee grootaandeelhouders van Stork – de hedgefondsen Centaurus Capital Limited (Centaurus) en Paulson & Co Inc. (Paulson) – die gezamenlijk circa 33% van de aandelen hielden, laten weten dat naar hun mening Stork zou moeten worden opgesplitst om op deze wijze meer waarde voor aandeelhouders te creëren. Het bestuur van Stork was het hiermee niet eens. In oktober 2006 waren Centaurus en Paulson een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer gestart. Hierdoor waren in januari 2007 door de Ondernemingskamer extra commissarissen bij Stork benoemd.

Stork vond daarop het Britse Candover bereid een bod uit te brengen om Stork in zijn geheel van de beurs te halen (via het biedingsvehikel London Acquisitions B.V.). Centaurus en Paulson hadden zich onherroepelijk gecommitteerd dit bod te accepteren. Zij waren daarmee bereid hun oorspronkelijke doel van opsplitsing op te geven en onder de voorwaarde dat het bod zou slagen, ook de Ondernemingskamer te verzoeken het enquêteonderzoek te beëindigen. Een oplossing voor het verschil van mening over de door Stork te volgen strategie leek dichterbij.

In dezelfde periode had Marel (via zijn financieringsmaatschappij LME Eignarhaldsfelag ehf) aangegeven een onderdeel van Stork te willen kopen, te weten Food Systems. Om dit te bereiken, had Marel tijdens de aanmeldingstermijn van het bod van Candover haar belang in Stork van 11% uitgebreid tot 43%. Marel had ook aangegeven dit belang niet onder het bod te zullen aanmelden. Om tot een mogelijke oplossing voor het bod te komen werden gesprekken gevoerd tussen Stork, Candover en Marel. Toen hiervoor meer tijd nodig bleek, werd de aanmeldingstermijn verlengd tot 18 september 2007. Maar ook in deze periode kwamen partijen er niet uit. Uiteindelijk trok Candover daarom na afloop van de verlengde aanmeldingstermijn haar bod in, met een beroep op de voorwaarde dat minimaal 80% van de aandelen onder het bod moesten zijn aangemeld (de zogenoemde minimum-acceptance-voorwaarde).

Van actieve aandeelhouder naar mede-bieder

Candover bleef ook daarna bereid om met Stork en Marel te praten over een oplossing. In november 2007 kondigden Candover en Marel gezamenlijk een nieuw bod aan dat door Stork werd gesteund. Marel was nu dus toegetreden tot de bieder en kreeg na gestanddoening van het bod het onderdeel Food Systems van Stork.

Omdat ondertussen op 27 oktober 2007 de gewijzigde biedingsregels ter implementatie van de Overnamerichtlijn in werking waren getreden, viel dit nieuwe bod onder de regels van het Bob.<sup>14</sup> Bij de overname van Stork waren daarmee op het eerste bod, dat niet geslaagd was, de biedingsregels van de Bte 1995 van toepassing en op het tweede bod dat samen met Marel werd gedaan, de biedingsregels van het Bob. De praktische implicaties hiervan voor partijen leken in casu niet heel groot. Er was bijvoorbeeld nu sprake van goedkeuring van het biedingsbericht. Dit proces verschilde feitelijk echter niet al te veel van het proces onder het Bte 1995 (zie nader paragraaf 5.2). Met dit 'tweede' bod verkreeg de bieder uiteindelijk aan het einde van de na-aanmeldingstermijn 99,5% van het aandelenkapitaal van Stork. Het onderzoek bij de Ondernemingskamer werd inderdaad beëindigd en de strijd om Stork vond daarmee zijn einde.

<sup>14</sup> De eerder beschreven overgangsregeling in artikel 32 Bob leidde bij dit nieuwe bod niet tot toepassing van de 'oude' regels van de Bte 1995 omdat dit bod van Candover en Marel na inwerkingtreding van het Bob op 27 oktober 2007 was aangekondigd.



### **Tele Atlas N.V. – het laatste bod onder de Bte 1995 en twee keer verlenging**

In de zomer 2007 werd door TomTom N.V. (TomTom) een bod uitgebracht op Tele Atlas N.V. (Tele Atlas). Tele Atlas is een maker van digitale kaarten. Tom Tom was één van Tele Atlas' grootste klanten. Bij dit bod speelde daarom, begrijpelijkerwijs, de toestemming van de mededingingsautoriteiten een grote rol.

Ook een concurrent van TomTom, Garmin Ltd (Garmin), was geïnteresseerd in Tele Atlas. Op 30 oktober 2007 kondigde Garmin een alternatief, hoger, bod aan. Dit bod werd later niet uitgebracht, omdat TomTom bereid was zelf ook een hoger bod te doen. Garmin trok zich daarom half november 2007 terug.

Het bod op Tele Atlas was het laatste bod dat nog was aangekondigd, voorafgaande aan de inwerkingtreding van de regels ter implementatie van de Overnamerichtlijn. Het Bob trad op 27 oktober 2007 in werking. In artikel 32 bevat het Bob een overgangsbepaling voor biedingen die nog liepen op het moment van inwerkingtreding. De gedachte van de wetgever was dat 'de spelregels niet zouden wijzigen tijdens de wedstrijd'. Daarom bleef een (nieuw concurrerend) bod ook onder de 'oude' regels zolang er nog een (concurrerend) bod onder deze oude regels liep.

'oude recht' blijvend van toepassing

Deze overgangsregeling leidde bij het bod op Tele Atlas tot een opmerkelijke uitkomst. Toen Garmin op 30 oktober – dus na inwerkingtreding van het Bob – een bod aankondigde, liep het bod van TomTom al en bleven daarmee de Bte-regels ook op het concurrerende bod van Garmin van toepassing. Door het hogere bod van Garmin, besloot TomTom op 7 november haar bod in te trekken. Tegelijkertijd liet TomTom weten – wederom dus na inwerkingtreding van het Bob - een hoger bod te zullen doen. Gelet op het moment van de aankondiging van dat hogere bod waren hierop eigenlijk de gewijzigde biedingsregels van toepassing. Het concurrerende bod van Garmin liep echter nog onder het Bte 1995. Nu bleven daarom de Bte-regels op grond van de overgangsregeling weer van toepassing op TomTom. Korte tijd later trok Garmin zich terug. Het bod van TomTom bleef nog tot juni 2008 doorlopen onder de 'oude biedingsregels' en was daarmee uiteindelijk het laatste bod onder het Bte 1995.

Zoals gezegd was ook de verkrijging van de nodige toestemmingen van mededingingsautoriteiten, en dan vooral de Europese Commissie, een belangrijk aspect bij dit bod. TomTom en Tele Atlas hadden de desbetreffende toestemmingen aanvankelijk als een voorwaarde voor het *uitbrengen* van het bod geformuleerd. Zij gaven daarbij aan dat vervulling van deze voorwaarde zeer waarschijnlijk niet mogelijk zou zijn binnen de zes weken termijn voor het publiceren van het biedingsbericht, zoals deze gold onder de toen nog van toepassing zijnde Bte-regel<sup>15</sup>. Partijen lieten weten om die reden een verlenging van de AFM van deze zes-weeken-termijn te zullen vragen<sup>16</sup>.

In lijn met de in paragraaf 4.1 besproken principes, is het bod uiteindelijk alsnog binnen de zes-weeken-termijn op 2 oktober 2007 uitgebracht.<sup>17</sup> De toestemmingen van de mededingings-

---

<sup>15</sup> Artikel 9g Bte 1995.

<sup>16</sup> Persbericht van 21 augustus 2007 van Tele Atlas N.V. en TomTom N.V.

<sup>17</sup> Dit was het oorspronkelijke bod dat later in reactie op het voorgenomen bod van Garmin werd ingetrokken. Op 18 november 2007 werd het verhoogde bod uitgebracht met een nieuw biedingsbericht. De aanmeldingstermijn van dit bod zou op 18 december 2007 aflopen.

Verlenging  
noodzakelijk door  
mededings-  
procedure

autoriteiten waren nu opgenomen als voorwaarde bij het bod, voor gestanddoening. De aanmeldingstermijn zou op 4 december aflopen. TomTom en Tele Atlas hadden eerder in een persbericht al aangegeven dat zij hoopten bij het aflopen van de aanmeldingstermijn duidelijkheid te hebben over toestemming van de Europese Commissie. Mocht dit echter niet het geval zijn dan zou de aanmeldingstermijn worden verlengd.

Hoewel ook een verlenging van de aanmeldingstermijn in verband met een nog niet vervulde voorwaarde enige onzekerheid voor aandeelhouders en andere stakeholders met zich meebrengt, is het uitgebrachte bod overigens onherroepelijk. Een verlenging van de aanmeldingstermijn geeft daarmee voor aandeelhouders meer zekerheid dan het later uitbrengen van een bod, in afwachting van de vervulling van een voorwaarde. In dit laatste geval kunnen in de loop van de tijd ook andere omstandigheden nog een reden zijn om het bod niet uit te brengen.

De procedure bij de Europese Commissie duurde vervolgens inderdaad langer dan de aanmeldingstermijn bij het (verhoogde) bod. Dit kwam doordat een zogenoemde tweede fase onderzoek was gestart.<sup>18</sup> Onder verwijzing naar de desbetreffende voorwaarde bij het bod had TomTom haar aanmeldingstermijn daarom een eerste keer verlengd tot 31 maart 2008. Ook een tweede verlenging bleek nodig waardoor de aanmeldingstermijn tot 30 mei 2008 liep.<sup>19</sup> Met zijn twee verlengingen was het bod van TomTom op TeleAtlas een van de weinige met twee keer verlenging van de aanmeldingstermijn.

#### **Schuitema N.V. – eerste verplichte bod in Nederland en procedure billijke prijs**

De verplichting om een openbaar bod uit te brengen bij, kort gezegd, de verkrijging van 30% van de stemrechten van een vennootschap, werd in Nederland geïntroduceerd met de implementatie van de Overnamerichtlijn per 28 oktober 2007.<sup>20</sup> Het eerste verplichte bod in Nederland was het openbaar bod van CVC Capital Partners (CVC) op supermarktc concern Schuitema N.V. (Schuitema). In april 2008 maakte Schuitema bekend dat er overeenstemming was bereikt over de verkoop aan CVC van het belang van 73,2% dat Koninklijke Ahold N.V. (Ahold) in Schuitema hield. Als onderdeel van deze transactie zou Ahold 58 C1000-supermarkten van Schuitema overnemen. Een ander onderdeel van de overeenkomst voorzag in een herinvestering door Ahold in Schuitema waarvoor Ahold een belang van 20% in de vorm van preferente aandelen zou krijgen.

---

<sup>18</sup> In de 'eerste fase' besluiten mededingingsautoriteiten zonder nader onderzoek, op basis van de melding van een voorgenomen concentratie, dat deze is toegestaan. Wanneer nader onderzoek nodig is volgt een zogenaamde 'tweede fase' waarin een uitvoerig onderzoek zal worden verricht naar de gevolgen van de voorgenomen concentratie. Een dergelijk onderzoek neemt meestal langere tijd in beslag.

<sup>19</sup> Omdat het bod zoals eerder toegelicht nog onder de Bte-regels viel, was een tweede verlenging toegestaan. Onder de nu geldende Bob bepaling mag eenieder slechts één keer zijn aanmeldingstermijn verlengen, behoudens ontheffing van de AFM.

<sup>20</sup> Op grond van artikel 5:70 Wft bestaat de verplichting om een openbaar bod uit te brengen wanneer alleen of tezamen met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld, overwegende zeggenschap wordt verkregen. Van overwegende zeggenschap is, kort gezegd, sprake wanneer iemand ten minste 30% van de stemrechten in de algemene vergadering van aandeelhouders kan uitoefenen. De biedplicht vervalt indien degene op wie deze rust, de overwegende zeggenschap binnen dertig dagen na het verkrijgen daarvan weer verliest. Voor een aantal situaties bestaat een vrijstelling of uitzondering van de biedplicht.

Geen vrijstelling  
biedplicht

Ook grootaandeelhouder CKK B.V. had ingestemd om haar belang van circa 25% in Schuitema aan CVC te zullen verkopen. In totaal verkreeg CVC daarmee een belang van 98,4%. Tijdens de Algemene vergadering van Aandeelhouders van Schuitema in juni 2008 werd aan de aandeelhouders gevraagd goedkeuring te verlenen voor een vrijstelling van de verplicht bod-regeling.<sup>21</sup> Indien de minderheidsaandeelhouders deze goedkeuring zouden geven, zou Schuitema een inkoopprocedure starten en de resterende 1,63% tegen Euro 26 per aandeel inkopen. Echter, de vrijstelling werd door de AvA niet met de benodigde 95%-meerderheid verleend (van de 1,63% minderheidsaandeelhouders). Van de uitgebrachte stemmen had 94,87% van de minderheidsaandeelhouders vóór de vrijstelling gestemd en 5,13% tegen.

CVC heeft vervolgens een verplicht openbaar bod uitgebracht tegen Euro 20,11 (nadat op 30 juni 2008 de bovengenoemde overeenkomst definitief was geworden en CVC daarmee overwegende zeggenschap had verkregen). Een verplicht bod moet tegen minimaal de billijke prijs worden uitgebracht. Kort gezegd houdt dit in dat de bieder de hoogste prijs betaalt waartegen hij in het jaar voorafgaand aan de aankondiging van het verplichte bod aandelen heeft verworven.

Billijke prijs  
procedure

De billijke prijs kan door de Ondernemingskamer op verzoek van aandeelhouders, de doelvennootschap of de bieder worden vastgesteld. De Ondernemingskamer kan daarbij afwijken van de hiervoor beschreven hoofdregel. De VEB diende op 11 augustus 2008 een dergelijk verzoek bij de Ondernemingskamer in. De VEB meende dat de billijke prijs ten minste Euro 31,73 zou moeten zijn. Zij was het niet eens met de waarde die CVC bij de berekening van de billijke prijs had toegekend aan de niet-contante onderdelen van de afspraak tussen CVC en Ahold, te weten de overname van de C1000-supermarkten en de preferente aandelen.

De aanmeldingstermijn van het verplichte bod werd gedurende de lopende procedure bij de Ondernemingskamer opgeschort.<sup>22</sup> Al met al duurde deze opschorting één jaar. Deze tijd bleek nodig zodat de door de Ondernemingskamer benoemde deskundigen zich een oordeel konden vormen over de waarde van de afspraken tussen CVC en Ahold.<sup>23</sup> Op basis van het oordeel van de deskundigen heeft de Ondernemingskamer op 21 augustus 2009 uiteindelijk de billijke prijs bepaald op Euro 24,21 per aandeel Schuitema.<sup>24</sup> Na sluiting van de aanmeldingstermijn van het verplichte bod op 8 september 2009 waren 1,58% van de aandelen Schuitema aangemeld en hield CVC daardoor 99,95%.

#### **Gouda Vuurvast Holding N.V. - overgang van vrijwillig naar verplicht bod**

Het volgende bod was bijzonder vanwege de wens van een bieder om een uitgebracht vrijwillig bod te 'gebruiken' om aan zijn biedplicht te voldoen. Het bod dat RijnDijk Group B.V. (RijnDijk) op Gouda Vuurvast Holding N.V. (Gouda Vuurvast) in september 2008 aankondigde, was een vrijwillig bod dat in eerste instantie niet door het bestuur van Gouda Vuurvast werd gesteund.

---

<sup>21</sup> Het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft voorziet in artikel 2 eerste lid in deze mogelijkheid. Indien de AvA van de vennootschap waarin overwegende zeggenschap wordt verkregen, met ten minste 95% van de stemmen van de overige aandeelhouders instemt met de verkrijging, dan is deze situatie vrijgesteld van de biedplicht. De AvA moet dan ook instemmen met iedere volgende verkrijging door degene die overwegende zeggenschap heeft.

<sup>22</sup> Dit volgt uit artikel 5:80b Wft in samenhang met artikel 15 zesde lid Bob.

<sup>23</sup> Op 23 oktober 2008 deed de Ondernemingskamer een deeluitspraak over de billijke prijs (LJN BG 1422) en gaf opdracht aan twee deskundigen om de geldwaarde van de door Ahold verkregen winkels en de preferente aandelen vast te stellen.

<sup>24</sup> Ondernemingskamer 21 augustus 2009, LJN BJ5764.

De biedprijs van Euro 18,- lag onder de op dat moment geldende slotkoers van het aandeel Gouda Vuurvast.

'Gebruik' vrijwillig  
bod voor biedplicht

Kort na het uitbrengen van het bod publiceerde RijnDijk op 17 oktober 2008 een bijzonder persbericht: RijnDijk had bijna 92% van de uitstaande gewone aandelen gekocht van meerdere grote aandeelhouders van Gouda Vuurvast. Met het persbericht werd de aanmeldingstermijn van het lopende vrijwillige bod met vier weken verlengd en deed RijnDijk afstand van alle voorwaarden bij het bod, zoals die in het biedingsbericht waren gesteld. RijnDijk gaf aan van mening te zijn daarmee te voldoen aan een eventuele verplichting tot het uitbrengen van een verplicht bod. RijnDijk liet ook weten in het jaar voorafgaand aan het bod niet tegen een hogere prijs dan Euro 18,- aandelen Gouda Vuurvast te hebben verworven. De biedprijs was naar de mening van RijnDijk daardoor ook aan te merken als de 'billijke prijs'.

Het uitgebrachte vrijwillige bod kreeg op het moment van publicatie van dit persbericht van 17 oktober 2008 daarmee alle eigenschappen van een verplicht bod, waaronder het niet stellen van voorwaarden en het bieden van de 'billijke prijs'. In reactie op dit persbericht maakte Gouda Vuurvast bekend het bod bij de aandeelhouders te zullen aanbevelen, waarmee het bod tevens een zogenoemd 'vriendelijk bod' werd. Toen het bod gestand werd gedaan had RijnDijk 99,63% van de aandelen verworven.

Dit bod van RijnDijk op Gouda Vuurvast was het eerste en tot op heden enige bod waar een bieder tijdens zijn uitgebrachte vrijwillige bod een belang van meer dan 30% heeft gekocht waardoor tijdens het vrijwillige bod een biedplicht ontstond.

Over de vraag of sprake is van een biedplicht, oordeelt - op verzoek - de Ondernemingskamer. De AFM heeft hierbij geen rol. Wanneer een verplicht bod door de bieder is aangekondigd, gelden vervolgens de biedingsregels van het Bob voor dit bod en houdt de AFM daarop toezicht. Toen RijnDijk door de koop van het belang van bijna 92% overwegende zeggenschap verkreeg, heeft de AFM moeten beoordelen hoe zij zou omgaan met de samenloop van de biedplicht en een uitgebracht vrijwillig bod.

De AFM overwoog daarbij dat een bod dat is uitgebracht door een bieder vanwege zijn onherroepelijke karakter niet kan worden ingetrokken (tenzij onder beroep op een voorwaarde). Tegelijkertijd verzet de systematiek van de biedingsregels en de onherroepelijkheid van een bod zich tegen het uitbrengen van een tweede, 'parallele' bod. Anderzijds staan de biedingsregels er niet aan in de weg dat een bieder gedurende een vrijwillig bod een belang van 30% verwerft. De AFM is daarom van mening dat een bieder moet kunnen besluiten om zijn lopende vrijwillige bod zodanig vorm te geven dat hij daarmee ook aan de regels voor een verplicht bod voldoet. Het standpunt dat de AFM hierover heeft ingenomen is korte tijd na het bod van RijnDijk op Gouda Vuurvast door de AFM als een interpretatie gepubliceerd. Het persbericht van RijnDijk van 17 oktober 2008 kwam overeen met de in deze interpretatie genoemde aspecten. Hoewel het door de AFM gepubliceerde standpunt daarmee herleidbaar is tot een concreet bod – omdat deze situatie zich pas één keer heeft voorgedaan – meent de AFM dat het voor de markt van belang was duidelijkheid te hebben over hoe de AFM met een dergelijke samenloop van vrijwillig en verplicht bod om gaat.

### **Draka N.V. – het bod met de meeste concurrerende bieders**

Het bod op Draka N.V. (Draka) dat door Prysmian S.P.A. (Prysmian) op 5 januari 2011 werd uitgebracht, begon in oktober 2010 met een strijd tussen drie bieders<sup>25</sup> - respectievelijk een Franse, Italiaanse en Chinese partij. In deze zin kende de overname van Draka de meeste concurrerende bieders. Dit bod was daarnaast bijzonder doordat voor het eerst een Nederlandse beursvennootschap zich geconfronteerd zag met een mogelijk niet gesteund bod door een Chinese partij waarover in Nederland weinig bekend was. Dit leidde tot veel media-aandacht, Kamervragen en een officiële reactie van het Ministerie van Financiën.

Flint Beheer B.V. (Flint Beheer), de investeringsmaatschappij van de familie Fentener van Vlissingen die sinds 1986 grootaandeelhouder van Draka was, maakte in oktober bekend haar belang van circa 49%, te willen verkopen. Het Franse Nexans S.A. (Nexans) was geïnteresseerd om dit belang over te nemen. Nexans kreeg voor zijn bod geen steun van Draka. Daarop besloot Nexans een niet gesteund bod aan te kondigen.

#### Drie bieders

Een maand later meldde Draka en het Italiaanse Prysmian dat zij het eens waren geworden over een bod van Prysmian. Dezelfde dag publiceerde ook het Chinese Tianjin Xinmao Science & Technology Investment Group Co. Ltd. (Xinmao) een persbericht waarin het liet weten een bod op Draka te willen doen. Deze situatie was voor Nexans aanleiding zich terug te trekken. De belangstelling van Xinmao voor Draka trok in het vervolg veel media-aandacht. Omdat in Nederland op dat moment weinig bekend was over Xinmao evenals over de Chinese bank die de financiering voor dit bod zou verstrekken, werden vragen gesteld over de zekerheid van de financiering van dit bod. Dit aspect was in het kader van de biedingsregels relevant voor de vraag of sprake was van 'certainty of funds'. Zodra eenieder namelijk de financiering voor zijn bod rond heeft, dient hij hierover informatie openbaar te maken. Transparantie over de 'certain funds' heeft tot doel dat vooral de aandeelhouders van de doelvennootschap kunnen beoordelen hoe reëel een aangekondigd bod is.<sup>26</sup>

De betrokkenheid van een Chinese partij bij de biedingenstrijd om Draka kende ook een politieke dimensie. Bijvoorbeeld werden door de Minister van Economische Zaken in dit kader Kamervragen over het voorgenomen bod op Draka beantwoord<sup>27</sup> en publiceerde de minister een ingezonden brief in het NRC waarin hij investeringen van Chinese bedrijven in Nederland aanmoedigde.<sup>28</sup>

Begin januari 2011 werd het biedingsbericht voor het bod van Prysmian op Draka gepubliceerd. In reactie hierop trok ook Xinmao zich terug met als reden dat het niet haalbaar zou zijn om binnen de aanmeldingstermijn van het bod van Prysmian een concurrerend bod uit te brengen. Uiteindelijk zijn onder het bod van Prysmian 99% van de aandelen van Draka aangemeld.

---

<sup>25</sup> Een partij kwalificeert ook alsieder wanneer zij een openbaar bod voorbereidt, zelfs als deze partij in het vervolg afziet van het uitbrengen van een bod.

<sup>26</sup> Het vereiste van 'certain funds' is geregeld in artikel 7 vierde en vijfde lid Bob. Zie ook de Nota van toelichting bij dit artikel, Staatsblad 2007, nr. 329, pagina 40.

<sup>27</sup> Antwoord op de vragen van het lid Verburg over Draka, TK 2010-2011, nr. 942.

<sup>28</sup> Nieuwsbericht Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie van 31 maart 2011.

**Modernisering biedingsregels heeft te lang op zich laten wachten**

Op 5 september 2001 trad de Wet openbare biedingen op effecten in werking. De regels voor overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waren niet langer opgenomen in een code, maar in harde wetgeving. De handhaving van de regels ging over van een zelfregulerend orgaan van de Sociaal-Economische Raad (SER) naar de publieke toezichthouder AFM. De verhardende praktijken op de Nederlandse overnamemarkt waren een belangrijke drijfveer voor de wettelijke inkadering van de biedingsregels. De ervaringen in afgelopen tien jaar hebben laten zien dat deze principiële keus terecht was. Minder gelukkig – met de wijsheid van nu – was het besluit van de wetgever om de SER-fusiegedragsregels eerst één op één in de effectenwetgeving op te nemen, om pas daarna een inhoudelijke discussie te voeren over een modernisering van de biedingsregels. Dit besluit zorgde er weliswaar voor dat de wettelijke regulering van het overnameproces en de introductie van het publieke toezicht relatief snel konden verlopen (hoewel het wetgevingsproces nog wel ongeveer twee jaar in beslag nam), maar dat tegelijkertijd in Nederland wettelijke biedingsregels werden ingevoerd die misschien geschikt waren voor overnameprocessen in de 20<sup>ste</sup> eeuw, maar duidelijk tekort schoten voor die in de 21<sup>ste</sup> eeuw. Daarbij kwam dat het nog tot eind oktober 2007 zou duren – derhalve ruim zes jaar na de aankondiging – voordat de biedingsregels daadwerkelijk werden gemoderniseerd en enigszins in de pas zouden gaan lopen met de eisen van de moderne tijd.

Na de verankering in de wetgeving kwam snel aan het licht dat de oude biedingsregels kraakten en schuurden en de AFM moeilijk die geloofwaardigheid als toezichthouder kon opbouwen die wel nodig was. Nederland kreeg te maken met een aantal spraakmakende overnames, die ook de internationale pers haalden. De overnames van achtereenvolgens PinkRoccade, VNU, Stork en ABN Amro maakten duidelijk dat de biedingsregels op onderdelen niet meer aansloten op de veranderde en meer geïnternationaliseerde overnamemethoden. De Stork-casus maakte duidelijk dat een verplicht bod in Nederland niet werd gemist. De chaotische strijd om PinkRoccade en de strijd om ABN Amro maakten duidelijk dat er te weinig regels waren voor het proces van concurrerende biedingen. En in de strijd om VNU, ABN Amro en Stork werd duidelijk dat in de Nederlandse wetgeving te weinig regels waren opgenomen over de voorfase van een openbaar bod: sommige partijen speculeerden in het openbaar over een mogelijk bod, en in sommige gevallen werd zelfs een prijs genoemd, maar het duurde soms heel lang voordat het bod officieel werd uitgebracht en in sommige gevallen werd in het geheel geen formeel bod uitgebracht. De AFM wilde misschien wel ingrijpen, maar kon dat op grond van de wettelijke biedingsregels niet. Dit alles was fnuikend voor het internationale aanzien van de Nederlandse overnamemarkt en, belangrijker nog, ging ten koste van de positie van de onderneming, de meeste aandeelhouders en andere belanghebbenden zoals de werknemers. De roep van politici en betrokkenen werd in 2007 steeds luider om een 'overnamepanel' of 'marktmeester' op te richten die naar Brits voorbeeld snel, adequaat en flexibel zou kunnen handelen. De bedenkers van dit idee gingen er gemakshalve aan voorbij dat Nederland dan weer zou terugkeren naar een vorm van zelfregulering waarvan in het begin van dit millennium werd geconcludeerd dat dit niet meer paste bij de verharding van de praktijken op de overnamemarkt. Gelukkig heeft de minister van Financiën deze oproep weerstaan en zich geconcentreerd op een verdere modernisering van de biedingsregels en op een verruiming van de bevoegdheden van de AFM in plaats van het installeren van een nieuwe toezichtslaag.

Na de inwerkingtreding van de gemoderniseerde biedingsregels is de Nederlandse overnamemarkt, mede door de financiële crisis, in rustiger vaarwater gekomen en heeft de AFM als toezichthouder op overnames aan haar geloofwaardigheid en slagvaardigheid kunnen bouwen. De kalmte op de overnamemarkt dient te worden benut om de moderniseringslag te voltooien en de wetgever werkt daar ook hard aan. Met de invoering van regels om creeping takeovers tegen te gaan, hidden ownership transparant te maken en potentiële bidders sneller kleur te laten bekennen (put up or shut up) neemt zij de lessen uit recente buitenlandse overnameaffaires goed en tijdig ter harte. Hopelijk wordt deze politiek van 'voorkomen is beter dan genezen' de komende tien jaar gecontinueerd en is de valse start van de wettelijke regulering van het overnameproces bij het verschijnen van de volgende decenniumbundel helemaal vergeten.

## 3 Het toezicht op openbare biedingen

---

Dit hoofdstuk beschrijft hoe de AFM haar toezicht op openbare biedingen uitoefent. Het team dat toezicht houdt op openbare biedingen bestaat uit juristen en bedrijfseconomen die een achtergrond hebben in de advocatuur en corporate finance. Een enkele medewerker is direct na afronding van zijn of haar studie bij het team gestart en is intern opgeleid voor het toezicht op openbare biedingen. Deze diversiteit is belangrijk voor een goede opbouw en de continuïteit van het team.

### 3.1 Uitvoering van het toezicht in de praktijk

Het toezicht op openbare biedingen maakt binnen de AFM onderdeel uit van de afdeling Toezicht op emissies & openbare biedingen<sup>29</sup>. Het kernteam dat binnen deze afdeling is aangewezen voor het toezicht op openbare biedingen bestaat steeds uit vier personen. Deze teamleden zijn tevens inzetbaar voor het toezicht op emissies. In periodes met minder openbare biedingen zijn de teamleden in belangrijkere mate werkzaam binnen het toezicht op emissies. Omgekeerd kunnen in drukke tijden ook andere teamleden, dan de leden van het kernteam, voor het toezicht op openbare biedingen worden ingezet. Op deze wijze tracht de AFM fluctuaties in de benodigde capaciteit voor het toezicht op biedingen op te vangen. De ervaring heeft geleerd dat in een jaar gemiddeld twaalf openbare biedingen worden voorbereid waarvan er gemiddeld tien worden uitgebracht. Dit gemiddelde cijfer wordt echter gevormd door bijvoorbeeld een twintigtal lopende dossiers in 2007 en andere jaren waarin er duidelijk minder biedingen worden uitgebracht. Door steeds een kernteam beschikbaar te hebben met voldoende gekwalificeerde medewerkers die daarnaast bij andere toezichtgebieden inzetbaar zijn, waarborgt de AFM dat zij op ieder moment de passende toezichtcapaciteit beschikbaar heeft. Daarbij is ook vastlegging van know how en beleid essentieel om de consistentie in het toezicht te bewaren.

#### **Het toezichtteam**

Verdeling taken

Zodra duidelijk is dat een openbaar bod wordt voorbereid stelt de AFM een team samen. Dit team bestaat in het algemeen uit twee medewerkers die verantwoordelijk zijn voor de uitvoering van het toezicht op het desbetreffende bod. Wanneer de omvang of complexiteit van een openbaar bod dit vereist, kan de AFM ook meerdere medewerkers aanwijzen om deel te nemen aan het desbetreffende toezicht team.

Het toezichtteam bestaat in het algemeen uit een eerste dossierbehandelaar die verantwoordelijk is voor het 'eerste lijn' toezicht. Deze medewerker draagt zorg voor onder meer:

- de eerste contacten en overleg over reguliere toezicht kwesties
- afstemming met andere relevante afdelingen binnen de AFM
- eerste beoordeling van toezicht documentatie (o.a. persberichten, (concepten van) biedingsbericht en standpuntbepaling)
- een eerste beoordeling van voor het toezicht relevante signalen (pers- of media berichten of het optreden van bij een bod betrokken personen in de media)

---

<sup>29</sup> Sinds 2005 geldt deze indeling. Hiervoor maakte het team openbare biedingen onderdeel uit van de afdeling Markten & Beurzen.



Daarnaast kent het team een dossierverantwoordelijke. Deze medewerker is verantwoordelijk voor een tijdige en juiste uitvoering van het toezicht. Diens taak betreft onder meer een tijdige afstemming met andere (buitenlandse) toezichthouders. Aan de dossierverantwoordelijke worden door de dossierbehandelaar diverse kwesties voorgelegd waarover afstemming nodig is. De dossierverantwoordelijke zorgt er ook zelf voor dat hij of zij goed op de hoogte blijft van de ontwikkelingen in het dossier. Hierdoor weet de dossierverantwoordelijke wanneer aspecten van het dossier zijn of haar betrokkenheid behoeven, en wanneer andere medewerkers van de AFM moeten worden betrokken.

## Escalatie

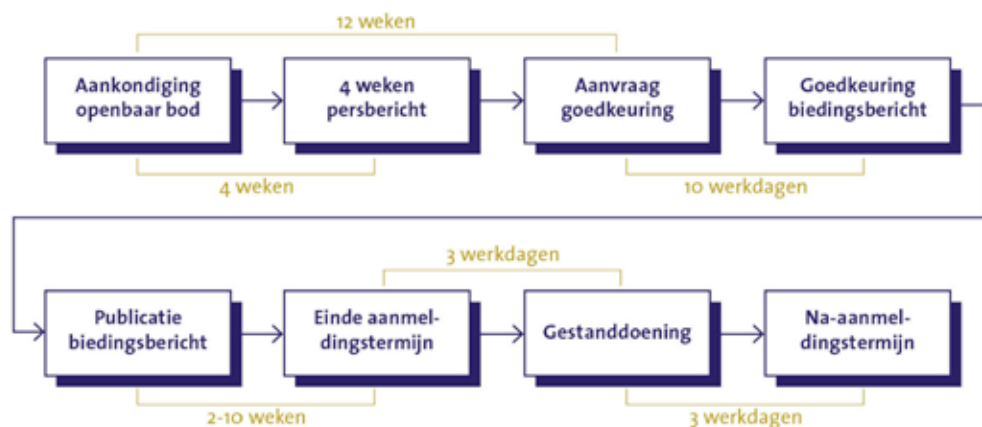
De dossierverantwoordelijke beoordeelt verder samen met de dossierbehandelaar wanneer zogenoemde escalatie noodzakelijk is. Escalatie kan ertoe leiden dat besluiten op een hoger niveau worden genomen. De mogelijke impact van een besluit kan het noodzakelijk maken dat besluiten worden genomen door bijvoorbeeld het afdelingshoofd of uiteindelijk op het niveau van het Bestuur van de AFM. Op grond van het beslissings- en tekeningsmandaat van de AFM kunnen de betrokkenen bij een dossier beoordelen of een dergelijke escalatie nodig is. Uit dit mandaat volgt eveneens wanneer andere afdelingen binnen de AFM, zoals bijvoorbeeld juridische zaken, bij de besluitvorming betrokken dienen te zijn.

Sinds met de inwerkingtreding van de regels ter implementatie van de Overnamerichtlijn, het biedingsbericht moet worden goedgekeurd, bestaat er naar het toezichtteam ook een 'goedkeuringscommissie'. De rol van de goedkeuringscommissie wordt hierna toegelicht in paragraaf 3.2, "uitbrengen openbaar bod".

Bij complexe vraagstukken kan de AFM bovendien besluiten advies te vragen aan diverse bij de AFM betrokken partijen en stakeholders. In concrete dossiers kan de AFM advies vragen aan haar externe adviseur. Wanneer de vraagstukken leiden tot de formulering van beleid, consulteert de AFM veelal de Commissie Kapitaalmarkt en/of marktpartijen. De contacten met deze externe partijen worden toegelicht in paragraaf 4.3.

### 3.2 Het proces van een openbaar bod

Het proces van een openbaar bod ziet er op hoofdlijnen als volgt uit.



\* Dit diagram is een vereenvoudigde weergave van een biedingsproces. In dit overzicht is uitgegaan van minimale en maximale termijnen voor alle typen openbare biedingen. Er is geen rekening gehouden met een mogelijke verlenging.

### **Start van een openbaar bod**

Het toezicht op een openbaar bod kan op verschillende manieren aanvangen. In veel gevallen wordt de AFM op de hoogte gebracht doordat betrokken partijen een persbericht publiceren. Het persbericht kan door de bieder al dan niet gezamenlijk met de doelvennootschap worden gepubliceerd, om de voorbereiding van een openbaar bod aan te kondigen. In de meeste gevallen sturen partijen tegelijk met de publicatie van het persbericht een exemplaar van het persbericht aan de AFM, zoals door de biedingsregels vereist.

Regelmatig ook start het toezicht op openbare biedingen op grond van signalen over de mogelijke voorbereiding van een openbaar bod. De AFM houdt de markt voor openbare biedingen nauwlettend in de gaten via allerlei nieuwsbronnen, waaronder persberichten, maar ook:

- (economisch) nieuws via *data-vendors* als Thomson/Reuters en Bloomberg, internet (fora), kranten, TV, radio, etc.;
- *real-time* handelsinformatie van de beurs.<sup>30</sup>

#### Signalen

Het volgen van deze nieuwsbronnen gebeurt binnen de AFM door een speciaal 'monitoring' team binnen de afdeling toezicht effectenmarkten en financiële infrastructuur. Het team dat toezicht houdt op openbare biedingen werkt voor haar toezicht nauw samen met dit team. Op reguliere basis worden signalen uitgewisseld. Daarnaast is de samenwerking ook zodanig ingericht dat wanneer er voor het toezicht op biedingen relevante signalen zijn, deze direct onder de aandacht van dit team, worden gebracht.

#### Noodzaak publicatie koersgevoelige informatie

De hiervoor bedoelde informatie kan de AFM aanleiding geven om te vermoeden dat een openbaar bod wordt voorbereid. De AFM zal een dergelijk signaal verder onderzoeken. Dit kan door binnen de AFM te bekijken of nadere informatie beschikbaar is. Veelal ook zal de AFM direct contact opnemen met betrokken partijen om de juistheid van de signalen te achterhalen. De AFM kan op basis van de beschikbare informatie vermoeden dat een openbaar bod wordt voorbereid. De AFM zal dan met de bieder en/of doelvennootschap in overleg treden. Wanneer daadwerkelijk blijkt dat een openbaar bod wordt voorbereid, kan het noodzakelijk zijn dat partijen spoedig een persbericht publiceren waarin zij de stand van zaken verduidelijken.

In ieder geval dienen de bieder en de doelvennootschap, ieder voor zover het hem of haar aangaat, tijdig alle koersgevoelige informatie betreffende de voorbereiding, aankondiging of uitbrenging van een openbaar bod, openbaar te maken. Net als onder de algemene regels voor de openbaarmaking van koersgevoelige informatie, bestaat voor partijen de bevoegdheid om de publicatie van koersgevoelige informatie uit te stellen. De onderhandelingen waarin de mogelijkheid voor een openbaar bod worden onderzocht hoeven hierdoor niet altijd direct openbaar te worden gemaakt. Het uitstelrecht zal vervallen, zodra duidelijk wordt dat informatie is gelekt. In de voorfase van een openbaar bod zal geen gebruik kunnen worden gemaakt van het uitstelrecht, zodra op basis van geruchten of koersontwikkelingen moet worden geconstateerd dat, de voorbereiding van, of onderhandelingen over, een mogelijk openbaar bod niet langer vertrouwelijk zijn.<sup>31</sup> In die gevallen zal door partijen direct een persbericht moeten worden gepubliceerd.

---

<sup>30</sup> Zie ook het AFM rapport "Vijf jaar toezicht op marktmisbruik", hoofdstuk 3.1.

<sup>31</sup> Zie ook [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

### **Vervolg van een openbaar bod**

Kick off meeting

Nadat een openbaar bod is aangekondigd, nodigt de AFM betrokken partijen uit voor overleg. Het doel van het overleg is om het proces van een openbaar bod zo voorspoedig mogelijk te laten verlopen. Tijdens dit overleg wordt het door partijen beoogde tijdsplan besproken. Tevens komen onderwerpen aan de orde die naar het oordeel van partijen of naar het oordeel van de AFM extra aandacht behoeven. Ook kunnen aspecten worden besproken die kunnen leiden tot voor het toezicht relevante besluiten, zoals bijvoorbeeld een ontheffing.

Ter voorbereiding op de bespreking verdiept de AFM zich in de bij het bod betrokken partijen, alsmede in de omstandigheden en bijzonderheden van het bod. Op basis van deze voorbereiding heeft de AFM meestal enkele punten waarop zij verduidelijking zoekt. Deze *kick off* bijeenkomst vergemakkelijkt in het algemeen ook het contact gedurende de looptijd van een openbaar bod.

'Monitoren'  
publicatie adequate  
informatie

Tijdens een openbaar bod zal de AFM regelmatig met betrokken partijen in contact treden om er voor te zorgen dat tijdig de vereiste informatie beschikbaar komt. De AFM tracht hierdoor te bereiken dat beleggers zich een verantwoord oordeel kunnen vormen over het openbare bod. Zo houdt de AFM in de gaten dat het zogenoemde 4-weken persbericht tijdig en met voldoende duidelijke informatie wordt gepubliceerd. Het 4-weken persbericht moet de bieder op grond van artikel 7 Bob, vier weken na de aankondiging van haar voorgenomen bod, publiceren. In dit persbericht moet de bieder over de voortgang van het voorgenomen bod berichten. De AFM attendeert partijen er daarbij op dat een 4-weken persbericht slechts twee 'smaken' kent. Het bericht kan inhouden dat de bieder voornemens is het openbaar bod voort te zetten. De andere optie is dat de bieder afziet van diens voornemen een openbaar bod uit te brengen.<sup>32</sup> Persberichten waarin het al dan niet voortzetten van een openbaar bod in het midden wordt gelaten, of waaruit niet duidelijk volgt of de bieder doorgaat dan wel stopt, acht de AFM niet toelaatbaar.

De AFM neemt overigens niet alleen contact op in verband met de in de biedingsregels genoemde persberichten. De AFM kan op elk moment, wanneer zij meent of vermoedt dat een persbericht noodzakelijk is op grond van de verplichting koersgevoelige informatie in verband met het (voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte) openbaar bod openbaar te maken, contact opnemen met bieder en/of doelvennootschap.<sup>33</sup> De AFM bespreekt in voorkomende gevallen met de desbetreffende partijen, op basis van de informatie die zij van partijen krijgt, of een persbericht noodzakelijk is. Hoewel de AFM persberichten niet meer vooraf mag toetsen<sup>34</sup>, is het voor partijen altijd mogelijk de AFM te benaderen om overleg te voeren over de noodzaak van een persbericht. Ook kan de AFM worden benaderd om de vereisten aan de inhoud van persberichten te bespreken

---

<sup>32</sup> Zie ook [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

<sup>33</sup> Op grond van artikel 4 Bob geldt de verplichting om onverwijld koersgevoelige informatie in verband met een (voorgenomen, aangekondigd of uitgebracht) openbaar bod openbaar te maken voor iedere bij een openbaar bod betrokken (potentiële) bieder en/of (potentiële) doelvennootschap. Zie ook [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

<sup>34</sup> Zie paragraaf 5.1.

Oriëntatiepunt

De AFM tracht zo veel mogelijk een oriëntatiepunt te zijn voor partijen. De AFM beoogt hiermee een benaderbare toezichthouder te zijn die beschikbaar is voor overleg of guidance. De AFM kan daarbij uiteraard niet zo ver gaan dat zij als een soort adviseur deel neemt aan het proces van een openbaar bod. In verband met dit streven van de AFM heeft zij voor de inhoudsvereisten van diverse persberichten een nadere toelichting opgenomen op haar website.<sup>35</sup> Zo geeft de AFM op haar website een verduidelijking over de inhoud van het persbericht waarin de bieder aangeeft dat deze over voldoende financiering beschikt, of alle maatregelen heeft getroffen om enige andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken om het bod gestand te kunnen doen (het 'certain funds' persbericht).<sup>36</sup> Zoals voor het 4-weken persbericht, treedt de AFM ook regelmatig in contact met partijen in verband met de overige in de biedingsregels benoemde persberichten. Doel van de AFM is om van partijen te horen of de bedoeling van de biedingsregels met het desbetreffende persbericht door partijen zorgvuldig zal en kan worden ingevuld.

De AFM houdt tevens de voortgang van een bod in de gaten. De doorlooptijd van een bod kan afwijken van het door partijen voorgestelde tijdspad. De doorlooptijd kan ook afwijken van de verwachtingen die de AFM had op basis van haar ervaring. In beide gevallen zal de AFM contact opnemen met partijen en er op toe zien dat een bod niet onnodig wordt vertraagd.

#### ***Uitbrengen openbaar bod***

Toets  
biedingsbericht

Indien een openbaar bod daadwerkelijk zal worden uitgebracht, dan dient het hiervoor noodzakelijke biedingsbericht vooraf door de AFM te worden goedgekeurd. De AFM toetst het biedingsbericht aan de inhoudsvereisten zoals opgenomen in de bijlagen bij het Bob. De AFM toetst het biedingsbericht daarnaast op begrijpelijkheid en consistentie. De AFM beoordeelt ook of het biedingsbericht niet in tegenspraak is met overige bij haar bekende informatie.<sup>37</sup>

De AFM controleert het biedingsbericht niet op juistheid. Evenmin beoordeelt de AFM het bod op zijn economische merites.<sup>38</sup>

Feitelijk gaat het toetsingsproces als volgt. De AFM start haar toets nadat zij het schriftelijke verzoek voor goedkeuring heeft ontvangen. De AFM beoordeelt het eerste concept van het biedingsbericht dat door de bieder is toegezonden. Haar reactie op een dergelijk concept stuurt de AFM schriftelijk aan de bieder. De bieder past daarop het concept aan en stuurt een herzien concept voor beoordeling terug aan de AFM. Daarop kunnen nog enkele rondes volgen waarin de AFM haar opmerkingen bij een volgend concept aan de bieder stuurt. Uiteindelijk leidt dit tot een versie van het biedingsbericht waarop de AFM geen opmerkingen meer heeft. De bieder stuurt de AFM dan een finale versie in pdf formaat, waarop de AFM haar formele goedkeuring verleent.

Goedkeurings-  
commissie

Het finale biedingsbericht wordt daarop aan een daartoe aangewezen goedkeuringscommissie voorgelegd. De goedkeuringscommissie bestaat uit ten minste één senior medewerker van het team dat toezicht houdt op emissies en openbare biedingen, regelmatig het hoofd of de

---

<sup>35</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl), onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

<sup>36</sup> Zie ook paragraaf 5.3.

<sup>37</sup> Artikel 8 lid 1 Bob.

<sup>38</sup> Memorie van toelichting bij de Wet Opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten, TK 1999-2000, 27 172, nr.3, pagina 8.

manager van de afdeling. Deze medewerker was niet eerder bij het goedkeuringsproces betrokken. De goedkeuringscommissie voert een toets op hoofdlijnen uit. Omdat het nadrukkelijk niet tot de taak van de AFM behoort om het openbaar bod op zijn economische merites te beoordelen, ziet de goedkeuring hier dan ook niet op. De markt dient te bepalen of sprake is van een goed of een slecht bod.<sup>39</sup>

De toets van de goedkeuringscommissie ziet op beoordeling van het gevolgde proces van goedkeuring, als ook beoordeling van het biedingsbericht op hoofdlijnen. De goedkeuringscommissie zal tevens het goedkeuringsbesluit (en indien zich dit voordoet, het paspoort) bekijken.

Met een dergelijke goedkeuringscommissie waarborgt de AFM een zorgvuldig proces. Het goedkeuringsproces wordt hierdoor afgerond met een deskundige en onafhankelijke toets. De wijze waarop de AFM deze goedkeuringscommissie heeft vormgegeven, waarborgt daarnaast dat het goedkeuringsproces wat de timing betreft flexibel is. Het marktproces wordt hierdoor niet onnodig verstoord. De bieder kan de finale versie van het biedingsbericht vervolgens openbaar maken, om daarmee het bod uit te brengen.

Het goedkeuringsproces neemt gemiddeld maximaal vier weken in beslag. De AFM tracht hierbij zo veel mogelijk rekening te houden met en tegemoet te komen aan het door de bieder gewenste tijdsplan en moment van uitbrengen van een openbaar bod.

#### ***Aanmeldingstermijn en gestanddoening***

Ook wanneer een bod is uitgebracht houdt de AFM toezicht op de voortgang en de noodzaak om koersgevoelige informatie te publiceren. De AFM toetst in deze periode de door de doelvennootschap gepubliceerde standpuntbepaling. In dit document geeft het bestuur van de doelvennootschap haar oordeel over het bod, onder meer haar beoordeling van de biedprijs. De standpuntbepaling is vereist op grond van artikel 18 Bob. Deze toets vindt, zoals in de biedingsregels bepaalt, achteraf plaats. De AFM heeft vaak wel vooraf contact met partijen over de inhoud van de standpuntbepaling. Vooral het oordeel van de doelvennootschap over de biedprijs is een onderdeel waarover beleggers adequaat moeten worden geïnformeerd.

De AFM bezoekt bij vrijwel elk bod ook de informatieve bijzondere algemene aandeelhoudersvergadering.<sup>40</sup> Deze vergadering wordt door de doelvennootschap uiterlijk zes dagen voor het einde van de aanmeldingstermijn gehouden. De AFM is uitsluitend toehoorder. Zij is hierbij aanwezig om mogelijke voor haar toezicht relevante signalen of informatie te verkrijgen.

In de aanmeldingstermijn is daarmee de voor het bod relevante informatie beschikbaar. In deze periode moeten beleggers, op basis van deze informatie, hun oordeel geven over het bod. Dit oordeel komt tot uiting in het percentage dat aan het einde van de aanmeldingstermijn is aangemeld. Wanneer de bieder een bod gestand doet, publiceert deze hierover een persbericht. In het persbericht moet de bieder diverse percentages aangeven waardoor duidelijk wordt wat de positie van de bieder in de doelvennootschap na afloop van het bod is. Omdat de AFM met regelmaat in dit soort persberichten zag dat het belang niet geheel duidelijk was vast

Oordeel beleggers

---

<sup>39</sup> Zie voetnoot 38 hiervoor.

<sup>40</sup> Zie artikel 18 Bob.

te stellen, heeft zij de vereisten nader toegelicht en in een 'veelgestelde vraag' op haar website gepubliceerd.<sup>41</sup>

### 3.3 Overtredingen van biedingsregels, onderzoeken en sancties

Het toezicht op openbare biedingen beoogt vooral overtredingen van biedingsregels zoveel mogelijk te voorkomen (zie hierover nader paragraaf 4.2, toezichtstrategie). Niettemin moet de AFM soms handhavend optreden. De biedingsregels bevatten alleen regels voor de bieder en de doelvennootschap, over hoe deze zich tijdens een openbaar moeten gedragen. Er zijn dus bijvoorbeeld geen biedingsregels die gelden voor aandeelhouders<sup>42</sup>. Ook de handhavende maatregelen die de AFM kan treffen, richten zich daarom alleen op de bieder en de doelvennootschap.

#### Onderzoeken

Voor de AFM handhavend zal optreden, zal de AFM onderzoeken of een overtreding is begaan en wat de omstandigheden of achtergronden daarbij waren. In het kader van een dergelijk onderzoek heeft de AFM de mogelijkheid inlichtingen te vragen. Daarvoor mag de AFM bij een ieder informatie opvragen die relevant is voor het toezicht op de naleving van de biedingsregels<sup>43</sup>. In de praktijk maakt de AFM regelmatig gebruik van deze bevoegdheid. Dergelijke inlichtingen kunnen niet alleen schriftelijk maar ook telefonisch worden gevraagd.

Wanneer de AFM bijvoorbeeld naar aanleiding van mediaberichten vermoedt dat een partij een openbaar bod voorbereid en deze koersgevoelige informatie niet langer vertrouwelijk is gebleven, wordt ten behoeve van de snelheid bijna altijd eerst telefonisch informatie gevraagd. Een dergelijk relatief informeel telefoongesprek is eveneens gebaseerd op de inlichtingenbevoegdheid van de AFM. Telefoongesprekken die het team openbare biedingen voert worden doorgaans opgenomen ('getaped')<sup>44</sup>. Soms blijkt na een eerste onderzoek dat de biedingsregels niet van toepassing zijn of dat geen sprake is van een overtreding. Voor andere gevallen kan nader onderzoek nodig zijn. Daarnaast heeft het contact met de AFM het effect dat partijen zich bewust worden van de toepasselijkheid van de biedingsregels, vooral voor buitenlandse partijen kan dit soms relevant zijn.

Het toezichtteam openbare biedingen werkt, zoals hiervoor in paragraaf 3.2 opgemerkt, samen met het 'monitoring' team van de afdeling toezicht effectenmarkten en financiële infrastructuur. Dit team houdt toezicht op de marktmisbruikregels en 'monitored' in dat verband onder andere mediaberichten via data-vendors, internet(for) en real-time handelsinformatie van de beurs. Mogelijke signalen en informatie worden daarbij tussen de teams openbare biedingen en monitoring uitgewisseld. Regelmatig wordt een telefonisch verzoek om nadere informatie ook samen gedaan, bijvoorbeeld waar het gaat om een vermoeden dat koersgevoelige informatie van een in Nederland genoteerde vennootschap zou moeten worden gepubliceerd.

---

<sup>41</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl) veelgestelde vragen.

<sup>42</sup> Uiteraard gelden wel de regels over marktmisbruik, waaronder het verbod op handel met voorwetenschap, en geldt voor aandeelhouders bijvoorbeeld de meldingsplicht onder artikel 5:38 Wft.

<sup>43</sup> Artikel 1:74 Wft.

<sup>44</sup> Dit is sinds 1 juli 2007 het geval en is in overeenstemming met de hiervoor geldende regels bekend gemaakt in de Staatscourant van 28 juni 2007, nr. 122, pag. 32. Zie voor meer informatie de AFM-website <http://www.afm.nl/nl/professionals/over-afm/adres-route/contactgegevens/gespreksoptname-telefoon.aspx>.

Voor meer uitgebreide onderzoeken werkt het team openbare biedingen samen met het team 'onderzoeken' van de afdeling toezicht effectenmarkten en financiële infrastructuur. Dit team doet onderzoek naar overtredingen van marktmisbruikregels. Hieronder valt onder andere handel met voorwetenschap voorafgaand aan de aankondiging van een openbaar bod of de niet tijdige publicatie van koersgevoelige informatie rond een openbaar bod. Het team openbare biedingen deelt in dergelijke gevallen informatie met dit onderzoeksteam en beoordeelt waar nodig of sprake is van overtreding van biedingsregels. Uit een dergelijk onderzoek kan een gezamenlijke conclusie volgen dat het betreffende dossier moet worden overgedragen aan de boetefunctionaris van de AFM (zie hierna).

Er zijn uiteraard ook overtredingen die zonder nader onderzoek, al vrij snel kunnen worden geconstateerd. Als voorbeeld kan men denken aan een persbericht van eenieder dat in het geheel geen informatie over 'certainty of funds' bevat (zie over dit begrip paragraaf 5.3), terwijl de AFM uit eerder verkregen informatie weet dat daarvoor wel aanleiding is. In een zodanig duidelijk geval kan de AFM meteen besluiten over maatregelen in reactie op de overtreding.

#### Aanwijzing en last onder dwangsom

Wanneer is gebleken, dat de biedingsregels zijn overtreden heeft de AFM de bevoegdheid om eenieder of een doelvennootschap een aanwijzing te geven<sup>45</sup>, of een last onder dwangsom<sup>46</sup> opleggen. Beide genoemde maatregelen zijn bedoeld om, kort gezegd, te zorgen dat een situatie die in strijd is met de biedingsregels zo spoedig mogelijk wordt beëindigd. Deze maatregelen zien daarmee in principe op herstel van het naleven van de norm. De AFM zet deze maatregelen dan ook vooral in wanneer het alsnog naleven van de overtreden biedingsregel nog doeltreffend is. Als voorbeeld kan worden gedacht aan de situatie dat de AFM naar aanleiding van een inlichtingenverzoek weet dat eenieder of een doelvennootschap over koersgevoelige informatie beschikt en niet langer een reden voor uitstel van publicatie bestaat. Deze aanwijzing zal dan inhouden dat een persbericht wordt gepubliceerd.

In de praktijk blijken partijen vaak al zelf bereid een persbericht te publiceren, wanneer de AFM aangeeft dat naar haar mening een biedingsregel is overtreden. Men wacht vaak niet af tot de AFM een aanwijzing of een last onder dwangsom oplegt. Dit heeft ertoe geleid dat in de afgelopen tien jaar slechts een enkele keer een aanwijzing of last onder dwangsom moest worden opgelegd. Echter, het feit dat de AFM dergelijke maatregelen tot haar beschikking heeft, maakt dat de AFM waar nodig daadkrachtig en ook met spoed kan optreden.

#### Bestuurlijke boete

Een andere mogelijkheid om handhavend op te treden, is het opleggen van een bestuurlijke boete<sup>47</sup>. Dit middel zal de AFM vooral inzetten waar de overtreding niet meer kan worden 'gerepareerd', zoals hiervoor beschreven. Ook kiest de AFM in principe vooral bij ernstige overtredingen voor het opleggen van een boete. Daaronder verstaat de AFM bijvoorbeeld een gedraging die tot een verstoring van het biedingsproces heeft geleid of die tot gevolg had dat aandeelhouders op basis van onvolledige informatie over een bod moesten beslissen. Dit zijn slechts voorbeelden. Overigens kunnen ook herhaaldelijke kleinere overtredingen, zogenoemde recidive, uiteindelijk tot een boete aanleiding geven.

---

<sup>45</sup> Artikel 5:80 Wft.

<sup>46</sup> Artikel 1:79 Wft waar verwezen wordt naar de bijlage bij dat artikel en waarin artikel 5:76, tweede lid, Wft genoemd wordt. Deze laatste bepaling ziet op de biedingsregels in het Bob.

<sup>47</sup> Artikel 1:80 Wft in verband met de bijlage bij dat artikel en artikel 5:76 tweede lid Wft.

De AFM zal steeds onder afweging van alle omstandigheden van het geval beoordelen of het opleggen van een boete opportuun is.

Het toezichtteam kan bij minder zware overtredingen met een brief of gesprek de betreffende partij op haar overtreding aanspreken. Deze zogenoemde 'waarschuwingsbrieven' of 'normoverdragende gesprekken' zet de AFM in met het doel dat de partij zich in het verdere verloop van het biedingsproces aan de regels houdt.

In die gevallen waar het toezichtteam constateert dat een overtreding is begaan waarvoor een boete zou moeten worden opgelegd, draagt het team het dossier over aan de boetefunctionaris. Binnen de AFM houdt een speciaal daarvoor aangewezen team van de afdeling Juridische Zaken zich bezig met de oplegging van een bestuurlijke boete.<sup>48</sup> Over een uiteindelijk voorstel van de boetefunctionaris om al dan niet een boete op te leggen, besluit het bestuur van de AFM.

#### Publicatie boete

Boetes die de AFM oplegt worden in principe gepubliceerd<sup>49</sup>. Of publicatie kort na het opleggen van de boete plaatsvindt of pas aan het einde van een mogelijke bezwaar- en beroepprocedure, hangt ervan af of de boete in de 'zwaarste categorie' valt. De meeste overtredingen van biedingsregels vallen niet in deze zwaarste categorie. Alleen overtreding van artikel 4 eerste en derde lid Bob, dat ziet op koersgevoelige informatie tijdens een bod, valt in de zwaarste categorie. Maar ook in dit laatste geval mag publicatie van de boete niet plaatsvinden wanneer hiertegen voorlopige voorzieningen zijn getroffen. Voor de meeste boetes in verband met overtredingen van biedingsregels geldt daarom dat zij pas gepubliceerd mogen worden nadat tegen het boetebesluit geen rechtsmiddelen meer openstaan.

In de afgelopen tien jaar heeft de AFM ongeveer vijftien boetes opgelegd. In de eerste jaren van het toezicht door de AFM zagen de boetes vooral op overtredingen van artikel 9v Bte 1995 – het vooraf voorleggen van persberichten aan de AFM. In meer recente jaren zijn een aantal boetes opgelegd voor het niet tijdig publiceren van koersgevoelige informatie rond een openbaar bod. Slechts enkele van deze vijftien boetes zijn gepubliceerd<sup>50</sup>. Daarnaast zijn in totaal ongeveer dertig waarschuwingsbrieven en tien normoverdragende gesprekken ingezet in het kader van handhaving van de biedingsregels.

Al met al geeft het relatief geringe aantal opgelegde boetes aan dat ernstige overtredingen van biedingsregels gelukkig zelden voorkomen. Maar ook het aantal lichtere overtredingen bleef beperkt. De AFM meent dat dit enerzijds een gevolg is van de wijze van uitvoering van haar toezicht, dat gericht is op voorkomen van overtredingen en anderzijds mede te danken is aan de betrokken partijen bij een openbaar bod. Veel partijen spannen zich in om zo veel mogelijk met inachtneming van het doel en de strekking van de biedingsregels te handelen. Daarbij draagt goed en tijdig overleg van partijen met de AFM in belangrijke mate bij aan het voorkomen van overtredingen.

---

<sup>48</sup> Artikel 10:3 vierde lid, Algemene wet bestuursrecht. Hiermee heeft de AFM invulling gegeven aan de functiescheiding die de wetgever voorschrijft.

<sup>49</sup> Dit geldt vooral sinds inwerkingtreding van artikel 1:97 en 1:98 Wft.

<sup>50</sup> Een aantal opgelegde boetes zullen in de toekomst waarschijnlijk nog gepubliceerd worden.



## 4 Uitgangspunten van toezicht

---

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de 'principes' die de AFM hanteert bij de invulling van haar rol als toezichthouder op openbare biedingen. Ook wordt kort stil gestaan bij de strategie van haar toezicht. Daarnaast worden nationale en internationale partijen besproken die op verschillende manieren bijdragen aan de wijze waarop de AFM invulling geeft aan haar toezicht. Deels geeft de AFM haar toezicht ook vorm via deze partijen.

### 4.1 'Principes'

Uitgangspunten voor het toezicht	<p>De belangrijkste principes of uitgangspunten voor de uitvoering van het toezicht op openbare biedingen door de AFM zijn:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Gelijke behandeling van aandeelhouders.</li><li>2. Adequate en tijdige transparantie.</li><li>3. Goede werking van de markt.</li><li>4. Doelvennootschap en belanghebbenden niet onnodig lang in het ongewisse laten over de doorgang en/of slagingskans van het openbare bod.</li></ol>
Interpretatie AFM	<p>Deze principes liggen ten grondslag aan de biedingsregels en volgen uit artikel 3 van de Overnamerichtlijn.</p> <p>Regelmatig wordt de AFM door betrokken partijen bij een openbaar bod, verzocht om zich uit te spreken over de toepassing van de biedingsregels in een concrete situatie. Het antwoord volgt niet steeds rechtstreeks uit de biedingsregels. Soms geven ook de omstandigheden bij een openbaar bod de AFM zelf aanleiding om zich een oordeel te vormen over de wijze van toepassing van (een deel van) de biedingsregels. Daarnaast kunnen marktontwikkelingen of ontwikkelingen in diverse biedingen een reden zijn voor de AFM om beleid te formuleren over de wijze waarop (een gedeelte van) de biedingsregels moet worden toegepast.</p> <p>De biedingsregels geven de AFM ook de mogelijkheid om op verzoek ontheffing te verlenen van (een deel van) de biedingsregels.<sup>51</sup></p>
'Speelruimte' AFM beperkt	<p>In al deze gevallen zal de AFM een onderzoek doen naar de doelstelling van de relevante biedingsregels. In haar beoordeling weegt zij de hiervoor beschreven uitgangspunten. De AFM streeft er daarbij naar om binnen de door de markt gewenste deadlines duidelijkheid te verschaffen. De AFM is overigens niet volledig vrij in haar besluiten. Het optreden door de AFM wordt ten eerste begrensd door de mogelijkheden die de wetgever de AFM heeft gegeven. De regels zijn de grondslag van de bevoegdheid van de AFM. Daarnaast moet de AFM rekening houden met een gelijk speelveld, gelijke gevallen moeten gelijk worden behandeld ('consistentie'). Bij de besluitvorming moet de AFM bovendien rekening houden met de precedentwerking van het besluit. De AFM dient te voorkomen dat een afwijking of verruiming</p>

---

<sup>51</sup> De directe grondslag om ontheffing te verlenen van (een deel van) de biedingsregels is opgenomen in het bepaalde bij artikel 5:81 lid 3 Wft. Op grond van dit artikel moet de aanvrager aantonen dat: (1) deze redelijkerwijs niet aan de biedingsregels danwel een gedeelte daarvan kan voldoen, en (2) de doeleinden die de biedingsregels beogen te beschermen anderszins voldoende worden bereikt.

van de regels door een interpretatie van haar, in de toekomst kan leiden tot situaties die strijdig zijn met de hiervoor beschreven principes.

Bovendien kan elk besluit van de AFM onderworpen worden aan een rechterlijke toets. Dit maakt dat de AFM in elk individueel geval haar oordeel zeer zorgvuldig afweegt. Overigens biedt het kader waarbinnen de AFM moet handelen, de markt uiteraard ook rechtszekerheid.

#### 4.2 Toezicht strategie

Grote potentiële  
doelgroep

De directe 'doelgroep' voor de AFM van het toezicht op openbare biedingen betreft bieders en doelvennootschappen. De biedingsregels bevatten voorschriften die door hen dienen te worden nageleefd. De populatie potentiële doelvennootschappen is bekend. Elk fonds dat op Euronext Amsterdam is genoteerd, kan in beginsel onderwerp worden van een openbaar bod. Bieders zijn minder goed in kaart te brengen. In beginsel kunnen dit zowel Nederlandse als buitenlandse beursgenoteerde entiteiten zijn. Maar eenieder kan ook een niet beursgenoteerde entiteit zijn. Bovendien zijn veel bieders een samenwerkingsverband tussen meerdere partijen. Vaak richt deieder speciaal voor het uitbrengen van het bod een aparte vennootschap op, een zogenoemde 'Special Purpose Vehicle'.

Deze potentieel grote doelgroep vormt daardoor niet feitelijk de doelgroep van het toezicht op de biedingsregels door de AFM. De meeste partijen die tot de potentiële doelgroep behoren zullen pas daadwerkelijk geïnteresseerd raken in, en betrokken worden bij de werking en toepasselijkheid van de biedingsregels, wanneer zij concreet partij worden bij een openbaar bod.

Bij het toezicht op openbare biedingen is geen sprake van een zogenoemd dark number. Doordat openbare biedingen zich in de openbaarheid afspelen heeft de AFM zicht op de dossiers die onder haar toezicht vallen. De AFM zal haar toezichtdoelstellingen echter pas opieder en doelvennootschap over kunnen brengen vanaf het moment dat een openbaar bod wordt voorbereid. In de praktijk worden bieders en doelvennootschap in de meeste gevallen bijgestaan door een adviseur. Over het algemeen ziet de AFM dat adviseurs bij een openbaar bod, advocaten zijn met ruime ervaring op dit gebied.

Relatief kleine  
bekende doelgroep

Hierdoor heeft de AFM te maken met een vaste groep van adviseurs die als aanspreekpunt kan dienen voor haar toezicht. Bieder en doelvennootschap zijn meestal niet eerder bij een openbaar bod betrokken geweest en daardoor wellicht niet altijd op de hoogte van de biedingsregels. De vaste groep van adviseurs is hierdoor een belangrijke waarborg voor een juiste toepassing van de biedingsregels. De AFM ziet in hen een belangrijke hefboom. Om deze reden acht de AFM het overleg met deze partijen van grote waarde enerzijds voor het overbrengen van haar toezicht naar de doelgroep en anderzijds als spiegel en klankbord voor haar toezicht.

De AFM streeft er naar om zo veel mogelijk te bereiken dat de betrokken partijen bij een openbaar bod handelen in overeenstemming met het doel en de strekking van de biedingsregels. Een andere manier om dit te bereiken is door publicatie van haar beleid, interpretaties en antwoorden op veelgestelde vragen. In verband met dit streven heeft de AFM een voorkeur om middelen in te zetten om overtredingen te voorkomen zoals ronde tafel gesprekken met de adviseurs, de kick off meeting met partijen, een doeloverdragend gesprek

en eventueel een aanwijzing of een last onder dwangsom. Een waarschuwingsbrief, normoverdragend gesprek, of boete zet de AFM slechts in, wanneer de situatie dit noodzakelijk maakt.<sup>52</sup>

Oriëntatiepunt

De AFM wil een oriëntatiepunt zijn om haar hiervoor bedoelde streven te kunnen verwezenlijken. In dit verband hecht de AFM groot belang aan contact met de markt, zowel voor het overbrengen van haar toezicht maar vooral ook om te horen wat in de markt speelt en kennis te nemen van de ervaringen van marktpartijen. Om die reden heeft de AFM veelvuldig contact met diverse partijen, welke contacten hieronder worden toegelicht.

#### 4.3 Rol van externe partijen

Hieronder worden de belangrijkste externe partijen genoemd waarmee de AFM op diverse momenten, in het kader van de uitvoering van haar toezicht op openbare biedingen, contact heeft.

##### **Commissie Kapitaalmarkt**

Brede  
oordeelsvorming

Bij de start van het toezicht op openbare biedingen in 2001, is door de AFM de Commissie Openbare biedingen ingesteld. In deze Commissie hadden, naast het bestuur van de AFM, negen deskundigen zitting. Het doel van de Commissie was om het bestuur te adviseren op het gebied van beleidsmatige en strategische aspecten van het toezicht op openbare biedingen. De Commissie zou ook ingeschakeld kunnen worden voor advies bij actuele overnamedossiers. Bij de oprichting hadden de volgende deskundigen zitting in de Commissie:

Prof. mr. M.W. den Boogert  
Dr. F.J.G.M. Cremers  
Prof. mr. S.E. Eisma  
J. den Hoed RA  
Prof. mr. P.C. van den Hoek  
Drs. A.G. Jacobs  
Prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers  
Prof. mr. G. van Solinge  
Drs. J.B.M. Streppel

In 2005 is de Commissie openbare biedingen opgegaan in de op 1 april van dat jaar ingestelde Commissie Kapitaalmarkt. De taken en werkzaamheden van deze Commissie zien op alle kapitaalmarkt taken van de AFM. Het doel van deze Commissie is de kwaliteit en effectiviteit van het toezicht van de AFM op de financiële markten te bevorderen en te handhaven.

De taken en werkzaamheden van de Commissie, en ieder individueel commissie lid, zijn in het instellingsbesluit als volgt omschreven<sup>53</sup>:

- beraadslaging met en advisering van het bestuur van de AFM over de toepassing van aan de AFM toekomende taken en bevoegdheden op het gebied van onder meer

---

<sup>52</sup> Zie paragraaf 3.3.

<sup>53</sup> Zie het instellingsbesluit op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

marktmisbruik, emissies, openbare biedingen, financiële infrastructuur, accountancy en financiële verslaggeving.

- bijdragen aan het bevorderen van de bredere oordeelsvorming van de AFM over het toezicht op het gebied van de hiervoor bedoelde onderwerpen en daaraan gerelateerde onderwerpen binnen de daarvoor geldende maatschappelijke context.
- de Commissie en ieder individueel lid spant zich door middel van diens adviezen tevens in om de AFM zo goed mogelijk te laten functioneren als toezichthouder op de financiële markten.

Om praktische redenen – waaronder de tijdsdruk in een dossier en conflicterende belangen - heeft de Commissie Kapitaalmarkt, anders dan de Commissie Openbare Biedingen, niet langer primair als taak om de AFM te adviseren in concrete biedingendossiers. Voor dit advies richt de AFM zich nu meestal tot de vaste externe adviseur waarover hierna een toelichting volgt.

De Commissie bestaat thans uit de volgende leden:

de heer prof. dr. A.W.A. Boot  
de heer dr. F.J.G.M. Cremers  
de heer prof. dr. J.M.G. Frijns  
de heer mr. J. Italianer  
mevrouw Prof. dr A. Kemna  
de heer drs. R.M.S.M. Munsters  
de heer prof. mr. G. van Solinge  
de heer jhr. drs. R.W.F. van Tets  
de heer mr. J.M. Slagter  
de heer drs. E. Wilders  
de heer prof. mr. J.W. Winter

De leden van de Commissie beschikken over een verscheidenheid aan ruime ervaring op het gebied van kapitaalmarkten. Vooral bij de vorming van haar beleid heeft de AFM de inbreng van de Commissie mee kunnen nemen.

#### ***Externe adviseur***

Concreet advies in  
actuele kwesties

Het toezicht op openbare biedingen was in 2001 een nieuw gebied voor de AFM. De impact van het toezicht kon, vanwege het publieke karakter van een openbaar bod en de vele bij een openbaar bod betrokken belangen, ingrijpende gevolgen hebben. Dit gold zowel voor betrokken partijen als voor de AFM. De AFM heeft er daarom voor gekozen om eveneens bij aanvang van haar toezicht op openbare biedingen een vaste externe adviseur beschikbaar te hebben.

Vanwege de dynamiek van het proces van een openbaar bod en de tijdsdruk die een dergelijk proces in het algemeen kenmerkt, waren beschikbaarheid, deskundigheid en onafhankelijkheid belangrijke factoren waarmee bij de keuze voor een adviseur rekening diende te worden

gehouden. Prof. mr. Marco Nieuwe Weme vervult sinds 2001 deze rol van externe adviseur.<sup>54</sup> De adviseur heeft regelmatig, op verzoek van de AFM, in een actueel overnamedossier geadviseerd. De adviseur heeft daarbij steeds op zeer korte termijn de AFM bijgestaan, wanneer de omstandigheden hierom vroegen.

Door de ontwikkelingen op het gebied van openbare biedingen blijft de adviesvraag van de AFM actueel. De AFM heeft daarom besloten de adviesrelatie ook na de beginfase voort te zetten. De AFM vraagt nog steeds geregeld om advies van, of overleg met de adviseur. Deze verzoeken kunnen zowel vragen zijn in concrete overnamedossiers als advies voor beleidsmatige vraagstukken of interpretaties.

#### **Ronde tafel gesprek marktpartijen**

Dialogoog met  
de markt

Sinds enkele jaren houdt de AFM jaarlijks een bijeenkomst met marktpartijen. De bijeenkomst wordt gehouden in de vorm van een ronde tafel gesprek met advocaten en zakenbankiers, die regelmatig voor bieder of doelvennootschap in een openbaar bod optreden. Tijdens deze ronde tafel gesprekken zijn gericht op een dialoog met marktpartijen. Het doel van de bijeenkomsten is om voor het toezicht op openbare biedingen relevante onderwerpen te bespreken die ofwel door de marktpartijen zijn gesignaleerd, dan wel door de AFM worden aangedragen. In deze bijeenkomsten kunnen door de AFM ook de doelstellingen van haar toezicht worden overgedragen. De AFM consulteert daarnaast informeel in deze bijeenkomsten door haar beoogd of gevormd beleid.

De bijeenkomsten zijn bedoeld om bij te dragen aan het streven van de AFM om een toegankelijke toezichthouder te zijn. De AFM wil uitdragen beschikbaar te zijn voor partijen om ook buiten formele bijeenkomsten overleg te voeren, of vragen te beantwoorden over het toezicht op openbare biedingen. Een goed contact met de markt vindt de AFM belangrijk voor de invulling van haar rol als toezichthouder.

De AFM houdt eveneens jaarlijks een gesprek met de vertegenwoordigers van beleggers. De AFM treedt hiertoe in overleg met de VEB en Eumedion. De vertegenwoordigers van beleggers enerzijds hebben een andere rol en belangen dan de adviseurs van bieder en doelvennootschap anderzijds. Om die reden heeft de AFM er voor gekozen om in afzonderlijke bijeenkomsten met beide groepen van gedachten te wisselen.

Voor het door de AFM beoogde doel van de bijeenkomsten, blijkt deze gekozen vorm goed te werken. In beide bijeenkomsten krijgen en nemen de aanwezigen goed de ruimte, om de vraagstukken die hen bezighouden te bespreken. Ook heeft de AFM in beide bijeenkomsten voldoende gelegenheid om haar toezichtdoelstellingen over te brengen. De bijeenkomsten zijn hierdoor een belangrijk onderdeel van het door de AFM uit te voeren toezicht en het daarbij door haar te vormen beleid.

---

<sup>54</sup> Prof. Mr. Nieuwe Weme is sinds 2008 raadsheer-plaatsvervanger bij de Ondernemingskamer. Hoewel de bevoegdheden van de AFM en de Ondernemingskamer bij openbare biedingen zodanig verschillend zijn dat het onwaarschijnlijk lijkt dat dit tot een belangenconflict kan leiden, hebben de AFM en prof. mr. Nieuwe Weme wel afspraken gemaakt over hoe te handelen in het geval zich een mogelijk conflicterende situatie voordoet.

Europese  
afstemming

### **ESMA; Takeover Network**

In het Takeover Network van de European Securities and Markets Authority (ESMA) komen de nationale Europese toezichthouders gemiddeld twee keer per jaar samen. Het Network dient om kennis en ervaring te delen en het onderlinge begrip te versterken. Het Network vergemakkelijkt de samenwerking tussen toezichthouders in het geval van concrete overnamedossiers, waarbij sprake is van gedeelde bevoegdheid.<sup>55</sup> Het Network brengt ook op essentiële onderdelen een zekere mate van convergentie tot stand voor de wijze waarop het toezicht in Europa wordt uitgevoerd. Hierdoor komen de nationale stelsels nader tot elkaar op grond van gemeenschappelijke stellingen, maar met behoud van de nationale structuur. Binnen het Network worden door diverse leden van het Network regelmatig nationale toezichtvraagstukken aan de overige leden van het network voorgelegd. Door inzage in de wijze waarop andere lidstaten toezichtvraagstukken oplossen, kan inzicht worden verkregen voor de invulling van het eigen toezicht.

De uitwisseling van kennis in het Network heeft er mede toe geleid dat een medewerker van het team een korte 'stage' heeft gevolgd bij het Takeover Panel. Onderdeel van deze korte 'stage' was de introductie opleiding van het Takeover Panel. De kennis die de AFM hierdoor van de regelgeving en werkwijze van de Takeover Panel heeft opgedaan, is een nuttige bron van inspiratie bij de invulling van haar eigen toezicht. De omstandigheid dat de AFM concreet inzicht heeft gekregen bij het Takeover Panel is zeer waardevol gebleken. Dit geldt vooral vanwege de voorbeeld rol die in veel discussies over het toezicht op openbare biedingen, door de markt aan het Takeover Panel wordt toegekend.

Internationaal  
perspectief

### **Internationale contacten**

Voor openbare biedingen bestaat geen formeel internationaal overlegorgaan. Op informele wijze hebben de internationale toezichthouders op openbare biedingen contact via een regelmatig terugkerend internationaal congres, 'Conference of International Takeover Regulators'. Dit congres wordt elke keer door een andere internationale toezichthouder georganiseerd. Dergelijke bijeenkomsten geven vaak nieuwe inzichten die de AFM mee kan nemen in de uitvoering van haar toezicht, of bij het door haar te vormen beleid.

De contacten helpen ook om een eventuele samenwerking in concrete overnamedossiers soepel te laten verlopen. Juist bij overnames waarbij een andere niet Europese toezichthouder is betrokken, is een goede samenwerking essentieel. Anders dan voor een bod dat zich binnen Europa afspeelt, gelden dan namelijk de biedingsregels van alle betrokken landen. Vooral bij biedingen met een internationale, niet EU component, (b)lijken de toepasselijke rechtsstelsels soms te botsen. Zoals uit het overzicht in hoofdstuk 8 blijkt, is onder meer de SEC met enige regelmaat betrokken geweest bij biedingen waarbij ook de AFM bevoegd was.<sup>56</sup> Goede internationale contacten blijken ook in andere gevallen nuttig. Dit is bijvoorbeeld het geval gebleken voor in biedingsberichten opgenomen territoriale restricties, waarvan de AFM de noodzaak wilde achterhalen.<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> Zie paragraaf 5.3.

<sup>56</sup> Zie paragraaf 2.2, het bod op ABN AMRO Bank N.V.

<sup>57</sup> Zie paragraaf 5.3.

Grondslag van  
toezicht

### **Ministerie van Financiën**

Ook met het Ministerie van Financiën heeft de AFM regelmatig contact. Soms om na te gaan hoe sommige biedingsregels door de wetgever zijn bedoeld. Vaak ook om door de AFM gesignaleerde onderwerpen of ontwikkelingen te bespreken, waarvan het wenselijk zou kunnen zijn wanneer de biedingsregels daarop zouden worden aangepast. Het Ministerie van Financiën vraagt de AFM soms om inbreng bij door het ministerie beoogde wijzigingen in de biedingsregels, of vragen vanuit de Europese Unie.

Boodschap  
overbrengen

### **Analisten / journalisten**

Analisten kunnen een belangrijke rol spelen in de 'vertaalslag' van de propositie van eenieder en het standpunt van de doelvennootschap. De AFM krijgt tijdens een openbaar bod regelmatig telefonische vragen van vooral buitenlandse analisten, over de toepassing van de Nederlandse biedingsregels. Gelet op de rol die de AFM voor analisten ziet, beantwoordt de AFM deze vragen graag. De AFM beantwoordt de vragen in algemene zin omdat het de AFM, op grond van haar geheimhoudingsplicht, niet is toegestaan in te gaan op concrete toezichtdossiers.

Journalisten leggen soms vragen aan de AFM voor. Dit contact loopt in het algemeen via de afdeling Communicatie van de AFM. De afdeling die toezicht houdt op openbare biedingen verschaft daartoe meestal de benodigde informatie. Het gaat dan om algemene uitleg van de biedingsregels.

**Prof. mr. Jaap Winter - hoogleraar Corporate Governance Duisenberg school of finance en hoogleraar Internationaal Ondernemingsrecht UvA, partner De Brauw Blackstone Westbroek.**

### **Tien Jaar Toezicht Openbare Biedingen**

Het beste compliment aan de AFM na tien jaar toezicht op openbare biedingen is misschien dat het heel moeilijk is ons nog voor te stellen hoe het eigenlijk was voordat de AFM toezicht hield. We hadden hoofdstuk 1 SER Fusiegedragsregels en dan belde je soms met meneer Hoyinck van het secretariaat bij de SER en dat was het wel. Met die structuur zouden we in de huidige complexiteit en dynamiek niet meer uit de voeten kunnen.

Aan de primaire doelen van toezicht op openbare biedingen is na tien jaar ruimschoots voldaan. De kwaliteit en voorspelbaarheid van de informatievoorziening aan aandeelhouders is zonder meer toegenomen. Daarnaast is het biedingsproces gestandaardiseerd en gedisciplineerd. Er zijn minder verrassingen in het proces en de speelruimte voor de verschillende partijen is beperkt tot een redelijk overzichtelijk kader. Beide zijn niet alleen het gevolg van uitgebreide, gedetailleerde wetgeving maar ook van de wijze waarop de AFM toezicht houdt. Er is in de praktijk een breed gedragen erkenning van de deskundigheid en professionaliteit van de AFM. Deel van die professionaliteit is de bereikbaarheid van de AFM en het vermogen om tijdig te reageren wanneer de dynamiek van de zaak daarom vraagt. Menig advocaat heeft tijdens avonden, weekenden en zelfs nachten met AFM medewerkers aan de telefoon gezeten om te steggelen over de laatste details en soms een wezenlijke vraag die ineens opkwam. Als ik dat vergelijk met verhalen die worden verteld over buitenlandse toezichthouders zijn wij in Nederland gezegend met de AFM als toezichthouder op de openbare biedingen.

Dat alles wil natuurlijk niet zeggen dat er geen verbeteringen mogelijk zijn. Ik noem een aantal gebieden. Het primaire biedingsproces is met de regelgeving en het toezicht door de AFM goed op orde, maar de conflicten in de praktijk bevinden zich vaak buiten dit terrein. Een voorbeeld is de rol van activistische aandeelhouders rond (voorgenomen) biedingen. Het biedingsproces richt zich op de bieder en de target, maar de aandeelhouders kunnen een belangrijke, initiërende, frustrerende en sturende rol spelen in het proces, soms door ongefundeerde publieke mededelingen, andere keren door juist heimelijke samenwerking en positiebepaling. Het toezicht daarop beperkt zich feitelijk tot het toezicht op naleven van de meldingsplicht inzake aandelenbelangen. Hier wreekt zich dat de regels nog weinig rekening houden met moderne financiële instrumenten die kunnen leiden tot *hidden ownership* en *empty voting*. Bovendien zijn de criteria voor *acting in concert* vaag. In de praktijk is de AFM op dit punt aanmerkelijk minder assertief en *on the ball* dan in het primaire biedingsproces, terwijl de loop van dat primaire proces sterk beïnvloed kan raken door het gedrag van aandeelhouders. De vraag is of de AFM niet op basis van de huidige regelgeving actiever kan optreden dan wel zou moeten pleiten voor een duidelijke basis om dat te doen. Ik ben er niet van overtuigd dat de behoefte hieraan feitelijk wordt ingevuld door de Ondernemingskamer daar het veelal gaat om marktgedrag van aandeelhouders, waar een rol voor de AFM meer voor de hand ligt. Evenmin geloof ik dat de AFM marktmeester moet zijn om op dit terrein een duidelijker rol te krijgen.

1. De casuïstiek rond openbare biedingen is in Nederland beperkt. De meeste relevante ontwikkelingen die onze beelden en ons voorstellingsvermogen rond biedingsprocessen uitdagen vinden in het buitenland plaats. Voorbeelden zijn de heimelijke opbouw met behulp van financiële instrumenten van een belang in de Continental-zaak voorafgaand aan een bod en de bevreemdende verplichte bieding van Porsche op Volkswagen die beide in Duitsland speelden en het lange overnamegevecht rond Cadbury in Engeland. De overnamepraktijk is allang geen nationale meer en ontwikkelingen in het buitenland kunnen gemakkelijk hun weg vinden in Nederland. Een manier om daarop te reageren is harmonisatie van regels vanuit Brussel maar dat is een tijdrovend proces, waarvan tevoren vaak moeilijk te voorspellen is wat de uitkomst zal zijn. Het zou wenselijk zijn indien de AFM regelmatig zou consulteren over de impact van ontwikkelingen rond openbare biedingen in het buitenland voor de Nederlandse praktijk, en daaropvolgend ook daadwerkelijk waar nodig snel aanpassingen worden aangebracht in de Nederlandse regels zodat wij voorbereid zijn op die ontwikkelingen als die zich onvermijdelijk ook in Nederland zullen voordoen.

2. Bij alle waardering over de AFM blijft de klacht in de praktijk dat de AFM zich teveel bezig houdt met de letter van de wet en te weinig de doelstelling voor ogen houdt en daarmee ook onvoldoende rekening houdt met wat werkelijk in de praktijk gaande en belangrijk is. Dit is het soort klacht, vrees ik, dat marktpartijen altijd zullen hebben tegenover een toezichthouder. Hoewel marktpartijen daar voor een deel ook steeds gelijk in hebben, kan de AFM vaak toch niet anders dan zich houden aan de letter van de wet. Afwijking zet de deur open voor talloze andere afwijkingen, hetgeen de AFM zou dwingen uit te leggen waarom in het ene geval wel wordt afgeweken en het andere niet. Het verbaast mij niet dat de AFM daar zeer spaarzaam mee om gaat. De AFM zou wel beter kunnen uitleggen wat het belang is van het vasthouden aan de letter van de regel. Dat zou de acceptatie in de praktijk ten goede komen.



## 5 Ontwikkelingen in het toezicht

---

Het toezicht is in de afgelopen tien jaar in meer of mindere mate gewijzigd. Marktontwikkelingen, die in veel gevallen tot uitdrukking kwamen in concrete biedingendossiers, maakten het noodzakelijk het toezicht aan te passen aan dergelijke gewijzigde omstandigheden. Ook wetwijzigingen leiden er toe dat de AFM haar toezicht in meer of mindere mate moest herzien. In dit hoofdstuk worden enkele van deze wijzigingen toegelicht.

### 5.1 'Vervallen toezicht'

In deze paragraaf wordt in gegaan op enkele onderwerpen die voorheen onderdeel waren van het toezicht door de AFM. Door wetwijzigingen maken deze onderwerpen niet langer deel uit van het toezicht door de AFM. Omdat met dit rapport wordt beoogd een overzicht te geven van het toezicht op openbare biedingen door de AFM over de afgelopen tien jaar, wordt ook dit 'vervallen toezicht' hierna beschreven.

#### ***Geregelde verhandeling***

Bij aanvang van het toezicht op de biedingsregels door de AFM, betrof dit toezicht niet alleen openbare biedingen op effecten die in Nederland beursgenoteerd waren. Het toezicht richtte zich ook op openbare biedingen op effecten die *geregeld verhandeld* werden in Nederland. In haar Beleidsregel 01-01 Werkingssfeer OBE ging de AFM in op de reikwijdte van geregelde verhandeling.

Wanneer een openbaar bod werd uitgebracht op een Nederlandse naamloze vennootschap die was genoteerd in een ander land dan Nederland, dan viel dit openbare bod via de grondslag van de 'geregelde verhandeling' onder de werking van de Nederlandse biedingsregels. Verder werden biedingen waarvoor het biedingsbericht in Nederland verkrijgbaar werd gesteld, geacht op grond van 'geregelde verhandeling' in Nederland te zijn uitgebracht en dus onder de Nederlandse biedingsregels te vallen. Ook wanneer de bieder op andere wijze de verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht aan aandeelhouders in Nederland mededeelde, werd geacht sprake te zijn van 'geregelde verhandeling' in Nederland van de effecten waarop het bod zag. Ook dan waren de Nederlandse biedingsregels van toepassing.

'Gericht op de  
Nederlandse markt'

Voor de beoordeling of sprake was van een op de Nederlandse markt gericht openbaar bod, waren in de beleidsregel enige indicatoren opgenomen. Onder meer werd een openbaar bod geacht op de Nederlandse markt te zijn gericht wanneer:

- Geen disclaimers voor de Nederlandse markt werden gebruikt, of deze gebrekkig werden gehandhaafd.
- Gebruik werd gemaakt van de Nederlandse taal.
- Informatie werd verschaft die specifiek relevant was voor de Nederlandse markt, zoals fiscale consequenties.

De AFM kon ook een onderzoek uitvoeren om vast te stellen of sprake was van geregelde verhandeling. Dit onderzoek was betrekkelijk omvangrijk en tijdrovend. In voorkomende gevallen stuurde de AFM aan de in Nederland gevestigde financiële instellingen een inlichtingenverzoek. Met een dergelijk verzoek beoogde de AFM de omvang van de transacties in de desbetreffende effecten in kaart te brengen. Met het onderzoek kon zicht worden verkregen op de transacties die door tussenkomst van de desbetreffende financiële instelling in

een bepaalde periode tot stand waren gekomen, of waarvan de desbetreffende instelling op de hoogte was.

Een potentiële bidder die duidelijkheid wilde over de toepasselijkheid van de Nederlandse biedingsregels kon de AFM om een dergelijk onderzoek vragen.

Op basis van de resultaten van dit onderzoek stelde de AFM vast, of voor de desbetreffende effecten sprake was van geregelde verhandeling in Nederland. De AFM woog hierbij de omstandigheden van geval tot geval. In beginsel moest uit het onderzoek blijken dat er jaarlijks ten minste enige malen – en dus meer dan eens – per kwartaal transacties plaatsvonden. Pas dan stelde de AFM vast dat sprake was van geregelde verhandeling. De AFM heeft regelmatig een onderzoek uitgevoerd naar geregelde verhandeling.

Uiteindelijk zijn niet veel biedingen in Nederland voorbereid en/of uitgebracht die via ‘geregelde verhandeling’ onder het toezicht van de AFM vielen. Het bod op Rhein Biotech N.V. was één van de biedingen waarvan de AFM oordeelde dat sprake was van geregelde verhandeling. Het bod op Rhein Biotech N.V., waarvan de aandelen uitsluitend in Duitsland genoteerd waren, viel op basis van het oordeel van de AFM onder de Nederlandse biedingsregels. Uiteindelijk heeft de rechter geoordeeld dat van geregelde verhandeling voor dit bod geen sprake was omdat niet bewezen was dat vraag en aanbod van de effecten Rhein Biotech N.V., in Nederland samen kwamen. Een uitgebreidere toelichting over deze uitspraak is te lezen in paragraaf 6.1.

Geregelde  
verhandeling  
getoetst

#### ***Vooraf toetsen van persberichten***

Tot omstreeks eind 2007 was het verplicht om alle persberichten die door bidder en of doelvennootschap gedurende (de voorbereiding van) een openbaar bod werden gepubliceerd, vooraf door de AFM te laten toetsen.<sup>58</sup> Dit hield voor de AFM in dat zij op korte termijn voor de beoogde publicatie van een persbericht, het concept persbericht moest beoordelen.

Praktijk van vooraf  
voorleggen

In het algemeen had het de voorkeur van partijen om de onder de biedingsregels verplichte persberichten, buiten beursuren te publiceren. Bij een openbaar bod wordt bovendien vaak van de avonden of weekenden gebruik gemaakt om te onderhandelen over belangrijke vervolgstappen voor het openbare bod. De noodzaak om een persbericht te publiceren ontstaat dan ook vaak in deze uren.

Doordat de verplichting bestond om persberichten vooraf aan de AFM voor te leggen betekende deze praktijk voor de AFM dat aan haar met grote regelmaat, buiten kantooruren persberichten ter toetsing werden voorgelegd. De AFM had haar werkwijze hierop aangepast zodat het voor partijen ook mogelijk was om buiten reguliere AFM werktijden, overleg te kunnen hebben met een medewerker van het team dat toezicht houdt op openbare biedingen. Persberichten konden op die manier ook op dergelijke tijdstippen door de AFM worden getoetst.

---

<sup>58</sup> Gewijzigd bij het Bob. Op grond van het overgangsregime in artikel 32 Bob gold het vervallen van de verplichting om persbericht vooraf aan de AFM voor te leggen niet voor reeds onder de Wte 1995 en het daarbij behorende Bte 1995 gestarte biedingen.

De toets van persberichten door de AFM leidde in de meeste gevallen tot vragen van de AFM. In veel gevallen verzocht de AFM daarop om het concept persbericht aan te passen, om zodoende onduidelijkheden te verhelderen, of ontbrekende informatie aan te vullen.

Reactie AFM bij niet vooraf voorleggen

Voor het niet vooraf voorleggen van persberichten is door de AFM diverse malen handhavend opgetreden. Veelal stuurde de AFM een waarschuwingsbrief. In gevallen echter waarbij sprake was van het bij herhaling niet vooraf voorleggen, of in situaties waarin het niet voorleggen van een persbericht ernstige consequenties had, is de AFM punitief opgetreden. Het niet vooraf voorleggen van bijvoorbeeld een eerste persbericht over de voorbereiding van een openbaar bod werd als een ernstige overtreding beschouwd. Wanneer door een op dergelijke wijze uitgebracht persbericht naar het oordeel van de AFM beleggerbelangen werden geschonden, dan volstond de AFM meestal niet met een waarschuwingsbrief.

Ook het biedingsbericht moest vooraf worden voorgelegd. Dit proces komt in paragraaf 5.2 aan de orde.

Nuttig instrument

Met de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn is deze toets van persberichten vooraf komen te vervallen. Als reden hiervoor gaf de wetgever aan dat daarmee werd aangesloten bij de regels voor marktmisbruik waarbij persberichten evenmin vooraf aan de AFM worden voorgelegd. In het kader van een openbaar bod heeft de AFM deze toets vooraf steeds als een zeer nuttig instrument voor haar toezicht ervaren. Het bereiken van een zo optimaal mogelijke transparantie, kon via deze weg relatief eenvoudig worden bewerkstelligd. Regelmatig bleken partijen bereid door de AFM nodig of nuttig geachte aanvullingen in hun concept persbericht te verwerken. Ook konden vragen van de AFM aanleiding geven tot verduidelijking van de tekst. Nu de AFM persberichten pas na de publicatie daarvan kan beoordelen, heeft de AFM ervaren dat de drempel voor het realiseren van door haar gewenste transparantie hoger ligt. Bij een verzoek van de AFM om een 'herstelpersbericht' zal de AFM immers moeten afwegen of haar ingrijpen in verhouding staat tot de 'gebrekkige transparantie' in het gepubliceerde persbericht en of voor de markt voldoende duidelijk zal zijn om welke reden het herstelpersbericht wordt gepubliceerd.

#### ***Uiterlijke termijn uitbrengen bod***

Tot de implementatie van de Overnamerichtlijn in 2007 bestond voor bieders de verplichting om uiterlijk, ruwweg 10 weken<sup>59</sup> na aankondiging van een voorgenomen openbaar bod een biedingsbericht te publiceren. Sinds de inwerkingtreding van de regels ter implementatie van de Overnamerichtlijn geldt deze verplichting niet meer. Sindsdien geldt slechts de verplichting voor de bieder om uiterlijk 12 weken na de aankondiging van een openbaar bod, de aanvraag voor goedkeuring van het biedingsbericht bij de AFM in te dienen.

Verlenging termijn uitbrengen bod

In enkele gevallen bleek het nodig voor een bieder om verlenging van deze zes weken termijn te verzoeken aan de AFM<sup>60</sup>, om zodoende meer tijd te hebben alvorens een bod uit te moeten

---

<sup>59</sup> Na de aankondiging van een voorgenomen openbaar bod als bedoeld in artikel 9b lid 2, onder a of b Bte 1995 moest de bieder volgens artikel 9g lid 1 Bte 1995 binnen dertig dagen een zogenaamd 'dertig dagen bericht' openbaar maken. Na een dertig dagen bericht diende de bieder op grond van artikel 9g lid 3 Bte 1995 binnen zes weken het biedingsbericht te publiceren en daarmee zijn bod daadwerkelijk uit te brengen.

<sup>60</sup> Op grond van artikel 9g lid 4 kon de AFM op verzoek van de bieder de termijn voor het uitbrengen van een bod verlengen.

brenge. Redenen voor verlenging waren bijvoorbeeld dat de bieder nog niet beschikte over de voor het *uitbrengen* van het bod noodzakelijke goedkeuringen. De AFM was bij dit soort verlengingsverzoeken kritisch. Daarnaast beoogde zij consistent te zijn met eerdere verlengingsverzoeken.

De AFM waakte er voor dat een bod niet onnodig vertraging opliep. Eén van de principes van het toezicht is immers dat doelvennootschap en betrokkenen niet te lang in het ongewisse blijven over de voortgang en/of slagingskans van een bod. Indien vertraging nodig bleek, zag de AFM er op toe dat de verlenging van de termijn beperkt werd, tot hetgeen maximaal noodzakelijk was om de belemmering voor het uitbrengen van een bod te (doen) beëindigen. De wijze waarop de AFM dit soort verzoeken heeft behandeld, heeft er in geen geval toe geleid dat werd afgezien van het uitbrengen van een bod.

Voor het uitbrengen van het bod moest een biedingsbericht worden gepubliceerd dat door de AFM was getoetst. Ook het toetsingproces bij de AFM is er nooit de oorzaak van geweest dat de uiterlijke wettelijke datum voor uitbrengen van een bod niet kon worden gehaald.

Risico van ontbreken  
uiterlijke termijn

De in de wet opgenomen uiterlijke termijn voor het uitbrengen van een bod zag de AFM als een effectief middel om de doorlooptijd van een bod te beperken. Met de inwerkingtreding van de biedingsregels in het Bob kennen de regels niet langer een dergelijke termijn. Nu bepaalt het Bob alleen een termijn voor het moment waarop de bieder de aanvraag voor goedkeuring van het biedingsbericht moet indienen. Het moment waarop de bieder het bod onherroepelijk uitbrengt met het goedgekeurde biedingsbericht, is nu afhankelijk van het verloop van het goedkeuringsproces. Bij de aanvraag zal de bieder een concept biedingsbericht indienen. De AFM zal hierop haar commentaar geven en de bieder zal dit commentaar in een volgend concept moeten adresseren. Voor de AFM geldt daarbij dat zij binnen een termijn van maximaal 10 werkdagen haar reactie moet geven. Voor de bieder geldt niet een dergelijke termijn. Hij mag zelf bepalen hoe veel tijd hij gebruikt voor het toesturen van een nieuw concept aan de AFM. Ook de eventueel slechte kwaliteit van het concept en de wijze waarop de bieder opvolging geeft aan het commentaar van de AFM, kunnen ertoe leiden dat er geruime tijd overheen gaat alvorens de AFM het biedingsbericht kan goedkeuren. Onder omstandigheden kan de markt daarmee lange tijd in onzekerheid verkeren over de doorgang van een openbaar bod. Hoewel een bieder vaak zelf belang heeft bij spoedige goedkeuring van het biedingsbericht en de AFM over het algemeen positieve ervaringen heeft met het verloop van goedkeuringsprocessen, ziet de AFM een risico voor situaties waar een bieder dit belang juist niet heeft. In een dergelijke situatie ontbreekt een belangrijk middel voor de AFM om duidelijkheid voor de markt en een korte doorlooptijd van het bod te realiseren.

#### ***Verbod rauwelijks bod***

Verbod vermelden  
prijs / ruilverhouding

Tot de implementatie van de Overnamerichtlijn in 2007 gold het verbod om een zogenaamd rauwelijks bod uit te brengen. Het was een bieder verboden om haar eenzijdig voornemen tot het uitbrengen van een openbaar bod openbaar mede te delen, onder vermelding van prijs of ruilverhouding. De bieder diende vooraf de doelvennootschap op de hoogte te brengen van de beoogde prijs of ruilverhouding. Hierbij moest de bieder de doelvennootschap uitnodigen, om binnen zeven dagen na ontvangst van deze kennisgeving, overleg te plegen over het voornemen van de bieder. In het overleg diende door de bieder informatie te worden verschaft over: (1) de aan het bod ten grondslag liggende motieven, (2) voornemens voor toekomstig beleid, en (3) de wijze van financiering van het voorgenomen bod. De doelvennootschap kon

besluiten niet in te gaan op de uitnodiging tot overleg. In dat geval diende de bieder de desbetreffende informatie eerst schriftelijk aan de doelvennootschap te verstrekken. Pas daarna mocht de bieder de prijs en/of ruilverhouding publiek maken.

Als bieder en doelvennootschap geen overeenstemming bereikten over het voorgenomen bod dan werd dit bod als 'vijandig' bestempeld. Dit had tot gevolg dat partijen eventuele persberichten die in verband met het openbare bod werden gepubliceerd, uiterlijk bij openbaarmaking aan elkaar dienden toe te sturen.

Betere transparantie mogelijk

De per 1 oktober 2005 in de Nederlandse wet geïmplementeerde richtlijn Marktmissbruik en de Overnamerichtlijn leidden er toe, dat het verbod op het rauwelijks bod niet langer in de Nederlandse regels paste. Een voorgenomen bod is immers koersgevoelige informatie waarvan de markt in de regel zo spoedig mogelijk kennis moet kunnen nemen.<sup>61</sup> Het verbod is dan ook vervallen met de inwerkingtreding van de Wet betreffende het openbaar overnamebod waarmee de Overnamerichtlijn is geïmplementeerd. Voor de AFM betekende het verbod op het rauwelijks bod een situatie die zich – doordat prijs en/of ruilverhouding niet direct bekend mochten worden gemaakt - lastig verhiel met de beoogde maximale transparantie in een biedingsproces. Er bestond bovendien een grote kans dat de informatie over de prijs en/of ruilverhouding lekte. Dit leidde tot een verstoring van de ordelijke markt omdat de informatie in die gevallen niet op de juiste wijze publiek werd. Het vervallen van het verbod maakte een betere transparantie rondom een eenzijdig voorgenomen bod mogelijk.

#### **Advertentie**

(Onverwijld) openbare mededeling

In het Bte 1995 werd voor publicatie van informatie die voor het openbaar bod van belang was onderscheid gemaakt in artikel 9a tussen openbaarmaking via *een openbare mededeling* en *een onverwijld openbare mededeling*. De eerste betrof een advertentie en de laatste met de toevoeging 'onverwijld', een persbericht. Een advertentie in een landelijk verspreid dagblad was vereist voor de aankondiging van de publicatie van het biedingsbericht, de standpuntbepaling van de doelvennootschap en het bericht omtrent gestanddoening van het bod. Met de opkomst van snellere informatiemiddelen en kanalen en de beschikbaarheid van een corporate website, bleek de advertentie een achterhaald instrument. In de meeste gevallen waar een advertentie was vereist, publiceerden partijen eveneens een persbericht. In de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn is de verplichting voor een advertentie vervallen.

Ter vervanging biedingsbericht

Onder de SER werd in sommige gevallen een advertentie geplaatst in plaats van publicatie van een biedingsbericht. Deze praktijk deed zich voor bij zogenaamde 'exit-biedingen'. De AFM heeft in het begin van haar toezicht enige verzoeken ontvangen om ontheffing van de verplichting een biedingsbericht te publiceren, onder verwijzing naar dit gebruik. De AFM heeft dergelijke verzoeken niet toegewezen. Naar het oordeel van de AFM kan een biedingsbericht een kort document zijn waarin toch alle vereiste informatie is opgenomen. Hierdoor bestaat geen noodzaak voor de advertentie praktijk zoals onder de SER.

---

<sup>61</sup> Een eventuele bevoegdheid tot uitstel daargelaten.

## 5.2 'Gewijzigd toezicht'

In deze paragraaf komen wijzigingen aan de orde die het gevolg waren van respectievelijk, marktomstandigheden, veranderd inzicht van de AFM en een wetswijziging.

### **Territoriale restricties**

Ongelijke  
behandeling  
aandeelhouders

Omstreeks 2006 viel het de AFM bij de toetsing van biedingsberichten op dat territoriale restricties ongewijzigd opgenomen bleven in biedingsberichten. Een territoriale restrictie houdt kort gezegd in dat het openbaar bod niet is gericht tot aandeelhouders die zich in een bepaald land bevinden (vaak de Verenigde Staten). Hiermee beoogt de bieder de toepasselijkheid van de regelgeving van het desbetreffende land te voorkomen. De territoriale restricties beperken daarmee de mogelijkheden voor beleggers om op het bod in te gaan. Ondanks het wegvallen van barrières, onder meer door de Overnamerichtlijn, namen de restricties niet in aantal of reikwijdte af. De regelgeving verlangt dat voor alle houders van de effecten waarop een bod wordt gedaan feitelijk eenzelfde aanbod geldt. Daarom heeft de AFM haar toezicht op het gebruik van territoriale restricties vanaf dat moment verscherpt.<sup>62</sup>

Uit dit verscherpte toezicht bleek dat niet steeds alle opgenomen restricties voor elk bod noodzakelijk waren. Sommige restricties zijn in het geheel niet toegestaan. De AFM stond en staat onder meer geen restrictie toe indien een groot deel van de aandeelhouders zich in het uitgesloten land bevindt.

In algemene zin oordeelt de AFM dat een territoriale restrictie slechts is toegestaan wanneer de bieder de noodzaak ervan, goed onderbouwd kan beargumenteren. Een territoriale restrictie ten aanzien van een EU lidstaat acht de AFM, vanwege de Overnamerichtlijn, in ieder geval niet toelaatbaar. De AFM communiceerde haar verscherpte standpunt via 'veelgestelde vragen' op haar website. Communicatie van dit standpunt was ook een vast onderdeel in de bijeenkomst met partijen bij aanvang van een openbaar bod.<sup>63</sup>

### **Toetsing van het biedingsbericht**

Met de publicatie van het biedingsbericht werd (en wordt) het bod uitgebracht. Biedingsberichten werden tot het moment dat de Overnamerichtlijn werd geïmplementeerd, niet door de AFM goedgekeurd. Een concept biedingsbericht diende wel vooraf te worden voorgelegd. De AFM voerde daarop een toetsing uit van het concept biedingsbericht, evenals van de daarop volgende aangepaste concepten.

Inhoud toets

Deze toets hield in dat het biedingsbericht werd getoetst aan de voor het specifieke bod geldende inhoudsvereisten. Deze inhoudsvereisten waren opgenomen in het Bte 1995.<sup>64</sup> Tevens werd getoetst aan de Beleidsregel Biedingsbericht, waarin de inhoudsvereisten door de AFM waren uitgewerkt. Uiteindelijk leidde deze toetsing tot een concept waarop de AFM geen opmerkingen meer had. Na de bieder hiervan op de hoogte te hebben gebracht, kon deze de definitieve versie van het biedingsbericht laten drukken om het vervolgens openbaar te maken.

<sup>62</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen', "Mag het openbaar bod bepaalde aandeelhouders uitsluiten".

<sup>63</sup> Zie paragraaf 3.2 'vervolg van een openbaar bod'.

<sup>64</sup> Artikelen 9i, 9k, 9m en 9n Bte 1995.

Zoals gezegd leidde de toets niet tot een formele goedkeuring, zoals na de implementatie van de Overnamerichtlijn het geval is. Desalniettemin was het toetsingsproces om tot een definitieve versie van het biedingsbericht te komen feitelijk hetzelfde. Vergelijkbaar met de huidige goedkeuringsprocedure nam een toetsingsproces gemiddeld vier weken in beslag.

De AFM trachtte ook toen steeds zo veel mogelijk rekening te houden met het door de bieder gewenste tijdsplan. De AFM probeerde, waar mogelijk, er voor te zorgen dat het door partijen beoogde moment van uitbrengen van een openbaar bod werd gehaald. Het toetsingsproces bij de AFM is er nooit de oorzaak van geweest dat de uiterlijke wettelijke datum voor uitbrengen van een bod niet kon worden gehaald.

### **Best price rule**

Referentiemoment  
en rekenmethode

Een onderwerp waarover de AFM in de afgelopen tien jaar haar mening heeft gewijzigd is de regeling aangaande de zogenaamde 'best price rule'. Kortweg houdt deze regel in dat wanneer een bieder na aankondiging van een openbaar bod, buiten het bod om een hogere vergoeding heeft betaald voor de effecten waarop het bod ziet, hij deze vergoeding ook voor alle onder het openbaar bod aangemelde effecten dient te betalen.

Aanvankelijk was de AFM van mening dat bij de bepaling van de 'best price', rekening diende te worden gehouden met het verschil in het moment waarop aandeelhouders hun effecten aan de bieder mogen verkopen. De transacties die de bieder buiten het bod om verricht, leiden meestal tot directe levering en betaling. Dit betekent dat een dergelijke transactie op een eerder moment wordt afgerond, dan het moment dat geldt voor de effecten die onder het bod worden aangemeld. De effecten die onder het bod worden aangemeld worden pas na gestanddoening van het bod betaald en geleverd.

Bij de berekening van de 'best price' zou daarom ook de mogelijke inflatie, mogelijke renteopbrengsten of het koersverloop mee moeten worden gewogen. Het moment van betaling buiten het bod om en dus direct, moest worden afgezet tegen het latere moment van betaling na gestanddoening van het bod.

Herziening  
standpunt

In oktober 2008 heeft de AFM een interpretatie gepubliceerd waarin zij haar mening heeft bijgesteld. De AFM deed dit mede naar aanleiding van een informele consultatie en na overleg met een lid van de Commissie Kapitaalmarkt en haar vaste externe adviseur. De AFM koos er in deze interpretatie voor het belang van rechtszekerheid de doorslag te laten geven. Hierdoor is bij het verrichten van een transactie buiten het bod om, direct duidelijk hoe de 'best price' moet worden berekend. Het moment van het vaststellen van de 'best price' blijft het moment van gestanddoening van het bod. Op dat moment wordt de uiteindelijke (al dan niet verhoogde) biedprijs vergeleken met de prijs die is betaald voor de onderhandse transacties.<sup>65</sup>

Geen andersoortige  
vergoeding

Verwant aan dit standpunt, maar geen onderdeel er van, is het standpunt van de AFM dat vanaf het moment van het uitbrengen van een ruilbod de bieder geen onderhandse transacties in contanten mag verrichten. Omgekeerd geldt hetzelfde voor een uitgebracht cashbod. De bieder kan hierna geen onderhandse ruil transacties meer verrichten.<sup>66</sup> Het verrichten van transacties

<sup>65</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl), interpretaties openbare biedingen, 'Best price rule' ex artikel 19 Bob.

<sup>66</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl), interpretaties openbare biedingen, "Gelijk bod vereiste ex artikel 3 Bob bij transacties buiten het bod om".

tegen een andersoortige vergoeding dan die welke onder het bod wordt geboden, zou immers leiden tot een ongelijke behandeling van aandeelhouders. Dit is strijdig met het principe dat iedere aandeelhouder gelijk moet worden behandeld.<sup>67</sup> De AFM onderkende dat een oplossing gevonden zou kunnen worden in een wijziging van het openbaar bod. Dit zou betekenen dat na een zodanige transactie, de andersoortige vergoeding eveneens aan de overige aandeelhouders zou moeten worden geboden. De AFM achtte een dergelijke wijziging echter in strijd met het beginsel van onherroepelijkheid van een uitgebracht bod. Daardoor was het naar het oordeel van de AFM reeds niet mogelijk een andersoortige vergoeding toe te voegen aan een bestaand bod. Via de formele route van verhoging van de biedprijs, die hierna aan de orde komt, is een dergelijke wijziging nu toch deels mogelijk.

### **Verhoging biedprijs**

Eénmalige  
verhoging

Met de inwerkingtreding van het Bob in 2007 werd het mogelijk de biedprijs éénmaal te verhogen. Voor die tijd was het na het uitbrengen van een openbaar bod (door de publicatie van het biedingsbericht) niet mogelijk om het bod nog te wijzigen. Vooral door de toename van aandeelhoudersactivisme, bleek bij sommige biedingen dat het bod slechts kans had om te slagen, wanneer tussentijds de biedprijs zou worden verhoogd. Omdat de regels een verhoging niet toestonden, zochten bidders naar alternatieven om alsnog een verhoging te realiseren.

Verhogingen in de  
praktijk

In een enkel geval waarin duidelijk was dat een bij het bod gestelde voorwaarde voor gestanddoening niet zou worden vervuld, kon de bidder het bod om die reden beëindigen. Vervolgens kon de bidder direct een nieuw bod met een hogere biedprijs uitbrengen. De AFM zag hierbij het risico dat het staken van een bod om het vervolgens opnieuw uit te brengen, tot onduidelijkheid voor beleggers zou leiden.

De AFM heeft er in die gevallen mede voor gezorgd dat de overgang van het oude naar het nieuwe verhoogde bod zo geleidelijk mogelijk verliep. Onder meer heeft de AFM ontheffing verleend van de verplichting om opnieuw een herzien biedingsbericht uit te moeten brengen, met daarin de verhoogde biedprijs. In plaats daarvan werd het bidders toegestaan om door middel van een persbericht het verhoogde bod 'uit te brengen'. In dit persbericht werd de noodzakelijke informatie over de verhoogde biedprijs en een verwijzing naar het daarnaast nog geldende biedingsbericht opgenomen.

In andere gevallen ontstond een noodzaak een verhoogde biedprijs te bieden aan alle aandeelhouders door de inwerkingtreding van de 'best price rule'. In situaties waarin aandeelhoudersactivisme een rol speelde bleek het vaak slechts mogelijk om het bod te doen slagen door met een (activistische) aandeelhouder een transactie buiten het bod om te sluiten. De transactie werd dan verricht tegen een hogere prijs dan onder het bod. Een zodanige transactie zorgde er dan via de 'best price rule' voor, dat aan alle aandeelhouders hetzelfde verhoogde bod diende te worden geboden. Zoals hiervoor bij de 'best price rule' aangegeven, was het niet mogelijk om via deze weg ook het soort vergoeding aan te passen.

Inmiddels bestaat de mogelijkheid om een uitgebracht bod éénmaal te verhogen.<sup>68</sup> Deze wijziging is gelijktijdig met de implementatie van de Overnamerichtlijn in de biedingsregels

---

<sup>67</sup> Artikel 3 lid 1 Bob.

<sup>68</sup> Artikel 15 lid 4 Bob.



opgenomen. De regel gaf de markt aanleiding vragen te stellen over de reikwijdte van de bepaling. De markt vroeg zich onder meer af of het mogelijk zou zijn om een uitgebracht 'cash bod' te verhogen met een vergoeding in effecten. Om de onduidelijkheid te ondervangen heeft de AFM een interpretatie gepubliceerd die nader is beschreven in paragraaf 7.4.<sup>69</sup>

Naast deze eenmalige verhoging bestaat nog steeds de 'best price rule', zoals hiervoor beschreven. In de markt wordt het gebruik van de route van de 'best price' om een feitelijke verhoging te realiseren, als een inbreuk op de regel van eenmalige verhoging gezien. De wetgever heeft echter expliciet beide regels naast elkaar laten bestaan.

### 5.3 'Nieuw toezicht'

Zoals in de voorgaande twee paragrafen worden ook in deze paragraaf wijzigingen in het toezicht beschreven. Ditmaal nieuwe onderwerpen die het gevolg zijn van wetswijzigingen. Ook deze nieuwe onderwerpen noodzaakten tot een aanpassing in het toezicht door de AFM.

#### **Verplicht bod, rol AFM**

Een voor de markt belangrijke wijziging is de introductie van het verplicht bod. Met de inwerkingtreding van de biedingsregels ter implementatie van de Overnamerichtlijn is het verplicht bod in Nederland ingevoerd. Hierdoor moet een ieder die, alleen of gezamenlijk met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap (30% van de stemrechten) verkrijgt in een in de EU beursgenoteerde Nederlandse N.V., een openbaar bod uitbrengen op alle beursgenoteerde (certificaten van) aandelen van deze vennootschap.<sup>70</sup>

Gevolg voor toezicht door AFM

Voor de AFM betekende de invoering van het verplicht bod slechts een beperkte wijziging in haar toezicht. De AFM oordeelt immers niet over het ontstaan van de biedplicht. Deze bevoegdheid is aan de Ondernemingskamer toegekend. Het behoort daarmee ook niet tot de bevoegdheid van de AFM om invulling te geven aan de definitie van "in onderling overleg handelen" ('acting in concert'). Deze definitie maakt onderdeel uit van de wettelijke bepaling om vast te stellen of sprake is van een biedplicht. De definitie "in onderling overleg handelen" komt ook voor in de bepalingen die de meldingsplichten voor kapitaalsbelangen regelen. Deze meldingsplichten vallen wel binnen de toezichttaak van de AFM. De definitie bij de meldingsplichten wijkt af van de definitie bij het verplicht bod. De AFM heeft dan ook gemeend dat een interpretatie van haar over de definitie onder de biedingsregels niet tot de door de markt gewenste duidelijkheid zal leiden. De AFM heeft hierbij overwogen dat toelichting door haar juist extra vragen op zou roepen, omdat de status van een dergelijke interpretatie, gelet op het ontbreken van bevoegdheid van de AFM bij de vaststelling van de biedplicht, onduidelijk zou zijn. Het voorgaande geldt eens te meer nu de AFM niet zelf de bevoegdheid heeft om de Ondernemingskamer om een verplicht bod te verzoeken.

De rol van de AFM bij een verplicht openbaar bod is daarmee vrijwel gelijk aan haar rol bij een vrijwillig openbaar bod. De belangrijkste verschillen voor de AFM zijn de volgende. Nadat vast is

<sup>69</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl), interpretaties openbare biedingen 'Verhogen van de biedprijs ex artikel 15 lid 4 Bob'.

<sup>70</sup> Artikel 5:70 lid 1 Wft.

komen te staan dat een verplicht bod moet worden uitgebracht,<sup>71</sup> kan dit bod niet meer worden gestaakt. In het 4-weken persbericht zal de bieder slechts kunnen aangeven dat het openbaar bod door hem zal worden uitgebracht. Daarnaast mogen bij een verplicht bod geen voorwaarden worden gesteld voor gestanddoening van het bod. In het door de AFM goed te keuren biedingsbericht zullen daarom geen voorwaarden kunnen worden opgenomen. Een verplicht bod dient verder tegen een billijke prijs te worden uitgebracht. Aan de hand van artikel 5:80a Wft en artikel 26 Bob kan de billijke prijs worden bepaald. De AFM beperkt zich met betrekking tot de billijke prijs tot het toetsen van de transparantie omtrent de onderbouwing van de biedprijs. Deze toets houdt in dat de AFM controleert of de onderbouwing strookt met hetgeen daarover is bepaald in de Wft en het Bob. De AFM zal overigens geen inhoudelijk oordeel vellen over de billijke prijs nu ook dit tot de bevoegdheid van de Ondernemingskamer behoort. In de wet is de Ondernemingskamer als bevoegde instantie aangewezen om te oordelen over een verzoek van bieder, doelvennootschap of betrokken aandeelhouders of certificaathouders tot aanpassing van de billijke prijs.

In de praktijk heeft de AFM, zoals hierna wordt besproken, wel toegelicht op welke wijze de verplicht bod regeling in de bestaande systematiek van de biedingsregels kon worden ingepast.

#### ***Rol AFM bij verplicht bod nadat een vrijwillig bod is uitgebracht***

Beleid voor 'gebruik'  
vrijwillig bod voor  
biedplicht

Reeds bij de invoering van de verplicht bod regeling in 2007 stelde de markt de volgende vraag. Wat zou gelden in het geval gedurende een vrijwillig uitgebracht bod, de bieder 'overwegende zeggenschap' zou verkrijgen? Toen deze situatie zich concreet voordeed en de bieder aangaf 'vrijwillig' aan de regels voor het verplichte bod te willen voldoen, zag de AFM het als haar taak om dit te begeleiden.<sup>72</sup> De AFM heeft in deze concrete situatie beleid gevormd. Dit beleid zag er op om te voorzien in de mogelijkheid een uitgebracht lopend bod door de bieder te laten 'gebruiken' om te voldoen aan de biedplicht. Daarop heeft de AFM besloten dit beleid direct aan de markt bekend te maken. Hierdoor werd voor mogelijke toekomstige situaties transparant waaraan men naar het oordeel van de AFM moet voldoen, in het geval men een uitgebracht vrijwillig bod in wil zetten om te voldoen aan een biedplicht die nadien is ontstaan. De interpretatie van de AFM is beschreven in paragraaf 7.4. Dit beleid zal naar verwachting in wetgeving worden omgezet met de geplande wijziging van het Bob per 1 juni 2012.

#### ***Eén bevoegde toezichthouder***

De Overnamerichtlijn bracht de regeling om de bevoegde toezichthoudende autoriteit te bepalen. Met die regeling is nu slechts één Europese toezichthouder bevoegd ten aanzien van een openbaar bod dat zich binnen Europa<sup>73</sup> afspeelt. Ook kunnen zich geen biedingen voordoen waarvoor geen enkele Europese toezichthouder bevoegd is. De regeling voorkomt overigens niet dat alsnog meerdere Europese toezichthoudende autoriteiten bij een openbaar bod betrokken zijn.

---

<sup>71</sup> Dit zal het geval zijn wanneer geen gebruik is of kan worden gemaakt van de vrijstellingen zoals bedoeld in de artikelen 5:71 en 5:72 Wft of het Besluit van 25 januari 2008, Stb. 27, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 5:81, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht. 'Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft'

<sup>72</sup> Zie ook paragraaf 2.2 en paragraaf 7.4.

<sup>73</sup> Onder 'Europese' en 'Europa' dienen ook begrepen te worden de staten die lid zijn van de Overeenkomst betreffende de Europees Economische Ruimte.

Onderscheid  
bevoegde autoriteit  
effectenrecht en  
vennootschapsrecht

Een dergelijke gedeelde bevoegdheid heeft zijn oorzaak in de omstandigheid dat de regeling een onderscheid kent tussen, een bevoegde autoriteit voor effectenrechtelijke aspecten - waaronder het te publiceren biedingsbericht - en voor een bevoegde autoriteit voor vennootschapsrechtelijke aspecten – waaronder het verplicht bod en beschermingsmaatregelen tegen een onvriendelijk bod.

Op grond van deze verdeling is het recentelijk meerdere malen voorgekomen dat de AFM toezicht heeft gehouden op de standpuntbepaling door de doelvennootschap, bij een bod dat overigens onder buitenlandse biedingsregels viel. Deze situatie deed zich voor bij openbare biedingen op een Nederlandse vennootschap met notering in een andere Europese lidstaat. De toezichthoudende autoriteit van die laatste lidstaat was bevoegd toezicht te houden op de (effectenrechtelijke) biedingsregels die bij dit bod in acht moesten worden genomen. Ook was deze toezichthouder bevoegd om het biedingsbericht goed te keuren, maar deze was niet bevoegd ten aanzien van bedoelde standpuntbepaling. Via de Nederlandse biedingsregels was de AFM bevoegd de standpuntbepaling van de Nederlandse vennootschap te beoordelen. In deze gevallen zijn de gebieden waarop de bevoegdheden van de betrokken toezichthoudende autoriteiten zijn gebaseerd duidelijk verschillend. Er bestaat dan ook geen risico van samenloop waardoor mogelijke tegenstrijdigheid in regelgeving tot botsingen zou kunnen leiden.<sup>74</sup>

#### **Certainty of funds**

De Overnamerichtlijn bracht ook de verplichting voor bieders voor zogenoemde 'certainty of funds'. Deze verplichting houdt volgens de Overnamerichtlijn in dat, eenieder zijn bod pas mag aankondigen nadat hij ervoor heeft gezorgd dat hij een tegenprestatie in geld, indien deze wordt aangeboden kan opbrengen en/of dat hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken. In de Nederlandse biedingsregels heeft deze verplichting vorm gekregen doordat eenieder uiterlijk bij het indienen van de aanvraag voor goedkeuring van het biedingsbericht, beschikt over 'certainty of funds'.

Invulling van vereiste  
en rol AFM

In diverse Europese landen is de verplichting voor 'certainty of funds' op verschillende wijzen ingevuld. Ten aanzien van de verplichting onder de Nederlandse biedingsregels en de rol van de AFM daarbij, bestond onduidelijkheid in de markt. Om die reden heeft de AFM de wijze waarop zij haar toezicht hierbij invult, verduidelijkt. Deze verduidelijking heeft de AFM op haar website gepubliceerd.<sup>75</sup> De AFM geeft hierin aan dat 'certainty of funds' en de rol van de AFM onder de Nederlandse biedingsregels inhoudt, (het toezien op) adequate transparantie omtrent de beschikking van deieder over 'certainty of funds'. De AFM ziet er ook op toe dat het bericht tijdig wordt gepubliceerd.

---

<sup>74</sup> *Vergelijk het bod uit 2006 van Mittal Steel Company N.V. op Arcelor S.A.. De doelvennootschap Arcelor S.A. had noteringen in zowel Luxemburg, België, Frankrijk en Spanje waardoor alle toezichthoudende autoriteiten van die landen bevoegd waren ten aanzien van het openbare bod. Het betrof een ruilbod waardoor de AFM uit hoofde van prospectustoezicht betrokken was bij de goedkeuring van het prospectus. Uit het bij het prospectus gevoegde biedingsbericht blijkt reeds het verschil in toetsingsregels voor de verschillende landen: de Belgische toezichthouder, destijds de Commission bancaire, financière et des assurances/Commissie voor het bank-, financie- en assurantiewezen, heeft het biedingsbericht goedgekeurd en het betreffende biedingsbericht werd eveneens gebruikt in Luxemburg en Frankrijk. Het biedingsbericht maakt er melding van dat gedurende de aanmeldingstermijn nog een afzonderlijk door de Spaanse toezichthouder, de Comisión Nacional del Mercado de Valores, goed te keuren document zal volgen.*

<sup>75</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

De bepaling in het Bob spreekt over publicatie over 'certainty of funds' *uiterlijk* bij de aanvraag voor goedkeuring van het biedingsbericht. De AFM heeft eveneens op haar website verduidelijkt dat onder 'uiterlijk' ook een eerder moment kan vallen dan het moment van aanvraag van goedkeuring van het biedingsbericht. *Zodra* eenieder na aankondiging van een voorgenomen openbaar bod de noodzakelijke fondsen beschikbaar heeft, dan dient hij de markt hierover te informeren.<sup>76</sup>

**Mr. Thijs Alexander - partner Clifford Chance.**

#### Het perspectief van bidders

1. De Nederlandse openbare biedingsregels zijn in vergelijking met de regels in andere Europese landen redelijk rudimentair. De wetgever heeft in het verleden meerdere malen aangekondigd de oude SER Fusiegedragsregels te willen moderniseren, maar heeft in de afgelopen 10 jaar niet veel meer gedaan dan in eerste instantie het toezicht naar de AFM over te dragen en vervolgens de regels van de 13e Richtlijn praktisch zonder verdere substantiële wijzigingen in te voeren. De aangekondigde modernisering en overige wijzigingen van de biedingsregels en aanverwante regelgeving werden klaarblijkelijk minder belangrijk of dringend geacht. Hoewel ik begrip heb voor het feit dat het ministerie van Financiën, met name in de afgelopen jaren, andere prioriteiten heeft gehad, blijken er in de praktijk belangrijke lacunes in de huidige biedingsregels.

2. In de eerste plaats zijn er verschillende kwesties die niet of niet eenduidig in de regelgeving voorzien zijn. Dit kan leiden tot problemen omdat marktpartijen behoefte hebben aan duidelijke en voorspelbare regels, zoals bijvoorbeeld met betrekking tot het 'gelijk bod-vereiste' en de verplichting van een gelijke behandeling van aandeelhouders bij een bod in zowel contanten als aandelen. Dit is met name relevant geweest bij biedingen waar grote financiële belangen op het spel staan.

3. Hoewel de minister van Financiën recentelijk nadrukkelijk bevestigd heeft een marktmeester in Nederland niet noodzakelijk te vinden, kijken marktpartijen in geval van onduidelijke regels al snel naar de toezichthouder. In veel gevallen is dit goed afgelopen; de AFM heeft in de afgelopen 10 jaren een belangrijke rol kunnen spelen bij het inperken van dergelijke onzekerheid. Dit geschiedde, wederom met name in de afgelopen jaren, onder meer door frequent individueel en collectief overleg met betrokken partijen en consultaties over, en het publiceren van, "interpretaties" van de regels. Deze bereidheid van de AFM tot overleg en transparantie verdient veel lof.

4. Desalniettemin zijn er enkele zaken die slechts door de wetgever kunnen worden opgelost. Dit betreft vooral zaken waar het probleem niet zo zeer ligt in een gebrek aan zekerheid onder de relevante regels, maar meer in het feit dat de regels in de praktijk nadelige neveneffecten hebben, dan wel in het feit dat het gaat om kwesties die buiten het toezicht van de AFM vallen.

<sup>76</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'veelgestelde vragen openbare biedingen'.

5. Ik beperk me in dit verband tot enkele zaken die met name relevant zijn voor bieders. Mijn eerste voorbeeld betreft de regels met betrekking tot het verplicht bod. De wetgever heeft bij de invoering van de 13de Richtlijn de Ondernemingskamer een grote rol toebedeeld. Zo is er bewust voor gekozen om het voor de biedplicht cruciale begrip "in onderling overleg handelen" slechts in zeer beperkte mate in de wet of wetsgeschiedenis vast te leggen of toe te lichten. De wetgever heeft het vervolgens in vergaande mate aan de rechter overgelaten om op basis van praktijkgevallen aan te geven of en wanneer hiervan sprake is. De praktijk leert echter dat bieders in het algemeen risicomijdend zijn en transactiestructuren (of zelfs transacties) vermijden indien er een argument bestaat dat deze zouden leiden tot een biedplicht, hetgeen negatieve gevolgen kan hebben voor door de markt gewenste overnames en de mogelijkheden voor aandeelhouders om hun aandelen met een premie te verkopen. Dat risicomijdend gedrag is begrijpelijk aangezien een procedure bij de Ondernemingskamer en het daarmee gepaard gaande risico van vertraging en / of publiciteit grote negatieve gevolgen kunnen hebben voor een lopend of aangekondigd bod. Zo kunnen tegenstanders van een (aangekondigd) bod alleen al op grond van tactische overwegingen bereid zijn een dergelijke procedure te starten.

6. Recentelijk heeft het ministerie van Financiën, op verzoek van een breed scala aan marktpartijen, voorgesteld om in de regels aan te geven dat bepaalde transacties niet leiden tot een biedplicht. Deze wijziging betreft een aantal evidente gevallen en zal de ernst van de bovengenoemde problematiek hopelijk enigszins doen afnemen. Desalniettemin blijven er andere lacunes in de relevante regels, zoals een regeling die het een consortium van bieders bestaande uit één of meer grootaandeelhouders en eventuele derde partijen mogelijk maakt een vrijwillig (en dus voorwaardelijk) openbaar bod uit te brengen. Het zou nuttig zijn om, mede op basis van de in andere landen ontwikkelde regels en jurisprudentie, nadere regels te ontwikkelen dan wel de bestaande regels te verduidelijken.

7. Een tweede categorie betreft de afstemming tussen de biedingsregels en andere wetgeving. Ik denk hierbij vooral aan een aantal praktische zaken, zoals bijvoorbeeld de oproepingstermijn van tenminste 42 dagen voor een bijzondere aandeelhoudersvergadering. Een extra lange periode van onzekerheid, met alle risico's van dien voor de transactie, is niet in het belang van de betrokken partijen (waaronder normaliter de aandeelhouders). Om een dergelijke vertraging te voorkomen zal de doelvennootschap in beginsel een aandeelhoudersvergadering bijeen willen roepen terwijl het bod nog wordt voorbereid en dus vóórdat het bod daadwerkelijk is uitgebracht. Het nut van een 42-dagen oproepingstermijn in dit geval (of in andere gevallen, zoals een kapitaalmissie) ontgaat mij, zeker in vergelijking met de oudere praktijk waarin de aandeelhouders pas bijeen werden geroepen nadat het bod daadwerkelijk was uitgebracht. Ik zou er derhalve voor zijn om de oproepingstermijn van 42-dagen weer in te korten voor bijzondere aandeelhoudersvergaderingen in kader van een openbaar bod. De Europese richtlijn laat dit ook toe.

8. Een ander voorbeeld van de noodzaak tot een betere afstemming van de biedingsregels en andere wetgeving betreft de uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Deze procedures zijn momenteel zeer tijdrovend. Een dergelijke vertraging kan grote nadelige gevolgen hebben voor een partij die een succesvol bod heeft uitgebracht en nagenoeg alle aandelen heeft verkregen. Dit geldt met name waar de buitenlandse fiscale en/of accountingregels een onderscheid maken tussen een 100% bezit en een controlerend belang. Daarnaast kan de vertraging leiden tot problemen bij de waardering van de relevante aandelen; deze zal volgens het Burgerlijk Wetboek namelijk vastgesteld dienen te worden per de datum

van de uitspraak van de rechter. Zoals dit ook elders is voorgesteld, moet dit systeem verbeterd worden en zou eenieder die 95% van de aandelen heeft verkregen ook de resterende aandelen sneller moeten kunnen verkrijgen. Dergelijke regelingen bestaan al in België, Duitsland en Engeland, waar de resterende aandelen al in een vroege fase van rechtswege overgaan naar deieder, mogelijk gevolgd door procedures die slechts of vooral de prijs betreft. Een dergelijke specifieke regel voor een uitkoop in het kader van een openbaar bod sluit voortaan bij de reeds in Nederland bestaande speciale regels over de in een uitkoop na een openbaar bod te betalen prijs.

9. Kortom, hoewel de AFM een goede rol heeft gespeeld bij het inperken van onduidelijkheden in de Nederlandse biedingsregels, blijft er in de praktijk een behoefte aan de meerdere malen aangekondigde modernisering daarvan. Het is te hopen dat het ministerie van Financiën hier in de nabije toekomst op zal focussen.

## 6 Toezicht getoetst

---

Een van de gevolgen van de aanwijzing van de AFM als bevoegde toezichthouder was dat de Algemene wet bestuursrecht (Awb) ook een rol ging spelen in het toezicht op openbare biedingen. Tegen besluiten van de AFM staat de weg naar de rechter open. Waar het gaat om een boetebesluit, is, na het doorlopen van de bezwaarschriftprocedure bij de AFM, de Rechtbank te Rotterdam in eerste instantie bevoegd en staat hoger beroep open bij het CBb. Voor overige besluiten van de AFM ten aanzien van biedingsregels, wanneer het geen boetebesluiten betreft, is rechtstreeks beroep bij het CBb mogelijk.<sup>77</sup> In de afgelopen tien jaar is het toezicht door de AFM een aantal keer door de rechter getoetst.

Behalve door de rechter is het toezicht van de AFM op openbare biedingen ook getoetst toen in 2008 in opdracht van de Minister van Financiën een extern onderzoek plaatsvond om te evalueren hoe het toezicht bij de overname van ABN AMRO Bank N.V heeft gefunctioneerd. Ook op dit onderzoek zullen wij in dit hoofdstuk ingaan.

Tot slot kan de openbare consultatie van de Minister van Financiën in 2008 over de vraag of Nederland behoefte heeft aan een 'marktmeester' wellicht ook worden gezien als een 'toets' van het toezicht door de AFM op de biedingsregels. De openbare consultatiereacties gaven immers mede een beeld hoe op dat moment tegen de rol van de AFM en het functioneren van de biedingsregels, door marktpartijen werd aangekeken. Ook deze consultatie wordt daarom in dit hoofdstuk besproken.

### 6.1 Toezicht getoetst door de rechter

In de afgelopen tien jaar is het toezicht door de AFM, zoals gezegd, een aantal keer getoetst door de Rechtbank Rotterdam dan wel het CBb. Op de meest interessante uitspraken zal hierna worden ingegaan. Alleen die uitspraken worden beschreven die zijn gepubliceerd.<sup>78</sup> De bij het dossier genoemde jaartallen zijn, voor wat het eerstgenoemde jaartal betreft, het jaar waarin de desbetreffende overname plaatsvond. Het tweede jaartal betreft het jaar waarin een definitieve uitspraak (voor zover van toepassing, in hoogste instantie) is gedaan.

#### ***Rhein Biotech N.V. (2002/2005)***

In januari 2003 had de AFM aan het Zwitserse Berna Biotech AG (Berna, de bieder) en de Nederlandse vennootschap Rhein Biotech N.V. (Rhein, de doelvennootschap) boetes opgelegd voor overtreding van het toenmalige artikel 9v Bte 1995. Berna en Rhein hadden in een gezamenlijk persbericht een voorgenomen openbaar bod bekend gemaakt, zonder dit bericht vooraf aan de AFM te sturen zoals dat op grond van artikel 9v Bte 1995 was vereist.

Geregelde  
verhandeling

In de kern ging deze zaak echter om de vraag of de Nederlandse biedingsregels van toepassing waren. De aandelen van Rhein waren uitsluitend op de Neuer Markt in Duitsland genoteerd. Berna en Rhein gingen ervan uit dat de Nederlandse biedingsregels niet van

---

<sup>77</sup> Artikel 1:110 Wft (artikel 44 Wte 1995 oud).

<sup>78</sup> Bijvoorbeeld via [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl).

toepassing zouden zijn.<sup>79</sup> Na de overheveling van de SER-Fusiecode naar de Wte 1995 en het Bte 1995 waren de Nederlandse biedingsregels van toepassing op openbare biedingen op effecten genoteerd aan Euronext of op effecten die geregeld werden verhandeld in Nederland (artikel 6a Wte 1995). De vraag wanneer sprake was van geregelde verhandeling, was nader uitgewerkt in de AFM Beleidsregel 01-01 Werkingssfeer OBE. Zie over de uitleg van 'geregelde verhandeling' ook paragraaf 5.1.

De aankondiging van het bod in mei 2002 was voor de AFM aanleiding onderzoek te doen naar de 'geregelde verhandeling' van aandelen Rhein in Nederland.<sup>80</sup> Omdat uit dit onderzoek bleek dat de aandelen Rhein via Nederlandse intermediairs jaarlijks enige malen per kwartaal werden verhandeld, oordeelde de AFM dat de Nederlandse biedingsregels van toepassing waren. Tegen het boetebesluit van de AFM voor het niet vooraf toesturen van het persbericht over de aankondiging van het bod, werd door Rhein en Berna beroep ingesteld bij de rechtbank Rotterdam. De rechtbank bevestigde in eerste instantie de boetebesluiten van de AFM en de wijze waarop de AFM 'geregelde verhandeling in Nederland' vaststelde.<sup>81</sup> In hoger beroep oordeelde het CBb echter dat een meer beperkte uitleg van 'geregelde verhandeling' moest worden toegepast, waarbij de AFM zou moeten onderzoeken of *vraag en aanbod geregeld in Nederland samenkomen*.<sup>82</sup> Het CBb meende ook dat partijen zelf moeten kunnen nagaan of sprake is van geregelde verhandeling omdat tegen overtredingen van artikel 6a Wte 1995 met punitieve sancties kan worden opgetreden.

Gevolg oordeel CBb

De uitspraak van het CBb heeft ertoe geleid dat de AFM de desbetreffende boetes heeft ingetrokken. De AFM heeft ook de Beleidsregel 01-01 Werkingssfeer OBE ingetrokken. Een aanpassing van de beleidsregel in navolging van de CBb-uitspraak werd niet meer zinvol geacht. Het onderdeel 'geregelde verhandeling' zou korte tijd later door de implementatie van de Overnamerichtlijn niet langer een grondslag zijn voor toepasselijkheid van de Nederlandse biedingsregels.<sup>83</sup> Met de Overnamerichtlijn is nu binnen Europa voorzien in een duidelijke verdeling ten aanzien van de vraag welke biedingsregels op een bod van toepassing zijn. Hierbij spelen uitsluitend nog de plaats van notering en de statutaire zetel van de doelvennootschap een rol.

#### ***IsoTis N.V. (2002/2006)***

Niet vooraf  
voorleggen  
persberichten

In de zaak betreffende het openbaar bod dat het Zwitserse Modex Thérapeutiques S.A (Modex) eind 2002 had uitgebracht op IsoTis N.V. (IsoTis), heeft de AFM in 2004 aan de bieder en de doelvennootschap elk afzonderlijk drie boetes opgelegd. Deze boetes zagen op het meerdere malen niet vooraf toesturen van persberichten, zoals destijds verplicht op grond van artikel 9v Bte 1995.

---

<sup>79</sup> Overigens waren de Duitse biedingsregels op dit bod niet van toepassing omdat de doelvennootschap haar statutaire zetel in Nederlandse had en de Duitse biedingsregels uitsluitend op vennootschappen met zetel in Duitsland van toepassing waren.

<sup>80</sup> Over het onderzoek dat de AFM uitvoerde in verband met 'geregelde verhandeling' zie ook paragraaf 5.1.

<sup>81</sup> Rechtbank Rotterdam van 1 juli 2004, LJN AQ1088.

<sup>82</sup> CBb van 1 november 2005, LJN AU5647

<sup>83</sup> De Overnamerichtlijn moest uiterlijk 20 mei 2006 in de lidstaten zijn geïmplementeerd. Het onderdeel 'geregelde verhandeling' is door de Tijdelijke Vrijstellingsregeling overnamebiedingen die op 20 mei 2006 in werking trad, komen te vervallen.



Persberichten dienden onder meer aan de AFM te worden toegestuurd wanneer het persberichten op grond van het toen geldende artikel 9b Bte 1995 betrof. Dat artikel verplichtte de bieder en de doelvennootschap tot het doen van een openbare mededeling ter zake van een (voorgenomen) openbaar bod zodra er, kort gezegd, sprake was van koersgevoelige informatie in verband met dat openbaar bod.<sup>84</sup>

Persberichten in na-aanmeldingstermijn

In de kern ging deze zaak over de vraag of de desbetreffende persberichten koersgevoelige informatie bevatten. Alleen in dat geval bestond de verplichting op grond van artikel 9v Bte 1995. Daarnaast speelde in deze zaak de vraag of ook tijdens de zogenoemde na-aanmeldingstermijn,<sup>85</sup> nog persberichten vooraf aan de AFM moesten worden toegestuurd. De na-aanmeldingstermijn was bestaande praktijk onder de SER-Fusiecode. In de Wte 1995 en het Bte 1995 was deze regeling niet opgenomen. Om de bestaande praktijk voort te kunnen laten bestaan, had de AFM in het begin van haar toezicht een interpretatie gepubliceerd. In deze interpretatie had de AFM aangegeven onder welke voorwaarden een na-aanmeldingstermijn mocht worden opengesteld, zonder dat de bieder opnieuw aan alle biedingsregels hoefde te voldoen. Feitelijk kwalificeerde deze termijn, naar mening van de AFM (en de rechter, zie hierna) immers als een nieuw openbaar bod.

Oordeel koersgevoelige informatie

De Rechtbank<sup>86</sup> en later ook het CBb<sup>87</sup> bevestigden het oordeel van de AFM dat alle drie de persberichten koersgevoelige informatie bevatten. Het eerste persbericht betrof bekendmaking van het besluit waarmee de bijzondere algemene vergadering van aandeelhouders van de bieder had ingestemd met de voor het bod noodzakelijke kapitaalsuitbreiding. Deze informatie zou naar mening van het CBb niet alleen aanzienlijke invloed op de koers van de bieder kunnen hebben, maar juist ook op de koers van de doelvennootschap. Het verweer dat de kapitaalsuitbreiding slechts één van de voorwaarden beschreven in het biedingsbericht was, ging naar mening van de rechter niet op. De rechter oordeelde dat de kapitaalsuitbreiding een essentiële voorwaarde betrof. Zonder de toestemming voor de kapitaalsuitbreiding had de bieder zijn bod niet gestand kunnen doen.

Gelijke verplichting in na-aanmeldingstermijn

Het tweede en derde persbericht dateerden beide van na de gestanddoening van het bod. Deze persberichten betroffen de na-aanmeldingstermijn. Het tweede persbericht zag op een correctie van het aantal aangemelde aandelen dat eerder openbaar was gemaakt, van boven de 95% naar rond de 90%. Onder meer omdat hiermee een uitkoopprocedure<sup>88</sup> voor de bieder nog niet mogelijk was, werd deze informatie door de rechter als koersgevoelige informatie in verband met het openbaar bod beschouwd. In het derde persbericht werd het moment van de notering van het nieuwe aandeel IsoTis S.A. aangekondigd. Ook dit feit beschouwde de rechter als koersgevoelige informatie. De rechter wees hierbij op de relevantie van deze informatie voor de aandeelhouders die tijdens de na-aanmeldingstermijn nog dienden te beslissen, of zij zich alsnog zouden gaan aanmelden.

---

<sup>84</sup> Letterlijk vereiste dit artikel een persbericht wanneer zich "een omstandigheid voordoet die ter bevordering van een gerechtvaardigde koersvorming van de door hen [de bieder en de doelvennootschap] uitgegeven effecten een openbare mededeling noodzakelijk maakt...".

<sup>85</sup> Tijdens een na-aanmeldingstermijn kan een bieder na de gestanddoening van zijn bod aandeelhouders die het bod nog niet hebben geaccepteerd de mogelijkheid bieden om het bod alsnog onder dezelfde voorwaarden te accepteren.

<sup>86</sup> Rechtbank Rotterdam 12 oktober 2005, NJN AU4623.

<sup>87</sup> CBb 12 september 2006, LJN AY8029.

<sup>88</sup> Artikel 2:92a BW.

De Rechtbank en het CBb waren van oordeel dat de AFM het stellen van een na-aanmeldingstermijn terecht heeft aangemerkt als een nieuw openbaar bod en dat daarmee ook de biedingsregels in het Bte 1995 onverkort van toepassing waren. De interpretatie kon volgens de rechter niet als een beleidsregel worden aangemerkt, omdat deze niet op de daarvoor geldende wijze openbaar was gemaakt.<sup>89</sup> Zij kwalificeerde volgens de rechter als vaste gedragslijn omdat de AFM in de praktijk handelde conform deze interpretatie. De rechter toetste daarom de casus aan deze gedragslijn en concludeerde dat de persberichten als koersgevoelige informatie qualificeerden, zoals hierboven beschreven. Dit leidde volgens de rechter tot de conclusie dat de persberichten daarom vooraf aan de AFM hadden moeten worden toegestuurd.

De na-aanmeldingstermijn is inmiddels wettelijk geregeld. De wetgever heeft ter gelegenheid van de implementatie van de Overnamerichtlijn in het Bob de door de AFM gehanteerde gedragslijn vastgelegd in het huidige artikel 17 Bob.<sup>90</sup> De uitspraken hebben nog wel relevantie voor het oordeel van Rechtbank en CBb over kwalificatie van informatie, als koersgevoelige informatie.

#### ***NH Hoteles (2003/2007)***

Vooraf voorleggen  
standpuntbepaling

In juni 2003 had het Spaanse Grupo Investor Hesperia S.A. een vijandig partieel bod uitgebracht op het eveneens Spaanse NH Hoteles S.A. (NH Hoteles). NH Hoteles was zowel aan de Spaanse beurs en aan Euronext Amsterdam genoteerd. Om die reden waren op dit bod zowel de Nederlandse als de Spaanse biedingsregels van toepassing. NH Hoteles had haar standpunt over het bod, waarin de Raad van Bestuur zich uitsprak tegen het (vijandige) bod, aan Euronext Amsterdam toegestuurd. Euronext had dit bericht via haar website openbaar gemaakt. De doelvennootschap NH Hoteles had aangegeven tot publicatie van haar standpuntbepaling over te zijn gegaan in verband met de Spaanse beursregels, en na overleg met de Spaanse toezichthouder.

De AFM heeft hierop twee boetes opgelegd aan NH Hoteles: enerzijds voor het niet via een persbericht in Nederland publiceren van haar standpuntbepaling en anderzijds voor het niet tijdig vooraf aan de AFM toesturen van deze standpuntbepaling op grond van artikel 9v Bte 1995. Onder het Bte 1995 moest een standpuntbepaling via een advertentie in een landelijk verspreid dagblad openbaar worden gemaakt. Omdat het standpunt in verband met de Spaanse regels in casu vroegtijdig bekend werd, concludeerde de AFM dat deze koersgevoelige informatie onverwijld via een persbericht in Nederland openbaar had moeten worden gemaakt. Daarmee had het persbericht ook, zoals elk persbericht, tijdig vooraf aan de AFM moeten worden gestuurd. Enige tijd na boeteoplegging zijn deze boetes door de AFM gepubliceerd.

Zowel de rechtbank Rotterdam<sup>91</sup> als het CBb<sup>92</sup> bevestigde het oordeel van de AFM ten aanzien van de overtreden biedingsregels. De rechtbank oordeelde dat de overtreding van twee

---

<sup>89</sup> De interpretatie over de na-aanmeldingstermijn was op 26 augustus 2002 slechts op de AFM-website gepubliceerd.

<sup>90</sup> Ook in de Nota van toelichting bij artikel 17 Bob is aangegeven dat de na-aanmeldingstermijn strikt genomen een nieuw openbaar bod betreft.

<sup>91</sup> Rechtbank Rotterdam 24 april 2004, LJV AW9642.

<sup>92</sup> CBb van 26 juni 2007, LJV BA8753.

Geen dubbele  
bestrafing

biedingsregels door één handelingscomplex, bij het vaststellen van de hoogte van de twee boetes, tot halvering van het totale bedrag moest leiden. Verder ging de rechtbank in op het argument van NH Hotels dat zij door de publicatie van de boetes in feite twee keer was bestraft. De rechtbank oordeelde hierover dat een publicatie van boeteoplegging het oogmerk en karakter heeft van een waarschuwing aan het publiek en niet van een bestrafing. Het CBb sprak zich in hoger beroep vervolgens niet meer inhoudelijk uit over het vraagstuk van dubbele bestrafing. Dit, op grond van een formele redenering: het CBb had alleen te oordelen over de bestreden boetebesluiten en daarin werd niets besloten over publicatie van de boetes. Het CBb bevestigde wel dat de bevoegdheid van de AFM om de boetes op te leggen niet achteraf is komen te vervallen, door publicatie van de boetes.

De wettelijke bepaling voor publicatie van een boete is door de komst van de Wft gewijzigd.<sup>93</sup> De vraag in hoeverre de AFM over mag gaan tot publicatie van een boetebesluit en of publicatie een bestraffend karakter heeft, is nog ongewijzigd actueel. Onder de huidige regels dient een boetebesluit van 'zware overtredingen' in principe steeds openbaar te worden gemaakt door de AFM. Dit mag niet wanneer hiertegen binnen vijf werkdagen na oplegging van de boetes, voorlopige voorzieningen zijn verkregen.

#### **Hunter Douglas N.V. (2005)**

Partieel tenderbod

Het openbaar bod op Hunter Douglas N.V. (Hunter Douglas) in 2005, zoals eerder aan de orde was in paragraaf 2.2, was een partieel bod. Het betrof een partieel bod in de vorm van een tenderbod.<sup>94</sup> De bieder, oprichter, meerderheidsaandeelhouder en bestuurder van Hunter Douglas, de heer Ralph Sonneberg<sup>95</sup> had voorafgaand aan het bod zijn kapitaalbelang aanzienlijk terug gebracht.<sup>96</sup> Hierdoor meende hij gebruik te kunnen maken van het tenderbod.

Minderheidsaandeelhouder Franklin Templeton Investment Funds en andere aan haar gelieerde ondernemingen (Franklin) waren tegen het voornemen om een tenderbod uit te brengen in actie gekomen. Franklin had de AFM gevraagd maatregelen te nemen tegen het voorgenomen tenderbod. Naar mening van Franklin was de uitgifte van cumulatief preferente aandelen een kunstgreep om een tenderbod mogelijk te maken. Franklin meende dat een tenderbod uitsluitend bedoeld was om de verkrijging van een strategisch minderheidsbelang te faciliteren. In haar antwoordbrief liet de AFM aan Franklin weten dat zij geen overtreding van de biedingsregels had geconstateerd en dat zij dus geen aanwijzing of andere maatregelen kon opleggen. De AFM meende dat dit geen besluit was.

---

<sup>93</sup> Ten tijde van deze uitspraak was publicatie van de boetes gebaseerd op artikel 48m Wft 1995. Sinds de implementatie van de Overnamerichtlijn gelden voor publicatie van boetes de artikelen 1:97 en 1:98 Wft. Voor het niet tijdig publiceren van koersgevoelige informatie in verband met een openbaar bod is sprake van een boete in de categorie 3 waarvoor de AFM in beginsel na vijf werkdagen tot publicatie van de boete dient over te gaan. Voor overtreding van de overige biedingsregels uit het Bob geldt dat de boete gepubliceerd wordt na dat zij rechtens onaantastbaar is geworden.

<sup>94</sup> Dit bod was zelfs het enige tenderbod sinds de invoering van de tenderbodregels in de SER-Fusiecode in 1990.

<sup>95</sup> Via het biedingsvehikel Bergson Holding N.V.

<sup>96</sup> De heer Sonneberg beschikte, zoals nader beschreven in paragraaf 2.2, bij aanvang van het bod over 78% van het geplaatste kapitaal en bijna evenveel stemrechten. Voor aanvang van het bod werden cumulatief preferente aandelen uitgegeven aan ING. Deze aandelen hadden een nominale waarde per aandeel die 125 maal groter was dan de nominale waarde van de gewone aandelen. Op deze wijze bracht de heer Sonneberg zijn belang vóór het bod terug tot 22% kapitaalbelang. Onder de op dat moment geldende biedingsregels (artikel 9I lid 5 Bte 1995) kon de bieder onder een tenderbod niet meer dan 30% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verwerven.

Bij de inhoudelijke behandeling van de zaak heeft het CBb het besluit van de AFM inhoudelijk bevestigd, namelijk dat de destijds geldende bepalingen inzake het tenderbod geen andere interpretatie toelieten dan een letterlijke lezing van deze bepalingen. Hierdoor was uitsluitend het kapitaalbelang relevant voor de beoordeling of een tenderbod was toegestaan. Het CBb zag in de brief van Franklin echter wel een verzoek aan de AFM om gebruik te maken van haar bevoegdheden om een situatie te voorkomen die in strijd zou zijn met wettelijke voorschriften. De afwijzende reactie van de AFM bevatte naar het oordeel van het CBb een besluit (in de zin van de Awb), waarbij beroep bij het CBb voor Franklin open stond.

Deze uitspraak van het CBb heeft de toezichtpraktijk van de AFM beïnvloed. Ook wanneer de AFM oordeelt dat geen biedingsregels zijn overtreden en zij dus niet bevoegd is om maatregelen te nemen, moet de AFM rekening houden met de mogelijkheid dat haar schriftelijke mededeling hierover aan de partijen bij een bod - die om een maatregel hadden verzocht - door het CBb kan worden beoordeeld als een besluit.

#### ***Koninklijke Begemann Groep (2005/2006)***

Aandelen van een derde in ruil

Het bod van Sivex Agro N.V. (Sivex, de bieder) op Koninklijke Begemann Groep N.V. (Begemann) betrof een ruilbod (voor het overgrote gedeelte). De bijzonderheid daarbij was dat het niet de effecten van de bieder waren die in ruil werden aangeboden, maar aandelen van een derde partij: Tulip Computers N.V. (Tulip). Tulip was niet als partij betrokken bij het bod. Wel was Begemann aandeelhouder in Tulip met een belang van circa 60%. Het actief van Begemann bestond vrijwel uitsluitend uit dit belang in Tulip.

In december 2005 had Sivex het bod op Begemann uitgebracht. De aanmeldingstermijn van dit bod liep van 2 tot en met 27 december 2005. In deze periode hebben twee grootaandeelhouders van Begemann zich, kort voor de kerst, tot de AFM gewend. De aandeelhouders verzochten om een aanwijzing aan de bieder en Begemann om hen te verplichten alle relevante gegevens over het vermogen en de resultaten van Tulip te verstrekken. Daarnaast verzochten deze aandeelhouders de AFM de bieder een aanwijzing te geven om de lopende aanmeldingstermijn te verlengen.

Beide verzoeken heeft de AFM op 23 december 2005 afgewezen omdat naar mening van de AFM geen grondslag bestond voor het geven van een aanwijzing. De biedingsregels verplichtten de bieder en Begemann niet tot het verstrekken van (financiële) informatie over Tulip nu deze een derde partij was. Hierdoor concludeerde de AFM dat geen biedingsregels waren overtreden. De AFM had er overigens wel voor gezorgd dat in het biedingsbericht algemeen beschikbare informatie over Tulip was opgenomen.

Op tweede kerstdag, 26 december 2005, hebben de desbetreffende aandeelhouders bij het CBb een voorlopige voorzieningenprocedure tegen de AFM ingesteld. Partijen beoogden hiermee een verlenging van de aanmeldingstermijn af te dwingen. Begemann en de bieder waren hierbij partij. De voorzieningenrechter<sup>97</sup> besloot tot verlenging van de aanmeldingstermijn tot het moment waarop uitspraak in de bodprocedure zou worden gedaan. Hierbij overwoog de voorzieningenrechter dat gestanddoening van het bod tot een onevenredig nadeel zou leiden voor de aandeelhouders (de aanmeldingstermijn eindigde op de dag waarop de

---

<sup>97</sup> CBb 27 december 2005, LJN AU9138.

behandeling in kort geding plaatsvond, namelijk 27 december 2005 om 15.00). De rechter gaf daarbij aan dat het niet uit te sluiten viel dat de biedingsregels de mogelijkheid zouden geven om aanvullende informatie over Tulip te eisen.

De uitspraak van het CBb in de bodemprocedure kwam op 5 januari 2006.<sup>98</sup> In haar uitspraak bevestigde het CBb de zienswijze van de AFM. Het biedingsbericht bevatte de informatie die op grond van de biedingsregels was vereist. Het CBb oordeelde dat daarbuiten geen ruimte was voor de AFM om aanvullende informatie te eisen. Het CBb bevestigde dat de bepalingen over de inhoud van het biedingsbericht zien op (financiële) gegevens van de doelvennootschap en niet tevens op gegevens van een vennootschap waarin de doelvennootschap een, al dan niet substantieel, belang heeft. Het CBb woog in haar uitspraak ook mee dat op verzoek van de AFM in het biedingsbericht wel de algemeen beschikbare informatie over Tulip was opgenomen. De AFM had daarom naar de mening van het CBb terecht geconcludeerd dat zij geen aanwijzing zou kunnen geven zoals de aandeelhouders hadden verzocht.

Wijziging in de  
biedingsregels

Het bod op Begemann was het eerste en enige bod waarin de in ruil aangeboden effecten niet effecten waren in de bieder zelf maar effecten in een derde vennootschap welke niet bij het bod betrokken was. Dit voorbeeld heeft er toe geleid dat in de huidige Bijlage F bij het Bob specifieke inhoudsvereisten zijn opgenomen voor een ruilbod waarbij in ruil effecten van een derde vennootschap worden aangeboden. Op grond van bijlage F moet voor een dergelijk bod onder meer informatie worden opgenomen over het vermogen en de resultaten van de derde vennootschap en governance informatie.

#### **Koninklijke Numico N.V. (2007/2010)<sup>99</sup>**

Lekken van KGI  
voorafgaand aan  
bod

In juli 2008 heeft de AFM een boete van Euro 96.000 opgelegd aan Koninklijke Numico N.V. (Numico) voor het niet tijdig publiceren van koersgevoelige informatie over een mogelijk openbaar bod, toen de desbetreffende informatie 'gelekt' was.

De AFM meende dat bekendheid met het stadium van onderhandelingen met Groupe Danone S.A. (Danone) over een mogelijk openbaar bod begin juli 2007 koersgevoelige informatie opleverde. Door het koersverloop van haar aandeel had Numico in de ochtend van 9 juli 2007, naar het oordeel van de AFM direct een persbericht moeten uitbrengen. Het koersverloop en de berichtgeving op de newswire's had voor Numico aanleiding moeten zijn te concluderen dat de vertrouwelijkheid van de koersgevoelige informatie niet langer gewaarborgd was. Daardoor had zij moeten vaststellen dat haar recht om de publicatie van de koersgevoelige informatie uit te stellen was vervallen. Numico publiceerde echter pas aan het einde van de dag - nadat de AFM de handel had laten stilleggen - een persbericht. In dat persbericht kondigden Numico en Danone gezamenlijk aan dat zij voorwaardelijke overeenstemming over een openbaar bod hadden bereikt. Numico had daarmee naar mening van de AFM artikel 5:59 Wft<sup>100</sup> overtreden.

Publicatie boete

Onder de Wft moet een boete voor een zogenaamde zware overtreding onmiddellijk gepubliceerd worden (artikel 1:97, tweede lid, Wft), dat wil zeggen vijf werkdagen na

<sup>98</sup> CBb 5 januari 2006, LJN AU9145.

<sup>99</sup> In afwijking van wat in de inleiding bij 6.1 is vermeld, ziet dit jaartal nog niet op de uitspraak in hoogste instantie. Tegen de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam is hoger beroep ingesteld bij het CBb. Numico heeft de AFM toestemming gegeven om het feit dat in deze zaak beroep is ingesteld, te mogen vermelden in dit rapport.

<sup>100</sup> Inmiddels artikel 5:25i Wft.

bekendmaking van het besluit. Numico had bezwaar gemaakt tegen de boete en bij de Rechtbank Rotterdam een voorlopige voorziening gevraagd tegen de publicatie van de boete. De voorzieningenrechter heeft geoordeeld<sup>101</sup> dat de AFM het boetebesluit openbaar kon maken. Het boetebesluit is via de website van de AFM gepubliceerd.<sup>102</sup>

#### Oordeel KGI

Met de AFM was de voorzieningenrechter van mening dat Numico voorafgaande aan 9 juli 2007 beschikte over koersgevoelige informatie (KGI). De voorzieningenrechter kwam vervolgens toe aan de vraag of de drie cumulatieve voorwaarden voor het mogen uitstellen van de publicatie van KGI, vervuld waren. Opmerkelijk was daarbij dat de voorzieningenrechter de voorwaarde dat de vertrouwelijkheid gewaarborgd moest zijn, zoals deze in artikel 14 lid 2 Besluit Marktmissbruik Wft was geformuleerd, in het kader van de rechtszekerheid letterlijk toepaste. De voorzieningenrechter oordeelde dat als de uitgevende instelling de nodige maatregelen had genomen om de vertrouwelijkheid van de KGI te waarborgen, er dan geen verplichting bestond een persbericht te publiceren.

De AFM meende dat artikel 14 lid 2 in het licht van de Nota van toelichting bij dit artikel<sup>103</sup> en in het licht van de Richtlijn Marktmissbruik moest worden gelezen. Het standpunt van de AFM was daarom dat opvallende koersbewegingen aanleiding moesten zijn om te concluderen dat de vertrouwelijkheid van KGI niet langer gewaarborgd was. Daarbij maakte het niet uit welke maatregelen de uitgevende instelling had genomen en door wie de informatie daadwerkelijk was 'gelekt'.

Dit verschil in de lezing van de derde voorwaarde voor uitstel leidde in casu overigens niet tot een andere uitkomst ten aanzien van het boetebesluit. De voorzieningenrechter oordeelde namelijk dat Numico niet voldoende maatregelen had genomen om de vertrouwelijkheid te waarborgen.

De uitspraak was echter voor het toezicht van de AFM zeer relevant. Wanneer de tekst van artikel 14 lid 2 Besluit marktmissbruik Wft letterlijk diende te worden toegepast, zou een situatie kunnen ontstaan waar de AFM bij 'lekkers' van KGI niet voor de nodige informatiegeheimhouding in de markt zou kunnen zorgen. Niet veel later heeft de wetgever de tekst van artikel 14 Besluit marktmissbruik Wft<sup>104</sup> verduidelijkt om aan te geven dat in het geval van lekken van KGI de plicht tot onverwijld openbaarmaking gewoon weer geldt, ook wanneer door de uitgevende instelling maatregelen zijn getroffen om de geheimhouding te waarborgen.

#### Bodemprocedure

Ook in de bodemprocedure was de Rechtbank Rotterdam<sup>105</sup> met de AFM van oordeel dat de stand van de onderhandelingen tussen Numico en Danone op maandag 9 juli 2007 van zodanige aard was dat sprake was van KGI. In het weekeinde voorafgaande aan 9 juli 2007 lag bij Numico een uitdrukkelijk verzoek van Danone om tot besprekingen te komen met het oog op een openbaar bod. Danone had daarin haar initiële voorstel om Euro 51 per aandeel te bieden verhoogd tot Euro 53 en de Raad van Commissarissen (RvC) van Numico had 'groen licht'

---

<sup>101</sup> Voorzieningenrechter Rechtbank Rotterdam 3 september 2008, LJV BF1175.

<sup>102</sup> Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2008/sep/boete-numico.aspx>.

<sup>103</sup> Kamerstukken II, 2004-2005, 29 827 nr. 7, p. 11.

<sup>104</sup> Deze bepaling is nu opgenomen in artikel 4 van het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.

<sup>105</sup> Rechtbank Rotterdam 22 juli 2010, LJV BN 2146.

gegeven om onderhandelingen aan te gaan, waarbij een ondergrens van Euro 55 per aandeel was aangegeven.

Deze omstandigheden in onderling verband achtte de rechtbank voldoende concreet. Daaraan deed naar mening van de rechtbank niet af dat Danone zich in 2003 tijdens eerdere onderhandelingen had teruggetrokken. Ook de omstandigheid dat Numico tijdens de onderhandelingen geen exclusiviteit aan Danone had verleend en er op 9 juli 2007 nog over enige andere punten dan de prijs moest worden onderhandeld, stond hieraan naar het oordeel van de rechtbank niet in de weg. Vervolgens kwam de rechtbank tot een ander oordeel dan de voorzieningenrechter voor wat betreft artikel 14 Besluit marktmisbruik Wft. De Rechtbank oordeelde dat de uitstelvoorwaarde van 'vertrouwelijkheid gewaarborgd' niet een inspanningsverplichting behelst maar dat de plicht tot onverwijld openbaarmaking herleeft als de vertrouwelijkheid van de informatie niet langer gewaarborgd is. Het koersverloop van het aandeel Numico in de ochtend van 9 juli 2007 in combinatie met de KGI waarover Numico beschikte, maakten het naar het oordeel van de Rechtbank voldoende aannemelijk dat de vertrouwelijk van de KGI die ochtend niet langer was gewaarborgd.

Voor de AFM is dit een belangrijke uitspraak voor de invulling van de norm voor koersgevoelige informatie voorafgaande aan een bod die publicatie noodzakelijk maakt. De uitspraak is echter, zoals eerder vermeld, nog niet definitief nu in deze zaak hoger beroep is ingesteld.

## 6.2 Toezicht getoetst voor de Tweede Kamer door evaluatie overname ABN AMRO

In een motie van 20 november 2007, ingediend door de leden van de Tweede Kamer Blanksma en Weekers, werd verzocht om een externe evaluatie van het overnameproces rond ABN AMRO Bank N.V., bij zowel de Minister van Financiën, DNB als de AFM. In 2008 is vanwege die motie de rol van de AFM in dit proces onderzocht. Het onderwerp van het onderzoek betrof (voor zover het de AFM aanging): het toezicht op het overnameproces zoals dat op basis van de Wte 1995 gedurende de onderzoeksperiode (10 maart 2007 tot en met 10 oktober 2007) werd uitgeoefend door de AFM. De onderzoekers<sup>106</sup> waren gevraagd de volgende drie vragen te beantwoorden:

1. Welke (wettelijke) instrumenten stonden de Minister van Financiën en de financiële toezichthouders ter beschikking om te interveniëren tijdens het overnameproces?
2. Hebben de Minister van Financiën en de financiële toezichthouder bij hun toezicht op het overnameproces deze instrumenten juist en volledig toegepast?
3. Zijn er tekortkomingen te identificeren in het overnameproces, en zo ja, op welke wijze had de overheid anders kunnen handelen, gegeven het beschikbare overheidsinstrumentarium, om deze tekortkomingen te mitigeren?

Onderzoeksvragen

Geen tekortkomingen

De onderzoekers kwamen, ten aanzien van het optreden van de AFM, tot de volgende conclusies (iets verkort weergegeven)<sup>107</sup>:

<sup>106</sup> *Mevrouw mr. C.W.M. Lieverse en de mr. heer P.E.B. Corten, beiden werkzaam bij Loyens & Loeff N.V.*

<sup>107</sup> *Brief van 2 september 2008 van de Minister van Financiën aan de voorzitter van de Tweede Kamer, Vergaderjaar 2007-2008, 31052 nr. 14. Het evaluatierapport is ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt van de Tweede Kamer.*

- *Binnen het kader van het aan de AFM uit hoofde van de Biedingsregels beschikbare toezichtinstrumentarium zijn geen tekortkomingen geconstateerd in het optreden van de AFM in het Overnameproces.*

*Naar het oordeel van de onderzoekers heeft de AFM binnen de kaders van de Biedingsregels, op juiste wijze toezicht gehouden op de naleving van die regels door de in het Overnameproces betrokken partijen, waaronder met name Barclays, het Consortium en ABN AMRO. Daarbij heeft de AFM ook voldoende oog gehad voor doel en strekking van de Biedingsregels, meer in het bijzonder het bevorderen van (i) een zo strak mogelijke tijdsplanning en doorlooptijd van het Overnameproces en (ii) transparantie en een eerlijke informatievoorziening over het Overnameproces en (iii) een level playing field in de bestuursrechtelijke zin (i.e. in gelijke gevallen op gelijke wijze handhavend optreden, en toezicht- en handhavinginstrumenten op consistente wijze inzetten).*

#### Kanttekening

De onderzoekers hadden wel de volgende kanttekening:

- *Wij hebben met betrekking tot het optreden van de AFM in het Overnameproces geen tekortkomingen geconstateerd. Wel plaatsen wij de volgende kanttekening:*

*Met betrekking tot de publicatie van 13 augustus 2007 heeft de AFM aangegeven dat zij tijdens het Overnameproces geen formele stappen heeft ondernomen richting het Consortium om hen te verzoeken de door hen in ABN AMRO verrichte transacties en opgebouwde belangen publiek bekend te maken. Het Consortium heeft op 13 augustus 2007 zelf zijn verantwoordelijkheid genomen en besloten een melding en een persbericht ten aanzien van het opgebouwde belang uit te brengen. Wel heeft de AFM naar eigen zeggen uit hoofde van haar andere toezichtstaken (toezicht naleving hoofdstuk 5.3 Wft en toezicht naleving marktmisbruikregelgeving) toezicht gehouden op de transacties die door het Consortium in ABN AMRO effecten zijn verricht; laatstgenoemde toezichtstaken vallen echter buiten de reikwijdte van ons Onderzoek. In haar toezicht op de naleving van de regels ter bevordering van transparantie en een eerlijke informatievoorziening, had de AFM naar ons oordeel over het door het Consortium tijdens het Overnameproces opgebouwde belang in ABN AMRO van 3,25 procent (stemrechten), op basis van de bij haar bekende gegevens (ten gevolge van door het Consortium aan de AFM verrichte meldingen) direct en eigenstandig van het Consortium moeten verlangen dat een publieke mededeling werd verricht over het opgebouwde belang. Immers, in een proces waarbij sprake is van twee concurrerende biedingen kan redelijkerwijs worden aangenomen dat het enkele feit dat één van de bieders zijn aandelenposities in de doelvennootschap uitbreidt, voor de aandeelhouders in die doelvennootschap als koersgevoelige informatie kwalificeert, zodat die informatie dus op basis van de Biedingsregels onverwijld moet worden gepubliceerd.*



## Reactie AFM

De AFM meent dat de in het kader van artikel 9b lid 3 Bte 1995 verrichte meldingen,<sup>108</sup> niet zonder meer en altijd koersgevoelige informatie betreffen. De AFM kijkt hierbij ook naar de keuze van de wetgever in de biedingsregels om niet elke melding publiek te laten maken en daarnaast naar de drempels waarvoor de wetgever heeft gekozen onder de meldingsverplichtingen van stemrecht en kapitaalbelang onder artikel 5:38 Wft. Naar het oordeel van de AFM hangt het van de omstandigheden van het geval af of gemelde transacties en overeenkomsten voor partijen aanleiding moeten geven tot een onverwijld publicatie. Om die reden houdt de AFM de markt nauwlettend in de gaten. Wanneer zich omstandigheden voordoen waarvan de AFM vermoedt dat deze duiden op koersgevoelige informatie waarvoor mogelijk een persbericht is vereist, neemt de AFM contact op met partijen. Wanneer partijen daarop zelf besluiten de desbetreffende informatie in een persbericht openbaar te maken, bestaat voor de AFM geen reden meer voor bijvoorbeeld het geven van een aanwijzing.

## Suggesties voor wetswijzigingen

Daarnaast hadden de onderzoekers, hoewel niet direct onderdeel van de onderzoeksvraag, nog enkele opmerkingen ten aanzien van de biedingsregels. De onderzoekers hadden enkele suggesties voor aanpassing van de biedingsregels. De voorstellen zagen vooral op aanpassingen op de biedingsregels in verband met concurrerende biedingen, te weten:

- Een voorstel met betrekking tot informatievoorziening door de doelvennootschap jegens een concurrerende bidder. Dit voorstel noemde onder meer een verplichting voor de doelvennootschap om alle concurrerende bidders dezelfde informatie te verschaffen (toegang tot de 'due diligence dataroom').
- Een voorstel met betrekking tot de aankondiging van een concurrerend bod met als oogmerk om te bewerkstelligen dat aandeelhouders de feitelijke mogelijkheid krijgen om een keuze te maken tussen de concurrerende biedingen. De onderzoekers hadden hierbij voor ogen dat voor een lopend bod in de wet een uiterlijke termijn zou worden opgenomen waarbinnen eventuele concurrerende bidders zich nog zouden kunnen melden met hun bod.
- Een voorstel voor synchronisatie van de aanmeldingstermijnen voor concurrerende bidders. Dit voorstel gaat in op de thans geldende regels waarbij voor elk (concurrerend) bod eigen termijnen gelden (voor elk individueel bod gelijk). Hierdoor zal de laatste concurrerende bidder in het algemeen in het voordeel zijn. Deze kan bij aanvang een hogere prijs bieden dan de overige bidders. Daarnaast kan deze laatste bidder een aanmeldingstermijn kiezen die nog voortduurt nadat de aanmeldingstermijnen van de overige bidders zijn afgelopen. Zodat wanneer één van de andere bidders besluit zijn bod te verhogen, wat onder de huidige regels éénmaal kan, de laatste concurrerende bidder alsnog het laatste woord kan hebben om ook diens bod te verhogen en diens aanmeldingstermijn daarbij te verlengen. De onderzoekers meenden dat dit hiaat in de wetgeving moet worden gedicht.
- Een voorstel voor publicatieverplichtingen met betrekking tot transacties in effecten van de doelvennootschap. De onderzoekers stelden voor om in de biedingsregels een verplichting op te nemen waarbij in het kader van een openbaar bod – vanaf de drempel van 3 procent kapitaalbelang of stemrecht – iedere wijziging van ten minste 1 procent meldingsplichtig wordt.

---

<sup>108</sup> Vergelijk artikelen 5 lid 4 en 13 Bob. Vergelijk ook het Voorstel van Wet Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, TK 32 014.

### 6.3 Toezicht getoetst door marktpartijen in consultatiereacties ‘marktmeester’

Het Ministerie van Financiën heeft in het najaar 2008 haar voorstellen betreffende het thema “Marktmeester” geconsulteerd. Deze openbare consultatie kwam in reactie op een aantal overnames die in Nederland hadden plaatsgevonden en naar aanleiding waarvan de vraag was gerezen, of Nederland een marktmeester naar Engels model nodig zou hebben (zie ook paragraaf 2.1). Op 2 september 2009 heeft de Minister in een brief aan de Tweede Kamer verslag gedaan van de resultaten van die consultatie. De voornaamste conclusie was dat het thans bestaande Nederlandse systeem met de AFM en de Ondernemingskamer volstaat en de introductie van een marktmeester niet noodzakelijk is. Een zekere verbetering van de biedingsregels achtte de Minister wel wenselijk. De Minister deed daartoe een aantal voorstellen voor aanpassing van de biedingsregels, zoals de introductie van een ‘put-up-or-shut-up-regeling’.

Conclusie  
consultatie

Uit de openbare consultatiereacties kwam duidelijk naar voren dat men over het algemeen tevreden was over de rol van de AFM. Eveneens was men tevreden over de verdeling van bevoegdheden tussen AFM en Ondernemingskamer. De reacties bevatten wel aanbevelingen op welke punten de biedingsregels en/of het toezicht verbeterd zouden kunnen worden. Ook om die reden heeft de AFM de reacties met veel belangstelling gelezen en als ‘feedback’ opgevat.

Consultatiereacties

Een belangrijke opmerking uit de consultatiereacties, die de AFM eerder al van andere marktpartijen had vernomen, was voor de AFM aanleiding om nog meer pro-actief naar mogelijkheden te zoeken om nog meer guidance te kunnen geven. Het betreft het verzoek om meer guidance te geven aan marktpartijen door middel van publicatie van standpunten en interpretaties. De AFM begreep dat marktpartijen behoefte hadden aan duidelijkheid over de wijze waarop zij invulling geeft aan de biedingsregels. De markt verwees naar de geanonimiseerde uitspraken welke de SER-Fusiecommissie openbaar maakte. De AFM is echter als bestuursorgaan gehouden aan geheimhouding en daardoor beperkt in haar mogelijkheden tot publicatie. De AFM diende te voorkomen dat haar standpunten of interpretaties herleidbaar zouden zijn tot specifieke overnamedossiers. In 2008 en 2009 zijn daarom een aantal interpretaties gepubliceerd die regelmatig terugkerende vraagstukken betroffen.

Rol extern advies

In veel van de consultatiereacties van marktpartijen werd gevraagd om meer betrokkenheid van de Commissie Kapitaalmarkt of een daarmee vergelijkbare klankbordgroep gedurende lopende biedingsdossiers. Een dergelijk ‘Takeover Panel’ met deskundigheid op het gebied van openbare biedingen zou de afdeling openbare biedingen in concrete dossiers adviserend kunnen bijstaan. Uiteraard zou moeten zijn gewaarborgd dat de leden van dit panel op korte termijn bijeen kunnen komen en niet geconfronteerd zijn door betrokkenheid met partijen bij de desbetreffende overname. Ook dit aspect uit de consultatiereacties heeft de AFM zich aangetrokken. De AFM heeft daarom bekeken in welke mate zij haar bestaande praktijk van overleg met de Commissie Kapitaalmarkt verder zou kunnen versterken. De Commissie komt gemiddeld drie keer per jaar bijeen. De commissieleden worden tijdens de vergadering geïnformeerd over de lopende en afgeronde biedingen. Bijzonderheden die in de dossiers hebben gespeeld, zoals verleende ontheffingen, worden besproken. De afdeling openbare biedingen vraagt in de meeste gevallen over voorgenomen interpretaties of beleid vooraf advies

van de commissieleden. Ten aanzien van spoedeisende vraagstukken in lopende biedingsdossiers overlegt de afdeling openbare biedingen vooral met haar externe adviseur, Professor Marco Nieuwe Weme. Hij heeft de afdeling regelmatig op zeer korte termijn kunnen adviseren en hij is in die gevallen niet via partijen (adviseurs) of anderszins betrokken bij de specifieke overname.

#### Kritiekpunt

Een van de kritiekpunten waarin de AFM zich minder kon herkennen was dat een aantal respondenten aangaven meer behoefte te hebben aan 'horizontaal overleg' met de AFM over biedingssituaties. De respondenten vonden dat gedurende een overnameproces meer mogelijkheid tot dialoog over concrete vragen zou moeten bestaan. De AFM was en is van mening dat de mogelijkheid tot overleg wel degelijk bestaat. Allereerst biedt de AFM al in het begin van een (in voorbereiding zijnde) openbaar bod de mogelijkheid voor een gesprek met de AFM. Vrijwel steeds wordt hiervan ook gebruik gemaakt door de adviseurs van bidders en doelvennootschappen. Een dergelijke 'kick off meeting' is een goede gelegenheid kennis te maken met de medewerkers die bij de AFM aanspreekpunt zijn voor het specifieke dossier. Ook kunnen al in een vroeg stadium mogelijke knelpunten met de AFM worden besproken.<sup>109</sup> Vervolgens bestaat gedurende het overnameproces te allen tijde en op korte termijn de mogelijkheid tot overleg. Vanwege de dynamiek van een openbaar bod is de afdeling op alle uren van de dag en de week telefonisch bereikbaar. Vooral in de tijd, tot eind 2007, toen persberichten vooraf werden getoetst was het in veel grote overnames eerder regel dan uitzondering dat overleg plaats vond in de avond- en nachtelijke uren en vervolgens weer in de vroege ochtend, voor beurs.

De AFM moedigt partijen ook juist aan haar gedurende een overnametraject regelmatig bij het proces te betrekken, en niet alleen wanneer er een besluit van de AFM gevraagd wordt. De AFM volgt een overnameproces altijd nauwkeurig. De AFM merkt wel dat sinds de biedingsregels voor persberichten en de standpuntbepaling van de doelvennootschap niet langer voorzien in een beoordeling vooraf, de AFM hierdoor enigszins 'op afstand' is komen te staan. De AFM kan zich voorstellen dat marktpartijen wellicht mede door deze verandering in de regelgeving - en daarmee ook de praktijk - de indruk hebben gekregen dat niet altijd voldoende mogelijkheid tot 'horizontaal overleg' met de AFM zou bestaan.

#### Aanscherping biedingsregels

In het algemeen kwamen de respondenten tot de conclusie dat de biedingsregels aanscherping nodig hadden. De AFM zou beter toegerust moeten worden om een strak verlopend biedingsproces te kunnen regisseren. Er dienden meer en duidelijkere regels te komen voor concurrerende en vijandige biedingen. Daarbij onderkenden veel respondenten dat het inherent is aan de keuze voor een bestuursorgaan als toezichthouder op openbare biedingen, dat dit toezicht gebonden is aan haar formeel juridische grondslag. Dit kan wringen met het dynamisch proces dat een overname is. Ook de mogelijkheid van een rechterlijke toets van besluiten van de AFM of van vennootschapsrechtelijke procedures bij de Ondernemingskamer, kan tot gevolg hebben dat een overnameproces als minder voorspoedig wordt ervaren. Meerdere respondenten gaven in dat verband aan dat naar hun ervaring in recente biedingssituaties was gebleken dat zowel de Ondernemingskamer, het CBb als de AFM binnen enkele dagen in staat waren een uitspraak te doen in een spoedeisend biedingsgeschied.

---

<sup>109</sup> Zie paragraaf 3.2.

De uit de marktmeesterdiscussie resulterende wens voor aanscherping van de biedingsregels is inmiddels door het Ministerie van Financiën omgezet in concept wetgeving. Het voorstel voor een gewijzigd Bob is in juni 2010 met de markt geconsulteerd. De wijzigingen zullen naar verwachting in de zomer 2012 in werking treden.

**Mr. Jan Maarten Slagter - directeur Vereniging van Effectenbezitters (VEB)  
en mr. Niels Lemmers – Legal & Public Affairs VEB**

**'Van piketpaaltjes naar zorgen voor de toekomst en een voorstel tot verbetering'**

Toen op 5 september 2001 de nieuwe regeling betreffende openbare biedingen op effecten in werking trad, kwam daarmee een einde aan jarenlange zelfregulering. De SER-Fusiecode werd overgeheveld naar het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 en *en passant* aangepast. De wettelijke grondslag werd neergelegd in de Wet toezicht effectenverkeer 1995. Een nieuw begin voor discussie over de regels bij openbare biedingen.

***Piketpaaltjes***

In de begintijd had de toenmalige Stichting Toezicht Effectenverkeer ('STE', nu de Autoriteit Financiële Markten ('AFM')) het vooral druk met de handhaving van het ordentelijk doorlopen van het toepasselijke biedingproces. De noodzaak van handhaving bleek in de eerste jaren veelvuldig. In 2002 speelde de overnamestrijd rond HBG en de vraag was wanneer gerechtvaardigde verwachting bestond dat een openbaar bod zou worden uitgebracht, of beter gezegd 'ontstond'. Tegenwoordig kennen we hiervoor het begrip 'voorwaardelijke overeenstemming'. Ook de overname van het Nederlandse Rheinbiotech N.V. door Berna Biothec AG uit Zwitserland leidde tot mooie rechtsvragen over de extraterritoriale werking van de Nederlandse biedingsregels. De 'geregelde verhandeling', een begrip uit inmiddels vervlogen tijden, bracht uitkomst. De Nederlandse biedingsregels waren van toepassing op een Zwitsers-Duitse overname op een in Nederland gevestigde vennootschap met een Duitse beursnotering.

Als kroon op het ontginningswerk van de STE mag het optreden tegen de spookbieding op Haslemere N.V. door de besloten vennootschappen Allbubbles en Oxygen Center worden genoemd. De toezichthouder is destijds pal gaan staan voor de inhoud en vereisten van de eerste openbare mededeling bij een openbaar bod. Met name deze mededeling vormt een cruciaal onderdeel van het biedingtraject voor effectenbezitters, omdat partijen hiermee voor de eerste maal in de openbaarheid treden over het in voorbereiding zijnde openbare bod. Op 20 maart 2002 kondigen de luchtproducten via de media aan een concurrerend openbaar bod voor te bereiden op Haslemere. Een volslagen verrassing voor de gehele financiële markt, de STE inclusief. Dat persbericht was niet tijdig voorgelegd en vermeldde bovendien niet correct welke rechtspersonen verantwoordelijk waren voor het voorgenomen openbaar bod. Tevens waren partijen niet op de daartoe geëigende wijze in overleg getreden met Haslemere. De overtreding van meerdere biedingregels leidde uiteindelijk tot forse boetes die ook na rechterlijke toetsing overeind bleven. Datzelfde gold voor de andere twee zaken. De piketpaaltjes waren gezet.

***Aanscherpen***

Vervolgens brak een periode aan van inhoudelijke aanscherping van de biedingregels. Effectenbezitters zijn tevens meer gebruik gaan maken van de hen geboden mogelijkheden.

Daardoor zijn discussies ontstaan over het begrip 'acting in concert', heeft de AFM de beleidsregels 'Polsen van grootaandeelhouders' ontwikkeld – welke tegenwoordig valt onder het kader 'one-on-ones' binnen het marktmisbruikregime - en gingen effectenbezitters en bidders bepaalde onduidelijkheden uit de biedingregels voor de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam ('OK') uitvechten. Bidders bleken creatief in het omzeilen van bijvoorbeeld het voorschrift voor slechts een eenmalige verhoging van de biedprijs om zo hun bod te laten slagen. Een inspanning die door menig effectenbezitter wordt gewaardeerd. De beperking van het eenmalig verhogen van de biedprijs, die voortvloeit uit het Besluit Openbare Biedingen, staat op de nominatie geschrapt te worden. Dat is een verbetering van het biedingproces. Effectenbezitters kunnen dan zelf met de bidder in onderhandeling treden over een redelijke prijs voor hun effecten, in plaats van dat ze moeten vertrouwen op de inzet van het bestuur van de doelvennootschap een beste prijs af te dwingen. Aan die inzet is in het verleden meermalen oprecht getwijfeld.

### ***Verplicht bod***

Daarnaast is in 2007 de verplicht bod regeling ingevoerd. Een geheel nieuw spectrum van regels, kansen en moeilijkheden is daardoor ontstaan. Vooral het begrip 'billijke prijs' wekt wrevel bij zowel bidders als effectenbezitters. De nieuwe regeling van art. 5:80a en 80b Wet op het financieel toezicht is bij de OK getest in de zaak Schuitema en blijkt onvoldoende doordacht door de wetgever. Hetzelfde geldt voor de voorgestelde nieuwe vrijstellingsregeling waarin de vrijstelling voor het verplicht bod bij vrijwillig verkregen overwegende zeggenschap niet wordt beperkt tot de gevallen waarin een billijke prijs is betaald. Door gebruik te maken van uitzonderlijke marktomstandigheden en/of (niet kenbare) cash settlement derivatenposities, kan een bidder een geslaagd openbaar bod uitbrengen en daarmee overwegende zeggenschap verkrijgen tegen een kunstmatig lage prijs zonder minderheidsaandeelhouders een reële exit te bieden. Deze ongewenste situatie moet worden tegengegaan door een beperking van de vrijstelling.

### ***Zorgen***

Een van de grootste zorgen voor de toekomst is de positie van de achterblijvende effectenbezitter na een openbaar bod. De bidder en de doelvennootschap kunnen een situatie creëren waardoor de effectenbezitter na een openbaar bod achterblijft met een slechts beperkte 'voice', een waardeloze 'vote' en geen reële 'exit' mogelijkheid. Een ingeburgerde verzamelnaam voor alle juridische spitsvondigheden en drukmiddelen om effectenbezitters weg te krijgen luidt dan ook 'uitrookprocedures'. Drie recente voorbeelden zijn de overname van Océ, Draka en Crucell. De meest pregnante voorbeelden hiervan zijn de voorwaardelijke besluiten en voorstellen tot statutenwijzigingen tijdens de buitengewone aandeelhoudersvergadering in het kader van een openbaar bod. Terwijl nog onduidelijk is of het openbaar bod gestand zal worden gedaan, worden de vennootschappelijke regels voorbereid alsof een meerderheidsaandeelhouder alle touwtjes in handen heeft. Aangezien de biedingregels geen verplichting herbergen gestand te doen, al dan niet tegen het in het biedingsbericht genoemde gestanddoening percentage, kunnen de vennootschap en de achterblijvende effectenbezitters uiteindelijk worden gegijzeld door een "kleine" grootaandeelhouder. De bidder zou op deze wijze tevens de verplicht bodregeling kunnen ontduiken.

**Voorstel**

De biedingregels zouden daarom moeten worden aangepast met een verplichte gestanddoening. Dit kan door het opnemen van de voorwaarde dat de bieder toezegt het bod slechts gestand te zullen doen indien de bieder als gevolg van het openbaar bod een belang van meer dan 50 procent verkrijgt of iedere door de bieder zelf benoemde hogere grens wordt bereikt. De gedachte hierachter is dat een bieder met minder dan 30 procent door middel van het uitbrengen van een relatief laag vrijwillig openbaar bod de verplicht bod-regels kan voorkomen. Indien slechts een beperkt aantal effecten worden aangemeld onder het bod, maar de bieder daarmee wel meer dan 30 procent van de stemrechten verkrijgt, dan is de bieder vrijgesteld van het uitbrengen van een verplicht openbaar bod. Door de groeiende praktijk van het verkrijgen van irrevocables voorafgaand aan het uitbrengen van een openbaar bod is invoering van de verplichte gestanddoening daadwerkelijk urgent.

## 7 Kleine geschiedenis van de biedingsregels

---

In dit hoofdstuk wordt een kort verslag gedaan van de regelgeving waarop het toezicht van de AFM is gebaseerd. Ook aan overgang van de regels uit de SER-Fusiecode wordt aandacht besteed, omdat deze door hun (bijna) één op één overheveling naar de wet ook voor het toezicht door de AFM een referentiekader hebben gevormd. In dit hoofdstuk wordt vervolgens kort ingegaan op de wijzigingen die de wettelijke biedingsregels in de afgelopen tien jaar hebben doorgemaakt. Daarbij wordt aandacht besteed aan het door de AFM bij de verschillende regels opgestelde beleid.

De biedingsregels zijn, na de initiële opneming in de wet, over de afgelopen tien jaren enkele malen aangepast. De oorzaak voor wijzigingen betrof enerzijds marktontwikkelingen en was anderzijds ingegeven door Europese regelgeving. Omdat bleek dat de markt behoefte had aan verduidelijking van de regelgeving op sommige punten, heeft de AFM diverse beleidsregels en interpretaties gepubliceerd en veelgestelde vragen op haar website beantwoord. Hieronder wordt allereerst ingegaan op de overgang van de biedingsregels vanuit de SER-Fusiecode. In paragraaf 7.2 komen de Wte 1995, het Bte 1995 en het door de AFM gepubliceerde beleid aan de orde. Paragraaf 7.3 gaat in op de tijdelijke implementatie van de Overnamerichtlijn via de Tijdelijke Vrijstellingsregeling. De Wft en het Bob en de door de AFM opgestelde interpretaties worden in paragraaf 7.4 besproken. In paragraaf 7.5 tenslotte wordt kort aandacht besteed aan de toekomstige ontwikkelingen van de biedingsregels.

### 7.1 Overgang vanuit SER-fusiecode

#### Zelfregulering

Tot 5 september 2001 waren de gedragsregels die partijen bij een openbaar bod in acht dienen te nemen opgenomen in de SER-Fusiecode. De SER-Fusiecode was een vorm van zelfregulering. In 1996 heeft de SER een unaniem advies uitgebracht om deze gedragsregels van een wettelijke basis te voorzien. Het kabinet heeft daarop een onderzoek laten uitvoeren door het Onderzoekscentrum Onderneming & Recht (OO&R) van de Katholieke Universiteit Nijmegen (thans: Radboud Universiteit Nijmegen) naar het functioneren van de gedragsregels in de SER-Fusiecode.<sup>110</sup>

#### Advies overgang naar wettelijke regels

In het rapport naar aanleiding van dit onderzoek is de volgende conclusie opgenomen:

*“Gelet op het verleden is er geen dringende noodzaak om de Fusiecode van een wettelijke basis te voorzien. De Fusiecode functioneert thans redelijk en wordt tot op heden naar behoren nageleefd.*

*Door de voortschrijdende ontwikkeling van de (internationale) kapitaalmarkt en het beurs- en effectenrecht en een verdere verzakelijking en verharding van de overnamemethoden zullen veel bestaande knelpunten op korte termijn in omvang*

---

<sup>110</sup> Opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten, Memorie van Toelichting, Tweede Kamer, vergaderjaar 1999-2000, 27 172, nr. 3.

*toenemen. Meerdere van deze knelpunten kunnen niet worden opgelost door een regeling zonder wettelijke basis. Hierdoor zal eerdaags een wettelijke regeling van openbare biedingen noodzakelijk zijn, met de opstelling waarvan uiteraard rekening moet worden gehouden met de dertiende EG-richtlijn.”*

Als basis voor deze conclusie werden in het rapport diverse gesignaleerde knelpunten genoemd. Deze knelpunten zouden naar het oordeel van de onderzoekers in de nabije toekomst de werking van de Fusiecode en daarmee de uitvoering van een openbaar bod meer kunnen gaan belemmeren vanwege:

- een verdere toename en internationalisering van het kapitaalverkeer, in het bijzonder van de overnamemarkt,
  - de samenwerking en fusie van beurzen in Europa,
  - een verdere verzakelijking en verharding van de overnamemethoden, onder meer door een toename van het aantal onvriendelijke biedingen, en een verdere ontwikkeling van het beurs- en effectenrecht,
- zonder dat de SER-Fusiecode daar gelijke tred mee zou houden.

Als belangrijkste knelpunten waarvoor de SER-Fusiecode in de op dat moment bestaande vorm (zelfregulering) geen oplossing bood noemden de onderzoekers:

- de werkingssfeer (reikwijdte),
- de mogelijkheden om de naleving van de SER-Fusiecode te controleren en af te dwingen,
- de rechtsgang (processuele waarborgen), en
- de onduidelijke status van de regeling.

De onderzoekers noemden ook mogelijke nadelen van een wettelijke regeling:

- de beperkte flexibiliteit;
- de beperkte uitvoeringsgerichtheid;
- de geringe bereidheid tot naleving;
- de financiering door publieke middelen;
- de belasting van de wetgever, het openbaar bestuur en de rechterlijke macht.

Tegenover deze door de onderzoekers als beperkt ingeschatte nadelen stelden zij voorts mogelijke manieren om deze (deels) te ondervangen. Zo meenden de onderzoekers dat de beperkte flexibiliteit van een wettelijke regeling met de mogelijkheid van delegatie grotendeels kon worden ondervangen.<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> *Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen, Serie Onderneming en Recht, deel 16, Prof.mr. Gerard van Solinge en Mr. M.P. Nieuwe Weme, p.1-6.*



**Codificatie van de SER-Fusiecode was een goed besluit.**

**Ontbreken van regelgeving**

De geschiedenis van de Nederlandse regels inzake openbare biedingen gaat terug tot de jaren '60 van de vorige eeuw. In die periode nam het aantal fusies en overnames toe, werden de strijdmethoden harder, trokken openbare biedingen meer de publieke aandacht en werd er gestreefd naar medezeggenschap voor werknemers. Hierdoor werd de roep om een gedragscode bij fusies en overnames steeds luider. Het gevecht in 1968 tussen de Verenigde Machinefabrieken en Rijn-Schelde om Wilton-Feijenoord-Bronswerk is illustratief voor deze periode.

**Totstandkoming van SER-Fusiecode**

Naar aanleiding van deze ontwikkelingen vroeg de Minister van Justitie in 1968 aan de Sociaal-Economische Raad (SER) advies uit te brengen over de wenselijkheid van regels die in acht moeten worden genomen bij het tot stand komen van fusies. De SER ging in 1970 over tot het vaststellen en afkondigen van een besluit waarin de regels waren neergelegd: het SER-besluit Fusiegedragsregels 1970. Deze SER-Fusiecode bevatte “gedragsregels ter bescherming van de belangen van de aandeelhouders” (de regels over het openbaar bod, hoofdstuk I), “gedragsregels ter bescherming van de belangen van de werknemers” (hoofdstuk II) en bepalingen over de toezichthouder, de SER-Commissie voor Fusieaangelegenheden. De regels over openbare biedingen en de regels ter bescherming van de werknemers waren materieel twee vrijwel los van elkaar staande regelingen. De SER-Fusiecode miste een wettelijke grondslag; het betrof een vorm van zelfregulering. De SER-Fusiecode is vier maal gewijzigd, laatstelijk door het SER-besluit Fusiegedragsregels 1991.

**Onderzoek naar functioneren van SER-Fusiecode**

In 1998 verzochten de ministeries van Financiën en van Economische Zaken de Radboud Universiteit Nijmegen onderzoek te doen naar het functioneren van de SER-Fusiecode. In het in 1999 verschenen rapport werden diverse knelpunten van de SER-Fusiecode geconstateerd. De onderzoekers spraken de verwachting uit dat veel van deze knelpunten op korte termijn in omvang zouden toenemen, vanwege een verdere intensivering en internationalisering van het kapitaalverkeer, een stijging van het aantal grensoverschrijdende openbare biedingen, samenwerking en fusie van beurzen in Europa, een verdere verzakelijking en verharding van de overnamemethoden, een toename van het aantal onvriendelijke en concurrerende openbare biedingen, en een verdere ontwikkeling van het Europese en nationale beurs- en effectenrecht. Volgens de onderzoekers konden in het bijzonder de knelpunten rondom de werkingssfeer, de handhaving, de rechtsgang (processuele waarborgen) en de onduidelijke status van de SER-Fusiecode niet worden opgelost zonder een wettelijke regeling.

**Codificatie van SER-Fusiecode**

Mede naar aanleiding van het Nijmeegse onderzoek besloot de regering in 2000 om de SER-Fusiecode van een wettelijke basis te voorzien. Hiertoe werden in 2001 de gedragsregels uit hoofdstuk I SER-Fusiecode zonder materiële wijziging (één-op-één) overgeheveld naar het Besluit toezicht effectenverkeer 1995, met een grondslag in de Wet toezicht effectenverkeer 1995. Het toezicht op openbare biedingen werd neergelegd bij de Stichting Toezicht

Effectenverkeer (STE), de oude naam van de AFM. De gedragsregels uit hoofdstuk II werden overgeheveld naar de SER-Fusiecode 2000. In 2007 zijn de regels van openbare biedingen aangepast aan de in 2004 aangenomen dertiende EG-richtlijn inzake openbare biedingen en overgeheveld naar de Wet op het financieel toezicht en het Besluit openbare biedingen.

#### **Juistheid van besluit tot codificatie**

Gelet op de ontwikkelingen in de overnamemarkt in de afgelopen tien jaar, waaronder de onvriendelijke overname van ABN Amro, is het een goed besluit geweest om de regeling van openbare biedingen te codificeren en de AFM aan te wijzen als toezichthouder. Dit laat onverlet dat het wenselijk is dat de regels van openbare biedingen ook in de toekomst periodiek worden beoordeeld op hun bruikbaarheid en tijdig worden aangepast aan nieuwe marktontwikkelingen. De thans lopende herziening van de regels van openbare biedingen en de aangekondigde evaluatie van de dertiende EG-richtlijn zijn hiervoor noodzakelijke stappen.

#### **De ongewenste marktmeester**

Ook de wijze waarop de AFM invulling geeft aan haar toezichthoudende taak dient permanent onderwerp van aandacht te zijn. Mijn indruk is dat de AFM de afgelopen tien jaar adequaat toezicht heeft gehouden op openbare biedingen. Dit is ook de conclusie van Corten en Lieveerse, die in 2008 in opdracht van de Minister van Financiën onderzoek hebben verricht naar de wijze waarop de AFM toezicht heeft gehouden op de biedingstrijd om ABN Amro. Mede daarom onderschrijf ik het in 2009 door de Minister van Financiën ingenomen standpunt dat er geen aanleiding is om een op zelfregulering gebaseerde “marktmeester” te introduceren die de taak van de AFM (en van de Ondernemingskamer) aangaande openbare biedingen moet gaan overnemen. Invoering van een marktmeester zou het toezicht op openbare biedingen terugwerpen in de tijd van de SER-Fusiecode.

## **7.2 Wetshistorie; Wte 1995 – Bte 1995**

### **Wte 1995 – Bte 1995**

Wet en besluit

Op 5 september 2001 trad de Wet van 22 maart 2001 tot opnemings in de Wte 1995 van de bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten<sup>112</sup> en het daarbij behorende Besluit van 3 juli 2001, houdende opnemings in het Bte 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten<sup>113</sup>, in werking. Gelijktijdig trad een Ministeriële regeling in werking houdende Wijziging Vrijstellingsregeling Wte 1995.<sup>114</sup> Met ingang van die datum is de AFM aangewezen als toezichthouder voor deze regels.

Aangepaste reikwijdte

Hoewel het idee was om de regels uit hoofdstuk I van de SER-Fusiecode één op één over te hevelen naar de wettelijke regeling, waren er toch enkele kleinere of grotere wijzigingen. Een belangrijke wijziging betrof de uitbreiding van de reikwijdte van de wettelijke biedingsregels. De SER-Fusiecode zag, kort gezegd, alleen op openbare biedingen op aandelen in een Nederlandse N.V. De in de wet opgenomen biedingsregels werden van toepassing op alle

<sup>112</sup> Staatsblad 2001, 181.

<sup>113</sup> Staatsblad 2001, 316.

<sup>114</sup> Staatscourant 31 augustus 2001, nr.168/pag.6.

biedingen die gericht waren op de Nederlandse kapitaalmarkt en de beleggers op die markt en niet slechts op biedingen op aandelen in een Nederlandse N.V.<sup>115</sup> De Nederlandse biedingsregels konden bijvoorbeeld ook van toepassing zijn op een vennootschap met zetel buiten Nederland waarvan de effecten aan Euronext waren genoteerd of die geregeld werden verhandeld in Nederland.

In de hiervoor bedoelde wet waren de relevante definities opgenomen. De definitie van openbaar bod luidde in deze wet 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 buiten een besloten kring, op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod, buiten een besloten kring, op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te verwerven.”<sup>116</sup>*

Het besloten kring criterium werd eind 2007, met de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn, uit de definitie geschrapt. Daarnaast waren in de wet de volgende verboden opgenomen:

*“Het is verboden een openbaar bod te doen op effecten die zijn toegelaten tot de notering aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs of geregeld worden verhandeld in Nederland.”<sup>117</sup>*

*“Indien de bieder zijn openbaar bod gestand heeft gedaan, is het hem gedurende een periode van drie jaar na de verkrijgbaarstelling van het biedingsbericht niet toegestaan effecten van de soort waarop het openbaar bod betrekking had, direct of indirect, te verwerven tegen voor de rechthebbende van die effecten gunstiger voorwaarden dan volgens het openbaar bod”<sup>118</sup>*

Het onderdeel ‘geregelde verhandeling’ uit de eerste verbodsbepaling en de drie jaartermijn uit de tweede verbodsbepaling zijn respectievelijk halverwege 2006 en eind 2007, met de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn vervallen,<sup>119</sup> respectievelijk gewijzigd in een één jaartermijn.

Naast de verbodsbepalingen was in de wet de grondslag opgenomen voor het hiervoor bedoelde besluit en de vrijstellingen. De wet regelde bovendien de mogelijkheid voor de AFM om ontheffing te verlenen maar ook de mogelijkheden voor handhavingmaatregelen, zoals de

---

<sup>115</sup> Onder de SER Fusiecode omvatte de definitie van “N.V.” alle naar Nederlands recht opgerichte naamloze vennootschappen of besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. Onder “aandelen in een n.v.” begreep de SER Fusiecode, aandelen in een N.V. welke in Nederland ter beurze worden genoteerd of geregeld incurant worden verhandeld alsmede effecten welke in Nederland ter beurze worden genoteerd of geregeld incurant worden verhandeld en waarvan de houders het recht hebben om deze in te wisselen in aandelen in de n.v.

<sup>116</sup> Artikel 1, lid 2 onder o Wte 1995.

<sup>117</sup> Artikel 6a, lid 1 Wte 1995.

<sup>118</sup> Artikel 6b Wte 1995.

<sup>119</sup> Artikel 2 sub b Regeling van de Minister van Financiën van 15 mei 2006, nr. FM/2006/1209, tot vrijstelling van artikel 6a, eerste tot en met derde lid, en artikel 6c van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Tijdelijke Vrijstellingsregeling) en artikel 5:79 Wft.

rechtstreekse aanwijzingsbevoegdheid jegens bieder, doelvennootschap en de betrokken bestuurders en commissarissen<sup>120</sup>, de mogelijkheid een last onder dwangsom<sup>121</sup> op te leggen alsmede de bevoegdheid tot oplegging van een boete<sup>122</sup>. Ook kon de AFM in het kader van haar toezicht inlichtingen vragen aan betrokken partijen om zodoende over de voor haar toezicht benodigde informatie te beschikken. In afwijking van de gebruikelijke rechtsgang zoals in de Algemene wet bestuursrecht opgenomen is voor besluiten die de AFM neemt in haar toezicht op openbare biedingen (tenzij het boetebesluiten zijn) geen bezwaar bij de AFM of beroep bij de Rechtbank Rotterdam mogelijk. Beroep is rechtstreeks mogelijk bij het CBb. Als reden voor directe toegang tot het CBb gaf de wetgever: *“Bij openbare biedingen is het voor het goede functioneren van de effectenmarkten en alle betrokkenen bij het biedingsproces van belang dat zo snel mogelijk duidelijkheid wordt geschapen over de rechtsgeldigheid van besluiten van de STE.”*<sup>123</sup> In paragraaf 6.1 zijn enkele uitspraken van Rechtbank en CBB beschreven.

In het Bte 1995 werden de regels uitgewerkt waaraan een bieder diende te voldoen om niet onder het in de wet opgenomen verbod te vallen om een openbaar bod uit te brengen. De bieder kon aan dit verbod ontkomen door een biedingsbericht op te stellen dat aan de eisen voldeed, zoals opgenomen in het Bte 1995. Het Bte 1995 gaf daarnaast gedragsregels waaraan de bieder, doelvennootschap en de bij die instelling betrokken functionarissen zich met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten dienden te houden bij de voorbereiding, uitvoering en de gestanddoening van het openbaar bod.

#### Vrijstellingen

De ministeriële regeling zorgde voor vrijstelling van het verbod een openbaar bod uit te brengen in het geval het een openbaar bod betrof op effecten waaraan geen rechtstreeks of potentieel stemrecht was verbonden (met uitzondering van niet-royeerbare certificaten) dan wel een inkoop door de bieder van door de bieder zelf uitgegeven effecten. Tevens werd vrijstelling verleend ten aanzien van het in de wet opgenomen verbod om na afloop van een bod tegen gunstiger voorwaarden effecten te verwerven, voor alle transacties die in regelmatig beursverkeer tot stand kwamen of voor enige verwerving onder de wettelijk geregelde uitkoopregeling of geschillenregeling. Ook wanneer later een concurrerend bod werd uitgebracht en de oorspronkelijke bieder in reactie daarop een tegenbod uitbracht, viel de verwerving onder dit tegenbod door de oorspronkelijke bieder - onder omstandigheden - niet onder het ‘gunstiger voorwaarden’ verbod. De vrijstellingsregeling gaf daarnaast nog een ontheffing van enkele bepalingen uit het Bte 1995 voor biedingen op effecten in een zogenaamd open-end beleggingsinstelling.<sup>124</sup>

#### **Wte 1995 – Bte 1995; beleidsregels**

#### Beleid AFM

Onder de Wte 1995 en het bijbehorende Bte 1995 heeft de AFM twee beleidsregels en twee interpretaties gepubliceerd. Bij de overheveling van de SER-Fusiecode naar de Wte 1995 en het Bte 1995 gaf de wetgever in de Memorie van toelichting aan *“Het ligt overigens in de*

<sup>120</sup> Artikel 28, lid 1 en lid 2 Wte 1995.

<sup>121</sup> Artikel 48b Wte 1995.

<sup>122</sup> Artikel 48c Wte 1995.

<sup>123</sup> Memorie van Toelichting, Opneming in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten, Tweede Kamer, vergaderjaar 1999-2000, 27 172, Nr. 3, pag. 11.

<sup>124</sup> Een beleggingsinstelling waarvan de rechten van deelneming door haar vrij ingekocht en verkocht worden.

*bedoeling dat op het moment dat de wettelijke regeling van openbare biedingen in werking treedt daar waar nodig door de STE [red.: AFM] nadere beleidsregels zullen worden gepubliceerd.”* In de Nota van Toelichting bij het Bte 1995 stelde de wetgever “*De STE [red.: AFM] heeft tenslotte de bevoegdheid nadere regels te stellen met betrekking tot bepaalde regelingen en systematieken die door de bieder in het biedingsbericht opgenomen moeten worden ..”*

## Werkingsfeer

Direct bij inwerkingtreding van de Wte 1995 publiceerde de AFM twee beleidsregels:

### 1. Beleidsregel 01-01 Werkingsfeer OBE

In deze beleidsregel werd de reikwijdte van de regels uitgewerkt. Onder meer werd beschreven in welke gevallen de AFM in ieder geval tot het oordeel zal komen dat een openbaar bod op effecten die geregeld worden verhandeld in Nederland (inclusief de voorbereiding en de afwikkeling daarvan) gericht is op de Nederlandse effectenmarkt en de beleggers op die markt, waardoor de wettelijke regeling op dat bod van toepassing was.<sup>125</sup> Voorts gaf de beleidsregel een indicatie hoe de AFM omging met de bevoegdheid tot het verlenen van ontheffingen van de toepassing van de Nederlandse biedingsregels.

Deze beleidsregel werd ingetrokken op 20 mei 2006 bij de inwerkingtreding van de Tijdelijke Vrijstellingsregeling die hierna is beschreven. In de Tijdelijke Vrijstellingsregeling werd een algemene vrijstelling verleend aan alle biedingen op effecten die geregeld werden verhandeld in Nederland. De wijze waarop de AFM in deze beleidsregel invulling had gegeven aan de ontheffingsbevoegdheid is vervolgens opgenomen in de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn.<sup>126</sup>

## Biedingsbericht

### 2. Beleidsregel Biedingsbericht

Het doel van deze beleidsregel was dat de AFM reeds op voorhand aangaf welke gegevens het biedingsbericht (respectievelijk het bericht van de doelvennootschap) naar haar oordeel in ieder geval diende te bevatten. Hiermee beoogde de AFM enerzijds om marktpartijen die betrokken waren bij het opstellen van een biedingsbericht in een zo vroeg mogelijk stadium op de hoogte te stellen van de eisen die de AFM aan het biedingsbericht zal gaan stellen, en anderzijds om een zo groot mogelijke uniformiteit te bereiken in de wijze waarop biedingsberichten werden samengesteld. De beleidsregel verwees tevens naar het covenant van de AFM met Euronext dat destijds bestond voor een adequate informatie uitwisseling en afstemming van procedures tussen AFM en de partij die verantwoordelijk was voor een goed functioneren van haar beurzen.

De beleidsregel ging, behalve in op de inhoudsvereisten zoals gesteld bij het Bte 1995, in op de taal van het biedingsbericht, de inhoud van de Nederlandse samenvatting en de procedurele aspecten voor het toetsingsproces van een biedingsbericht. Voor de gebruikte taal stelde de beleidsregel dat wanneer het bod zich uitsluitend tot de

---

<sup>125</sup> Zie ook paragraaf 5.1.

<sup>126</sup> Artikel 5:81 lid 3 Wft.

Nederlandse belegger richtte, het in de lijn der verwachtingen lag om het biedingsbericht in de Nederlandse taal op te stellen. De beleidsregel gaf aan dat in alle andere gevallen het biedingsbericht zou kunnen worden opgesteld in een andere in de internationale financiële wereld gebruikelijke taal, waartoe volgens de beleidsregel in ieder geval het Engels kon worden gerekend. Wanneer het biedingsbericht in een andere dan de Nederlandse taal was opgesteld stelde de beleidsregel als voorwaarde dat een beknopte samenvatting van het biedingsbericht in de Nederlandse taal werd opgesteld. Voor de inhoud van de Nederlandse samenvatting verwees de beleidsregel naar een aantal van de in het Bte 1995 opgenomen onderwerpen voor de inhoud van een biedingsbericht. Voor de procedurele aspecten werd aandacht besteed aan de te hanteren termijnen voor de toetsing van een biedingsbericht en de onderdelen die een aanvraag voor toetsing compleet maakten en daardoor het proces zo voorspoedig mogelijk zouden doen verlopen.

Deze beleidsregel werd ingetrokken op 29 juli 2008, na afronding van het laatste bod waarop de Wte 1995 en het Bte 1995 van toepassing waren. Dit laatste bod was het bod op Tele Atlas door Tom Tom, welk bod is beschreven in paragraaf 2.2.

#### Interpretaties

Behalve beleidsregels publiceerde de AFM ook twee interpretaties. De AFM willigde hiermee het verzoek van de markt in, om de onder de SER-Fusiecode bestaande marktpraktijk van een na-aanmeldingstermijn, ook na de inwerkingtreding van de wettelijke biedingsregels te handhaven.

##### 1. Interpretatie inzake de na-aanmeldingstermijn

Het bleek de AFM dat het in de praktijk van openbare biedingen zeer gebruikelijk was dat de bieder, nadat hij zijn bod gestand heeft gedaan, houders van effecten die hun effecten niet hebben aangemeld, de gelegenheid geeft om dit alsnog te doen en wel door middel van het opstellen van een zogenaamde na-aanmeldingstermijn. Het Bte 1995 kende niet een dergelijke regeling waardoor een na-aanmeldingstermijn feitelijk als nieuw bod kwalificeerde. De AFM zag geen reden om de bestaande praktijk niet langer toe te staan en meende anderzijds dat het niet wenselijk zou zijn wanneer zij voor elk individueel bod ontheffing moest verlenen. Op grond van de interpretatie was het bieders daarom toegestaan een na-aanmeldingstermijn open te stellen, mits met inachtneming van de in de interpretatie gestelde voorwaarden.

##### 2. Interpretatie inzake het melden van transacties en gesloten overeenkomsten

Na de aankondiging van het voorbereiden of uitbrengen van een openbaar bod dienden bieder en doelvennootschap aan de AFM onverwijld opgave te doen van de na dat tijdstip verrichte transacties in de effecten waarop het bod betrekking heeft, respectievelijk van met betrekking tot die transacties gesloten overeenkomsten. Op grond van deze interpretatie konden partijen, wanneer op één dag meerdere transacties werden verricht of overeenkomsten gesloten, aan deze verplichting voldoen doordat de meldingsplichtige persoon één verzamelmelding deed.

Inmiddels zijn deze interpretaties in de wetgeving opgenomen bij de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn.<sup>127</sup> Deze interpretaties zijn daarop ingetrokken.

### 7.3 Wetshistorie; Tijdelijke Vrijstellingsregeling

Implementatie  
Overnamerichtlijn

De Overnamerichtlijn schreef voor dat de nationale regelgeving van de lidstaten per 20 mei 2006 aan het bepaalde in deze Overnamerichtlijn dienden te voldoen.<sup>128</sup> De tekst van de wet, de Wft, met daarin de regels ter uitvoering van de Overnamerichtlijn stond in 2006 nog niet definitief vast. Vooral de vennootschapsrechtelijke onderwerpen uit de richtlijn leidden tot een langdurige behandeling in het parlement waardoor het wetsvoorstel pas in de tweede helft van 2007 werd aangenomen. Bij de inwerkingtreding van de Wft per 1 januari 2007 werd daarom het hoofdstuk betreffende het openbaar bod op effecten<sup>129</sup> hiervan uitgezonderd.

Noodzakelijke  
aanpassingen voor  
implementatie

Om er voor te zorgen dat de Nederlandse biedingsregels daar waar mogelijk toch vanaf mei 2006 voldeden aan hetgeen bepaald was in de Overnamerichtlijn werden de noodzakelijke aanpassingen neergelegd in een ministeriële regeling. De belangrijkste punten die in deze Tijdelijke Vrijstellingsregeling overnamebiedingen<sup>130</sup> werden geregeld waren de volgende:

- Vrijstelling van het verbod een openbaar bod uit te brengen op effecten die in Nederland niet waren genoteerd maar slechts geregeld werden verhandeld.
- De vrijstellingen die eerder in de vrijstellingsregeling Wte 1995 waren opgenomen zijn overgeheveld naar deze Tijdelijke Vrijstellingsregeling overnamebiedingen.
- De noodzaak om een door de AFM of de bevoegde toezichthouder van een andere lidstaat goedgekeurd biedingsbericht verkrijgbaar te stellen om daarmee van de verbodsbepaling voor het uitbrengen van een openbaar bod vrijgesteld te zijn.
- Een regeling wanneer de AFM bevoegd was om het biedingsbericht goed te keuren en daarmee de bevoegde toezichthouder voor het desbetreffende bod te zijn. Met deze regeling werd ervoor gezorgd dat voor elk openbaar bod op effecten die binnen de Europees Economische Ruimte zijn toegelaten op een gereguleerde markt<sup>131</sup>, één Europese toezichthouder bevoegd is.
- De mogelijkheid voor de AFM om een zogenaamd paspoort van haar goedkeuring van het biedingsbericht aan een andere Europese toezichthouder te sturen of een dergelijk paspoort van een andere bevoegde Europese toezichthouder te ontvangen.
- De invoering van het zogenaamde 'certain funds' vereiste.<sup>132</sup>
- Aanpassing van de minimale en maximale termijnen voor aanmelding onder het bod.

<sup>127</sup> Artikelen 5 lid 5, 13 lid 2 en 17 Bob.

<sup>128</sup> Publicatieblad van de Europese Unie, L142/12, artikel 21.

<sup>129</sup> Besluit van 11 december 2006, houdende de vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de Wet op het financieel toezicht, twee andere wetten en diverse besluiten (Staatsblad 2006, 664).

<sup>130</sup> Regeling van de Minister van Financiën van 15 mei 2006, nr. FM/2006/1209, tot vrijstelling van artikel 6a, eerste tot en met derde lid, en 6c van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, Staatscourant 19 mei 2006, nr. 98/pag. 10

<sup>131</sup> 'Gereguleerde markt' wordt bedoeld gereguleerde markt in de zin van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PB L 141 van 11.6.1993, blz. 27). Richtlijn gewijzigd bij Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 35 van 11.2.2003, blz.1) en Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004.

<sup>132</sup> Zie ook paragraaf 5.3.

- De mogelijkheid om een vertaling te eisen en of aanvullende informatie in de situatie dat het biedingsbericht was goedgekeurd door een toezichthouder uit een andere lidstaat.

#### 7.4 Wetshistorie; Wft - Bob

##### **Wft - Bob**

Wet en besluit

Op 1 januari 2007 trad de Wft in werking. Met de inwerkingtreding van de Wft verviel de Wte 1995. Dit was echter niet het geval voor de wet- en regelgeving met betrekking op het toezicht op biedingen. Voor de artikelen in de Wte 1995 en de daarbij behorende onderliggende regelgeving gold dat deze tot het moment waarop de wet ter implementatie van de Overnamerichtlijn in werking zou treden, zouden blijven gelden.<sup>133</sup>

Op 28 oktober 2007 was het dan zover: de Wet van 24 mei 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) en het Bob<sup>134</sup> traden in werking.<sup>135</sup> Gelijktijdig traden ook de Wijziging Vrijstellingsregeling Wft<sup>136</sup> in werking en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft<sup>137</sup>. Bij deze inwerkingtreding was voorzien in een overgangsregime voor lopende biedingen. Door dit overgangsregime bleef op biedingen (inclusief latere concurrerende biedingen) die onder het 'oude recht' waren gestart het 'oude recht' van toepassing.<sup>138</sup> Hierdoor bleven de concurrerende biedingen op bijvoorbeeld ABN AMRO Bank N.V. en Tele Atlas N.V. onder de regels van de Wte 1995 en het Bte 1995 vallen. Dit alles met het idee dat het 'niet wenselijk zou zijn om gedurende het spel de spelregels te wijzigen'.

Belangrijkste wijzigingen

De belangrijkste wijziging voor de markt die de inwerkingtreding van de regels in de Wft en het Bob met zich bracht, betrof het verplichte bod. Voor het toezicht door de AFM omvatten de nieuwe regels hoofdzakelijk marginale wijzigingen.

Twee regels, of beter het ontbreken ervan hadden een impact op de werkwijze van de AFM. De eerste regel betreft het ontbreken van de verplichting voorieder en doelvennootschap om persberichten vooraf aan de AFM voor te leggen. Door deze wijziging was het niet langer noodzakelijk voor de AFM om op alle uren van de dag en alle dagen van de week bereikbaar en beschikbaar te zijn om persberichten te toetsen en hierover contact te hebben met partijen. De tweede regel die ontbreekt is de uiterlijke termijn voor het uitbrengen van een openbaar bod. Hierdoor is de doorlooptijd van een openbaar bod niet ingekaderd. Zodra deieder tijdig een concept van het biedingsbericht bij de AFM heeft ingediend, heeft deieder voldaan aan de

<sup>133</sup> Artikel 178 Wet van 20 november 2006, houdende invoering van de Wet op het financieel toezicht en aanpassing van overige wetten aan die wet (Invoerings- en aanpassingswet op het financieel toezicht), Staatsblad 7 december 2006, 605.

<sup>134</sup> Besluit van 12 september 2007, houdende implementatie 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 (PbEU L 142) en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod. Staatsblad 2007, 329.

<sup>135</sup> Staatsblad 2007, 390 en Staatsblad 2007, 391.

<sup>136</sup> Staatscourant 17 oktober 2007, nr. 201 / pag 12.

<sup>137</sup> Besluit van 25 januari 2008, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 5:81, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht. Staatsblad 2008, 27.

<sup>138</sup> Artikel 32 Bob.



laatste voor haar geldende termijn voor de uitbrenging van het bod. De regels stellen geen termijn waarbinnen de bieder uiterlijk alle commentaren van de AFM moet hebben verwerkt. De wijzigingen zijn hiervoor uitgebreider beschreven in hoofdstuk 5.

### **Wft – Bob; interpretaties en veelgestelde vragen**

Veelgestelde vragen

Bij de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn heeft de AFM diverse veelgestelde vragen en antwoorden daarop op haar website gepubliceerd. In de consultatiefase van de wetgeving had de AFM kennis genomen van vragen die in de markt bestonden ten aanzien van de nieuwe wetgeving. Ook was de AFM zelf op aspecten in de wetgeving gestuit die naar haar oordeel een verduidelijking verdienen, over de wijze waarop de AFM met de regel in de praktijk om zou gaan. De veelgestelde vragen en antwoorden zijn te vinden op de website van de AFM: [www.afm.nl>professionals>diensten>veelgestelde-vragen>openbare biedingen](http://www.afm.nl>professionals>diensten>veelgestelde-vragen>openbare-biedingen).

Een jaar na de inwerkingtreding van de wetgeving ter implementatie van de Overnamerichtlijn heeft de AFM een tweetal interpretaties gepubliceerd. Doordat in diverse dossiers vragen waren gerezen over het 'gelijk bod-vereiste' en de 'best price', meende de AFM dat het goed was hierover duidelijkheid te verschaffen aan de markt. Voorafgaand aan publicatie heeft de AFM de interpretaties met diverse marktpartijen besproken. De definitieve interpretaties zijn vervolgens tot stand gekomen onder advies van een lid van de Commissie Kapitaalmarkt en de vaste adviseur van de AFM op het gebied van openbare biedingen.<sup>139</sup>

Interpretatie gelijk bod

1. Interpretatie inzake het 'gelijk bod-vereiste' ex artikel 3 Bob bij transacties buiten het bod om

In deze interpretatie heeft de AFM aangegeven dat als gevolg van het 'gelijk bod-vereiste' het de bieder niet meer is toegestaan om tussen het tijdstip van het uitbrengen van het bod en het tijdstip dat het bod gestand is gedaan, andersoortige vergoedingen te betalen in onderhandse transacties die hij verricht c.q. overeenkomsten die hij sluit, dan het soort vergoeding dat onder het bod wordt aangeboden. De AFM vindt steun voor deze interpretatie in de onherroepelijkheid van een bod. Deze onherroepelijkheid staat er eveneens aan in de weg dat een bieder later een andersoortige vergoeding aan het bod toevoegt. Dit leidt er feitelijk toe dat in het kader van de gelijke behandeling van aandeelhouders onderhandse transacties waarbij een ander soort vergoeding dan die onder het bod wordt betaald, niet meer mogelijk zijn.

Interpretatie 'best price'

2. Interpretatie inzake de 'best price rule' ex artikel 19 Bob

De AFM heeft in deze interpretatie vastgesteld dat de 'best price' wordt vastgesteld op het moment van gestanddoening van het bod. Bij een bod in contanten betekent dit dat de prijs die in een onderhandse transactie wordt betaald, dient te worden vergeleken met de (verhoogde) biedprijs. Bij een ruilbod geldt dat wanneer een bieder bij een onderhandse transactie dezelfde ruilverhouding toepast als de ruilverhouding die in het biedingsbericht als biedprijs (of later verhoogd) is genoemd, er geen sprake van een 'hogere prijs' waardoor de 'best price' van toepassing wordt. Voor een onderhandse cash transactie die voorafgaand aan de uitbrenging van een ruilbod is verricht, geldt in

<sup>139</sup> [www.afm.nl>professionals>regelgeving>interpretaties>interpretaties openbare biedingen](http://www.afm.nl>professionals>regelgeving>interpretaties>interpretaties-openbare-biedingen).

het kader van de 'best price' dat de impliciete waarde van het aandeel van de doelvennootschap op het moment van de transactie leidend is.

## Consultatie interpretaties

Begin 2010 heeft de AFM nog drie interpretaties gepubliceerd die zij voorafgaand daaraan in 2009 ter consultatie aan de markt had voorgelegd.<sup>140</sup> De interpretaties betreffen:

- Verhogen van de biedprijs ex artikel 15 lid 4 Bob
- Verbod van potestatieve voorwaarden ex artikel 12, tweede lid Bob
- Voortzetten van een uitgebracht vrijwillig openbaar bod als verplicht bod

De AFM heeft in een feedback statement bij de finale interpretaties uitvoerig gereageerd op de reacties die zij in de consultatie had ontvangen. Daarnaast zijn in het feedback statement ook de volgende algemene reacties van de markt opgenomen:

- Veel respondenten gaven aan het positief te vinden dat de AFM met de publicatie van interpretaties transparant is over haar toezicht op de biedingsregels.
- De markt gaf aan het tevens te waarderen dat de AFM hen consulteert voordat zij definitief over interpretaties besluit.
- In veel reacties werd bij sommige elementen van de interpretaties opgemerkt dat een wettelijke regeling de voorkeur verdient.

De AFM heeft de reacties op de consultatie als zeer nuttig en constructief ervaren. De AFM blijft er naar streven om zo veel als mogelijk transparantie in haar toezicht te hebben. De AFM begrijpt de wens van de markt om vooral duidelijkheid te verkrijgen in een wettelijke regeling. Wanneer de AFM echter ziet dat er behoefte is aan verduidelijking van de regels waarop zij toezicht houdt, dan ziet zij het als haar taak als toezichthouder om – tot het moment dat voor de vraagstukken een wettelijke regeling bestaat – via interpretaties of beleidsregels deze duidelijkheid te geven.

### 1. Interpretatie inzake een verhoging van de biedprijs ex artikel 15 lid 4 Bob

## Verhoging biedprijs

Vooraf op het eerste concept van de interpretatie over de verhoging van de biedprijs kwamen veel reacties in de consultatie. De markt gaf aan dat zij de aanvankelijk door de AFM beoogde beperking van de mogelijkheid om de biedprijs te verhogen onwenselijk achtten. De AFM had in haar concept versie van de interpretatie aangegeven dat een verhoging van de biedprijs slechts mogelijk was, met eenzelfde soort vergoeding als al onder het bod werd aangeboden. Omdat de bepaling voor verhoging van de biedprijs een uitzondering is op de regel dat een bod nadat het is uitgebracht onherroepelijk is, meende de AFM dat een restrictieve uitleg op zijn plaats was. De markt wilde echter een zo ruim mogelijke mogelijkheid voor verhoging.

De AFM heeft daarop alsnog haar interpretatie aangepast. Met deze aanpassing is de AFM binnen de grenzen gebleven die zij gelet op de systematiek van de biedingsregels, de goede werking van de markt en de bescherming van de beleggers op die markten passend achtte. De interpretatie luidt thans dat de AFM van oordeel is dat onder de verhoging van de biedprijs het mogelijk is om iets toe te voegen aan de al geboden (en in het biedingsbericht beschreven) vergoeding, maar dat het niet toegestaan is om de bestaande vergoeding anderszins te wijzigen. Het is hierdoor mogelijk om aan een cash bod een extra vergoeding in contanten toe te voegen, of aan een ruilbod extra effecten. De mogelijkheid bestaat nu ook om aan een cashbod effecten toe te voegen of aan een ruilbod een vergoeding in contanten.

<sup>140</sup> [www.afm.nl/professionals>effectenuitgevende/beursgenoteerde/ondernemingen>openbare/biedingen>interpretaties](http://www.afm.nl/professionals>effectenuitgevende/beursgenoteerde/ondernemingen>openbare/biedingen>interpretaties).

Een ruimere mogelijkheid voor verhoging achtte de AFM niet passend binnen de strekking van de bepaling zoals door de wetgever opgesteld. Indien het mogelijk zou zijn om onder de huidige redactie van de bepaling eveneens de onder het uitgebrachte bod, en dus in het biedingsbericht beschreven, geboden vergoeding (deels) te vervangen door een andersoortige vergoeding dan was en is de AFM van mening dat de informatievoorziening voor beleggers in het gedrang komt.

De AFM geeft ook aan hoe zij meent dat moet worden omgegaan met de informatievoorziening in geval van een verhoging van de biedprijs, zoals bedoeld in deze interpretatie. Vooral in de situatie dat aan een cash bod een extra vergoeding in effecten wordt toegevoegd (of een nieuwe soort effecten aan een ruil bod) zal aandacht moeten worden besteed aan de voor de gevallen geldende informatievereisten. In veel gevallen zal een prospectusplicht ontstaan waardoor eveneens aan de extra informatievereisten onder de biedingsregels kan worden voldaan. Omdat de verhoging van de biedprijs tot op het laatste moment mogelijk is heeft de AFM tevens een beroep gedaan op de verantwoordelijkheid van eenieder om een redelijke termijn in acht te nemen voor beleggers om kennis te nemen van de verhoging en de daarbij behorende informatie. De interpretatie besteedt ook aandacht aan verhoging van de biedprijs bij een combinatiebod of keuzebod.

In het voorstel tot aanpassing van het Bob dat in 2010 door het Ministerie van Financiën is geconsulteerd wordt aandacht besteed aan verduidelijking van de regels met betrekking tot verhoging van de biedprijs.<sup>141</sup>

### 2. *Interpretatie inzake het verbod op potestatieve voorwaarden ex artikel 12 lid 2 Bob*

Verbod potestatieve voorwaarden

Het eerste concept van de interpretatie over het verbod op potestatieve voorwaarden gaf meerdere marktpartijen eveneens aanleiding voor een opmerking. Hier ging het om de door de AFM in de interpretatie opgenomen inspanningsverplichting. Aanvankelijk meende de AFM dat deieder in het biedingsbericht het bestaan van zijn inspanningsverplichting uitdrukkelijk moet noemen bij voorwaarden die mede afhankelijk zijn van (formeel) handelingen van deieder. De markt gaf aan dat de inspanningsverplichting een verplichting is van deieder op basis van het algemeen verbintennisrecht. Daarbij werd opgemerkt dat het selectief benadrukken van één bepaalde uit de wet voortvloeiende verplichting onduidelijkheid met zich mee kan brengen en niet bijdraagt aan de transparantie naar de aandeelhouders van de doelvennootschap. De AFM kon zich in deze argumenten vinden en heeft dit deel van de interpretatie naar aanleiding van de consultatiereacties aangepast. De interpretatie gaat nu in op de momenten waarop het verbod van potestatieve voorwaarden relevant kan worden. Dit is zowel op het moment van formuleren en opnemen ervan in het biedingsbericht als op het moment waarop door deieder wordt vastgesteld of de voorwaarden al dan niet zijn vervuld om daarop te bepalen of het bod gestand zal worden gedaan.

### 3. *Interpretatie inzake het voortzetten van een uitgebracht vrijwillig bod als verplicht bod*

'Gebruik' vrijwillig bod voor biedplicht

De interpretatie over de voortgang van een uitgebracht vrijwillig openbaar bod als verplicht leidde in de consultatie over het algemeen tot instemmende reacties waarbij de markt wel

<sup>141</sup> De verwachting is dat het naar aanleiding van de consultatie reacties aangepaste voorstel tot wijziging van het besluit openbare biedingen, op 1 juli 2012 in werking zal treden.

aangaf de voorkeur te geven aan een wettelijke regeling. Al bij de inwerkingtreding van de biedingsregels ter implementatie van de Overnamerichtlijn stelde de markt de vraag wat zou gelden in het geval gedurende een vrijwillig uitgebracht bod, de bieder 'overwegende zeggenschap' (30% van de stemrechten) zou verkrijgen en daardoor een verplicht bod zou moeten uitbrengen. Toen deze situatie zich in 2008 concreet voordeed en de bieder aangaf 'vrijwillig'<sup>142</sup> aan de regels voor het verplichte bod te willen voldoen, zag de AFM het als haar taak om dit te faciliteren.<sup>143</sup> De AFM nam hierbij in overweging de goede werking van de kapitaalmarkt en de bescherming van de beleggers op die markt en overwoog daarbij de volgende aspecten:

- geen onnodige onduidelijkheid laten ontstaan,
- de regels niet onnodig belemmerend laten zijn,
- en anderzijds de doelstellingen van de regels afdoende waarborgen.

Voorts waren de belangrijkste overwegingen van de AFM voor deze interpretatie dat:

- een eenmaal uitgebracht bod onherroepelijk is en dus niet op grond van het ontstaan van een biedplicht bij de bieder beëindigd kan worden
- geen parallelle biedingen kunnen worden uitgebracht. Het is niet mogelijk dat dezelfde bieder naast een reeds uitgebracht bod een tweede bod uitbrengt op dezelfde effecten van dezelfde doelvennootschap.

Op grond van de interpretatie is het daardoor mogelijk dat een bieder die vrijwillig een openbaar bod heeft uitgebracht en gedurende de looptijd van het bod overwegende zeggenschap verkrijgt, het vrijwillig uitgebrachte bod op zijn verzoek voorzet als een verplicht bod. Omdat de AFM niet treedt in de beoordeling of een biedplicht bestaat is het essentieel dat de bieder zelf heeft geconstateerd dat sprake is van een biedplicht en er vervolgens zelf voor kiest om een verplicht bod uit te brengen waarvoor hij het reeds uitgebrachte vrijwillige bod wenst 'om te vormen'. In de interpretatie geeft de AFM daarop de stappen waaraan moet worden voldaan om een uitgebracht vrijwillig bod voort te zetten als verplicht bod. Dit beleid zal naar verwachting in wetgeving worden omgezet met de geplande wijziging van het Bob per 1 juni 2012.

## 7.5 Wetshistorie; toekomst

Naar verwachting zullen met ingang van 1 juli 2012 de biedingsregels wederom worden gewijzigd. In de nieuwe regels zal het resultaat van de zogenaamde 'marktmeester' discussie<sup>144</sup> worden opgenomen. De biedingsregels zullen hierdoor een zogenaamde 'put up / shut up' regeling krijgen.<sup>145</sup> Op basis van die regeling zal via tussenkomst van de AFM een mogelijke bieder een termijn worden gesteld om duidelijk te maken of deze daadwerkelijk een openbaar bod overweegt. Met de introductie van deze regeling zullen tevens regels worden opgenomen waardoor het niet langer in alle gevallen mogelijk zal zijn voor een (potentiële) bieder om een (voorgenomen) openbaar bod te beëindigen en korte tijd later opnieuw te starten.

---

<sup>142</sup> Hiermee wordt bedoeld dat een oordeel van de Ondernemingskamer op een verzoek van aandeelhouders of de doelvennootschap in principe niet nodig is. Dit zal het geval zijn indien de bieder bij het verkrijgen van 30% stemrecht, direct een verplicht bod aankondigt. De bieder voldoet dan uit zichzelf aan zijn biedplicht.

<sup>143</sup> Zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl), zie onder interpretaties 'voortzetten van een uitgebracht vrijwillig bod als verplicht bod'.

<sup>144</sup> Zie paragraaf 2.2.

<sup>145</sup> <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2009/09/15/uitkomsten-consultatie-marktmeester.html>.

In dit voorstel tot aanpassing van het Bob zoals dit in 2010 door het Ministerie van Financiën is geconsulteerd, is de regeling uit de interpretatie voor het voortzetten van een uitgebracht vrijwillig openbaar bod als een verplicht bod, overgenomen. Indien het aangepaste Bob met daarin deze regeling op 1 juli 2012 daadwerkelijk in werking treedt, zal dit ertoe leiden dat de interpretatie van de AFM overbodig wordt en om die reden zal worden ingetrokken.

Voorts wordt op dit moment in opdracht van de Europese Commissie onderzoek verricht naar de ervaringen met de Overnamerichtlijn. Op basis van deze ervaringen zal worden bekeken of herziening van de richtlijn noodzakelijk is. Wellicht leidt dit in de nabije toekomst opnieuw tot aanpassingen van het Bob.

## 8 De grote geschiedenis; het dossieroverzicht

---

### 8.1 Overzicht van alle biedingen uit de periode van tien jaar toezicht door de AFM

In dit hoofdstuk is het volledige overzicht opgenomen van alle biedingendossiers waarop de AFM toezicht heeft gehouden. In dit overzicht zijn ook alle voorgenomen biedingen opgenomen waarvan de voorbereiding publiek is aangekondigd maar die niet zijn uitgebracht. Ten tijde van publicatie van dit rapport zal het 'register openbare biedingen' op de website van de AFM beschikbaar zijn.<sup>146</sup> In dit register zijn alle door de AFM (sinds 2007) goedgekeurde biedingsberichten opgenomen. Voor toekomstige biedingen zullen eveneens alle persberichten die partijen onder de biedingsregels publiceren, aan het register worden toegevoegd. Daarnaast werkt de AFM er aan om ook alle biedingsberichten die door de AFM voorafgaand aan eind 2007 zijn getoetst en dus niet goedgekeurd, in dit register beschikbaar te hebben.

De dossiers zijn in dit overzicht opgenomen in de volgorde waarin zij zijn aangekondigd (vandaar dat bijvoorbeeld concurrerende biedingen op eenzelfde doelvennootschap niet bij elkaar staan). In het overzicht zijn ook 'shared jurisdiction' biedingen opgenomen voor biedingen die na de implementatie van de Overnamerichtlijn zijn uitgebracht. Omdat de AFM bij deze biedingen slechts betrokken was ten aanzien de beoordeling van de standpuntbepaling, zijn voor deze biedingen niet alle gegevens opgenomen.

De in het overzicht opgenomen biedpremies zijn berekend op basis van de 'onverstoorde' slotkoers van de effecten. Meestal is hier de slotkoers van de effecten gehanteerd van de dag voorafgaand aan de aankondiging van het bod. In enkele gevallen waren bijvoorbeeld al enige tijd voorafgaande aan de aankondiging gesprekken gaande tussen bidder en doelvennootschap. In die gevallen is naar de laatste slotkoers gekeken voorafgaande aan het bekend worden van de gesprekken. In sommige premies is bovendien rekening gehouden met dividend betalingen.

In het overzicht zijn bij de bidder veelal de achterliggende bieders genoemd in plaats van het speciaal voor het bod opgerichte biedingsvehicle. De AFM beoogt hiermee een beter inzicht te geven in de betrokken partijen bij een bod.

---

<sup>146</sup> [www.afm.nl>professionals>registers](http://www.afm.nl>professionals>registers).

Doelvennootschap	Bieder	Shared jurisdiction <sup>1</sup>	Vriendelijk/ Vrijandig/verplicht <sup>2</sup>	Uitgebracht	Concurrerend	Prijs/ ruil	Premie <sup>3</sup>	Verlenging	Gestanddoening	% bij gestanddoening	% einde na aanmelding
<b>2001</b>											
Gucci Group N.V.	Pinault-Printemps-Redoute S.A.		vriendelijk	ja	nee	cash	18,76%	nee	ja	99,32	
N.V. Petroleum Maatschappij "Moeëra Enim" N.V.	Fortis Bank (Nederland) N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	noot 4	nee	ja	93,40	
Intereffekt Rising Sun N.V.	Intereffekt Commissionairs B.V.		vriendelijk	nee	nee						
Index Click Fonds N.V.	Fortis Bank (Nederland) N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	noot 4	nee	ja	99,10	99,51
Polynorm N.V.	Voest-Alpine AG		vriendelijk	ja	nee	cash	41%	nee	ja	99,30	
Free Record Shop Holding N.V.	Breuco Beheer B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	61%	nee	ja	98,00	99,50
<b>2002</b>											
Hollandsche Beton Groep N.V.	Grupo Dragados, S.A.		vriendelijk	ja	nee	cash	57%	nee	ja	98,90	99,70
Beter Bed Holding N.V.	NeSBIC Buy Out Fund B.V.		vriendelijk	nee	nee						
Helvoet Holding N.V.	Sluiswachter B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	44,83%	nee	ja	99,40	99,50
Nagron Nationaal Grondbezit N.V.	Van Herk - K.N.G. B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	1,4%	nee	ja	93,14	98,56
Haslemere N.V.	B.C.R.E. (Brack Capital Real Estate) B.V.		vriendelijk	ja	ja	cash	34,9%	nee	ja	82,68	84,39
Haslemere N.V.	Evia Real Estate B.V.		vrijandig	nee	ja						
Rhein Biotech N.V.	Berna Biotech AG		vriendelijk	ja	nee	mix	51%	nee	ja	83,40	92,20
Uni-Invest N.V.	Menwede Group B.V. - Lehman Brothers Real Estate Partners		vriendelijk	ja	nee	cash	19,8%	nee	ja	97,40	99,50
IsoTis N.V.	Modex Thérapeutiques S.A.		vriendelijk	ja	nee	ruil	-17,95%	nee	ja	95,30	98,12
Geveke N.V.	Pon Holdings B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	4,28%	nee	ja	96,00	99,30
EVC International N.V.	Hawkslease Finance Company Ltd. (Ineos).		vriendelijk	ja	nee	cash	33%	nee	ja	92,30	92,80
Axa Stenman Industries N.V.	Havana Holding B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	47%	nee	ja	95,80	98,90
United Pan-European Communications N.V.	UGC Europe, Inc.		neutraal	ja	nee	ruil	noot 5	ja	ja	96,00	98,00
<b>2003</b>											
Vodafone Libertel N.V.	Vodafone Group Plc.		neutraal	ja	nee	cash	2,8%	nee	ja	97,20	98,20
Cardio Control N.V.	Welch Allyn International Holdings, Inc.		vriendelijk	ja	nee	cash	18%	ja	ja	96,30	97,60
Koninklijke Volker Wessels Stevin N.V.	Victor Rijssen B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	56,18% <sup>6</sup>	nee	ja	80,60	90,30
Blydenstein-Willink N.V.	Hunter Douglas N.V.		vriendelijk	nee	nee						
NH Hoteles S.A.	Grupo Investor Hesperia S.A.	Esp	vrijandig	ja	nee	cash	noot 7	ja	ja	4,58	
Vredestein N.V.	Vredestein Investment Consortium N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	42%	nee	ja	96,80	99,40
Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.	Société Air France S.A.	US, F	vriendelijk	ja	nee	ruil	40%	nee	ja	89,22	96,33
HITT N.V.	Corpin B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	33%	ja	nee		
Scala Business Solutions N.V.	Epicor Software Corporation	US	vriendelijk	ja	nee	mix	49%	nee	ja	93,20	97,98
<b>2004</b>											
Koninklijke Vendex KBB N.V.	KKR / Change Capital / Alpinvest Partners (VDXK Acquisition BV)		vriendelijk	ja	nee	cash	35%	nee	ja	91,90	99,40
Delft Instruments N.V.	Alpinvest Partners N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	17%	nee	ja	98,21	99,79
Rodamco Asia N.V.	ING Real Estate Asia Investment B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	7,1%	nee	ja	85,70	95,30
Vastgoed Mixfonds N.V.	European Property Investors		vriendelijk	nee	nee						
W5 Vastgoed Westersuyker N.V.	Inflation Exchange Fund Nederland B.V. / Bouwfonds Asset Management B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	35,7% <sup>8</sup>	nee	ja	99,74	

Doelvennootschap	Bieder	Shared jurisdiction'	Vriendelijk/ Vrijandig/verplichtz'	Uitgebracht	Concurrerend	Prijs/ ruil	Premie <sup>3</sup>	Verlenging	Gestanddoening	% bij gestanddoening	% einde na aanmelding
Petropius International N.V.	RIVR Acquisition BV (The Carlyle Group)		vriendelijk	ja	nee	keuze	46%	nee	ja	94,17	99,77
Nedcon Groep N.V.	Voest-Alpine AG		vriendelijk	ja	nee	cash	24%	nee	ja	97,26	99,22
EVC International N.V.	Hawkslease Finance Company Ltd. (Ineos).		vriendelijk	ja	nee	cash	18%	nee	ja	84,40	86,40
Stern Groep N.V.	NPM Capital / Egeria		neutraal	nee	nee						
N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij Nederland / The 'Shell' Transport And Trading Company PLC	Royal Dutch Shell PLC	US (high court ivm scheme of arrangement)	vriendelijk	ja	nee	ruil	noot 5	nee	ja	91,69	98,70
Copaco N.V.	Molenwijck B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	11%	nee	ja	96,30	99,70
SNT Group N.V.	Koninklijke KPN N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	6%	nee	ja	93,50	93,70
PinkRocade N.V.	Getronics N.V.		vriendelijk	ja	ja	cash	40%	nee	ja	95,20	
Reesink N.V.	Van Herk - K.N.G. B.V.		vijandig	ja	nee	cash	28%	nee	nee		
PinkRocade N.V.	Ordina N.V.		vijandig	nee	ja						
Kühne & Heitz N.V.	Cebeco Groep B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	15%	nee	ja	99,30	99,80
<b>2005</b>											
Versatel N.V.	Tele2 Finance B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	47%	nee	ja	74,00	79,87
Hunter Douglas N.V.	Bergson Holdings N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	noot 7	nee	ja	71,70	
Koninklijke P&O Nedlloyd N.V.	A.P. Moller - Maersk A/S		vriendelijk	ja	nee	cash	40,6%	nee	ja	95,60	99,67
DIM Vastgoed N.V.	Homburg Invest, Inc.		vijandig	nee	ja						
AM N.V.	Koninklijke BAM Groep N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	31,6%	nee	ja	93,80	94,60
Sarakreek Holding N.V.	Delta Lloyd N.V.		vriendelijk	ja	ja	cash	noot 9	nee	ja	93,30	noot 10
Sarakreek Holding N.V.	Holland Management Holding B.V.		vijandig	nee	ja						
DIM Vastgoed N.V.	Equity One, Inc.		vijandig	ja	ja	cash	14,5%	nee	ja	21,10	24,90
Koninklijke Begemann Groep N.V.	Sivex Agro N.V.		vriendelijk	ja	nee	mix	14%	ja	ja	77,90	79,87
Koninklijke Frans Maas Groep N.V.	DSV A/S		vriendelijk	ja	nee	cash	12,59%	nee	ja	99,30	99,96
<b>2006</b>											
McGregor Fashion Group N.V.	Toeca Fashion Groep B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	16,3%	nee	ja	99,25	99,73
Priority Telecom N.V.	Cheilomedia Priority B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	26%	nee	ja	85,40	95,20
Airspray N.V.	Rexam Plastics Nederland B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	21%	nee	ja	82,80	96,89
VNU N.V.	Valcon Acquisition B.V.	US	vriendelijk	ja	nee	cash	23,1% <sup>11</sup>	ja	ja	78,70	98,97
Athlon Holding N.V.	De Lage Landen International B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	16,8%	nee	ja	97,70	99,60
N.V. Bever Holding	Beauchamp Beheer B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	5,33%	nee	ja	93,30	
Blydenstein-Willink N.V.	Verosol Holding B.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	14%	ja	ja	98,16	99,51
DNC De Nederlanden Compagnie N.V.	DPA Flex Group N.V.		vriendelijk	nee	nee						
Isotis SA	Isotis, Inc.	Can, Zwi	vriendelijk	ja	nee	ruil	noot 5	nee	ja	74,96	90,46
Seagull Holding N.V.	Rocket Software, Inc.		vriendelijk	ja	nee	cash	94%	nee	ja	95,40	
<b>2007</b>											
Koninklijke Nedschroef Holding N.V.	Gilde Buy-Out Partners / Parcom		vriendelijk	ja	nee	cash	27%	nee	ja	98,13	99,70
Rodamco Europe N.V.	Unibail Holding S.A.	Fr, Be	vriendelijk	ja	nee	ruil	15,1%	nee	ja	79,60	95,74
Nieuwe Steen Investments N.V.	Habas H.Z. Investments Ltd.		neutraal	nee	nee						
ABN AMRO Holding N.V.	Barclays PLC	US	vriendelijk	ja	ja	mix	27,63%	nee	nee		



Doelvennootschap	Bieder	Shared Jurisdiction <sup>1</sup>	Vriendelijk/ Vijandig/verplicht <sup>2</sup>	Uitgebracht	Concurrerend	Prijs/ ruil	Premie <sup>3</sup>	Verlenging	Gestanddoening	% bij gestanddoening	% einde na aanmelding
ABN AMRO Holding N.V.	Fortis N.V en Fortis SA/NV / The Royal Bank of Scotland Group plc / Banco Santander Central Hispano, S.A.	US	neutraal*	ja	ja	mix	40,71% <sup>12</sup>	nee	ja	86,00	98,80
Koninklijke Wegener N.V.	Mecom Group Plc		vriendelijk	ja	nee	keuze	5,4%	ja	ja	86,56	
Endemol N.V.	Edam Acquisition B.V. (consortium)		vriendelijk	ja	nee	cash	12,6%	nee	ja	99,54	99,73
Stork N.V.	Candover Partners Limited		vriendelijk	ja	nee	cash	11%	ja	nee		
Univar N.V.	CVC Capital Partners		vriendelijk	ja	nee	cash	37,3%	ja	ja	97,20	99,40
Koninklijke Numico N.V.	Groupe Danone S.A.		vriendelijk	ja	nee	cash	37,7%	nee	ja	90,47	98,40
Tele Atlas N.V.	TomTom N.V.		vriendelijk	ja	ja	cash	28%	nee	nee		
Tele Atlas N.V.	Garmin Ltd.		vijandig	nee	ja						
Getronics N.V.	Koninklijke KPN N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	23%	nee	ja	89,50	97,60
Hagemeyer N.V.	Sonepar S.A.		vijandig	nee	ja						
Hagemeyer N.V.	Rexel S.A.		vriendelijk <sup>13</sup>	ja	ja	cash	16,59%	nee	ja	95,71	98,67
Tele Atlas N.V.	TomTom N.V.		vriendelijk	ja	ja	cash	81%	ja	ja	97,48	99,29
VastNed Retail N.V.	IEF Capital N.V.		vijandig	nee	nee						
Koninklijke Grolsch N.V.	SABMiller Plc		vriendelijk	ja	nee	cash	79,4%	nee	ja	94,65	99,46
Stork N.V.	Candover Partners Limited (consortium)		vriendelijk	ja	nee	cash	11%	nee	ja	98,00	99,50
Vedior N.V.	Randstad Holding N.V.		vriendelijk	ja	nee	mix	64,1%	nee	ja	93,46	
<b>2008</b>											
Koninklijke Econosto N.V.	Gilde Buy-Out Partners		vriendelijk	ja	ja	cash	38,4%	nee	nee		
Corporate Express N.V.	Staples, Inc.	US	vriendelijk <sup>13</sup>	ja	nee	cash	51%	nee	ja	95,20	99,30
Koninklijke Econosto N.V.	ERIKS Group N.V.		vriendelijk <sup>13</sup>	ja	ja	cash	56,7% <sup>14</sup>	nee	ja	94,80	99,10
Schuitema N.V.	CVC Capital Partners		verplicht	ja	nee	cash	-27,14% <sup>15</sup>	nee <sup>16</sup>	ja	99,95	
RSDB N.V.	Homborgh / De Pundert Group		vriendelijk	nee	nee						
DNC De Nederlanden Compagnie N.V.	Adecco S.A.		vriendelijk	ja	nee	cash	52%	ja	ja	95,65	99,78
Exendis N.V.	3L Capital Holding B.V.		verplicht	ja	nee	cash	14%	nee	ja	62,28	
Gouda Vuurvast Holding N.V.	RijnDijk Groep B.V.		verplicht <sup>17</sup>	ja	nee	cash	-16,28%	ja	ja	99,63	
Smit Internationale N.V.	Koninklijke Boskalis Westminster N.V.		vijandig	nee	nee						
<b>2009</b>											
Crucell N.V.	Wyeth	US	vriendelijk	nee	nee						
Satyam Computer Services Ltd.	Tech Mahindra Ltd.	India	nee <sup>18</sup>	nee <sup>18</sup>							
Simac Techniek N.V.	Simal Beheer B.V.		vriendelijk	nee	nee						
Eriks N.V.	SHV Holdings N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	72,5% <sup>6</sup>	nee	ja	97,38	99,18
EFES Breweries N.V.	Anadolu Efes S.A.	UK	ja <sup>19</sup>	ja <sup>19</sup>							
NR Nordic & Russia Properties Ltd.	Londen & Regional Group Holdings Ltd	UK	neutraal*	ja	nee	cash	26,3%	ja	nee		
Thunderbirds Resorts, Inc.	Beneficial Holdings, Inc.		vijandig	nee	nee						
Super de Boer N.V.	B.V. Sperwer Holding		neutraal	nee	nee						
Smit Internationale N.V.	Koninklijke Boskalis Westminster N.V.		vriendelijk	ja	nee	cash	12,9%	nee	ja	89,57	97,32
Océ N.V.	Canon Inc.		vriendelijk	ja	nee	cash	70%	nee	ja	71,30	84,65
Dim Vastgoed N.V.	Equity One, Inc.		vriendelijk	ja	nee	cash	75,9%	nee	ja	92,50	95,50

Doelvennootschap	Bieder	Shared jurisdiction <sup>1)</sup>	Vriendelijk/ Vijandig/verplicht <sup>2)</sup>	Uitgebracht	Concurrerend	Prijs/ ruil	Premie <sup>3)</sup>	Verlenging	Gestanddoening	% bij gestanddoening	% einde na aanmelding
<b>2010</b>											
Punch Graphix NV	NPM Capital		vriendelijk	nee	nee						
Roto Smeets Group N.V.	Riva Investments B.V.		vriendelijk	nee	nee						
Brit Insurance N.V.	Achilles Netherlands Holdings B.V.	UK		ja <sup>19)</sup>							
Cruell N.V.	Johnson & Johnson	US	vriendelijk	ja	nee	cash	58%	nee	ja	95,21	98,89
Smarttrack N.V.	OEP Technologie B.V.	D		ja <sup>19)</sup>							
Draka Holding N.V.	Nexans S.A.		vijandig	nee	ja						
Draka Holding N.V.	Prysmian S.p.A.		vriendelijk	ja	ja	mix	25,4%	nee	ja	90,40	99,02
Draka Holding N.V.	Tianjin Xinmao S&T Investment Corp.		vijandig	nee	ja						
Gamma Holding N.V.	Gilde Buy-Out Partners / Parcom		verplicht	ja	nee	cash	58,9%	nee	ja	91,50	98,20
<b>2011</b>											
Teleplan International N.V.	Gilde Buy-Out Partners	D		ja <sup>19)</sup>							
Prologis European Properties	Prologis, Inc.	Lux	neutraal	ja <sup>20)</sup>							
Hypo Alpe Adria (Jersey) II Limited	Hypo Alpe Adria Bank International AG			nv <sup>21)</sup>							
Witte Molen N.V.	Value8 N.V.		vijandig	nee <sup>22)</sup>	nee						
Homburg Invest Inc.	Homburg Canada Inc.	Can	vijandig	nee	nee						

<sup>1)</sup> 'Shared jurisdiction' kan zowel betekenen: (1) sinds 28 oktober 2007: dat een andere Europese autoriteit de 'bevoegde autoriteit' is en daarmee de principiële autoriteit om toezicht te houden op het openbaar bod. De AFM houdt in die gevallen toezicht op de standpuntbepaling van de doelvennootschap, (2) voor 28 oktober 2007: dat de biedingsregels van het genoemde land ook van toepassing waren, of (3) voor zover het geen Europese toezichthouder betreft dat gedeelde bevoegdheid bestaat ten aanzien van het toezicht op een openbaar bod.

<sup>2)</sup> Vijandig/vriendelijk/neutral: de aanduiding neutral kan ook staan voor aanvankelijk vijandig en later neutral bod. Neutraal staat in dat geval gemarkeerd met \*. In een 'neutral bod' geeft het bestuur in haar standpuntbepaling een inhoudelijk oordeel over het bod zonder daarbij een positieve of negatieve aanbeveling te doen.

<sup>3)</sup> De premie is berekend ten opzichte van de laatste 'onverstoorde' beurskoers, dat wil zeggen de koers van de dag voordat het voorgenomen bod bekend werd in de markt, meestal de dag voorafgaand aan de aankondiging van het bod.

<sup>4)</sup> Geen betrouwbare informatie.

<sup>5)</sup> Geen relevante informatie: herstructurering (Shell en UPC) / verplaatsing zetel (Isotis).

<sup>6)</sup> Bij de berekening van de premie is rekening gehouden met een dividendbetaling op de aandelen van de doelvennootschap.

<sup>7)</sup> Geen relevante informatie: tender bod.

<sup>8)</sup> De berekening is gebaseerd op de slotkoers voorafgaand aan de eerste gesprekken. Hier is de slotkoers van 20 april 2004 gehanteerd, welke datum eerder ligt dan de slotkoers die bij berekening van de overige premies is gebruikt.

<sup>9)</sup> Geen relevante informatie: de doelvennootschap was een lege vennootschap.

<sup>10)</sup> Geen informatie.

<sup>11)</sup> De berekening is gebaseerd op de slotkoers op de dag voor de aankondiging door VNU van de voorgenomen fusie met IMS Health.

<sup>12)</sup> De berekening is gebaseerd op dezelfde slotkoers als voor het bod van Barclays PLC.

<sup>13)</sup> Aanvankelijk een vijandig bod, daarna vriendelijk.

<sup>14)</sup> De berekening is gebaseerd op de slotkoers op de dag voor de aankondiging van het bod van Gilde Buy-Out Partners op Econosto N.V.

<sup>15)</sup> De berekening is gebaseerd op de biedprijs bij het uitbrengen van het bod. De Ondernemingskamer heeft later de billijke prijs aangepast.

<sup>16)</sup> In verband met de bij de Ondernemingskamer gestarte procedure voor vaststelling van de billijke prijs, werd de aanmeldingstermijn geschorst.

<sup>17)</sup> Het bod is vrijwillig gestart. Tijdens het bod ontstond de verplichting tot het uitbrengen van een verplicht bod.

<sup>18)</sup> Notering in Nederland beëindigd voordat het bod werd uitgebracht.

<sup>19)</sup> 'Shared jurisdiction' waarbij de AFM niet de bevoegde autoriteit voor goedkeuring van het biedingsbericht was.

<sup>20)</sup> Eerste door AFM ontvangen paspoort: het biedingsbericht, inclusief Nederlandse samenvatting, is aan de AFM gezonden op grond van artikel 11 Bob.

<sup>21)</sup> Volledige ontheffing van de biedingsregels

<sup>22)</sup> Het bod is op het moment van opstellen van het overzicht (nog) niet uitgebracht.



**Autoriteit Financiële Markten**

**T + 020 797 2000 | F +020 797 3800**

**Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam**

**Emissies en Openbare Biedingen**

**T + 020 797 2896**

**E-mail [openbare.biedingen@afm.nl](mailto:openbare.biedingen@afm.nl)**

**[www.afm.nl](http://www.afm.nl)**

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, november 2011