

Interpretatie 'regelmatig beursverkeer' bij openbaar bod

Vrijstelling voor transacties in regelmatig verkeer op markten in financiële instrumenten ex artikel 56b sub a Vr Wft in het kader van een openbaar bod.

Gelijke behandeling van aandeelhouders is een kernbeginsel van de biedingsregels. Een uitwerking hiervan vormt het verbod op gunstiger transacties na afloop van een openbaar bod. Op grond van artikel 5:79 Wet op het financieel toezicht (**Wft**) is het de bieder, indien hij zijn openbaar bod gestand heeft gedaan, gedurende een periode van een jaar nadat het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld niet toegestaan effecten van de soort waarop het bod betrekking had, direct of indirect, te verwerven tegen voor de rechthebbende van die effecten gunstiger voorwaarden dan volgens het bod. Op grond van artikel 56b sub a Vrijstellingsregeling Wft (**Vr Wft**) geldt een vrijstelling van dit verbod voor bidders die effecten verwerven in regelmatig verkeer op markten in financiële instrumenten. In dit verband spreekt men ook wel van de vrijstelling voor regelmatig beursverkeer.

Het is de AFM recentelijk gebleken dat de reikwijdte van de vrijstelling voor regelmatig beursverkeer niet voor alle marktpartijen duidelijk is. Op basis van deze ervaring wil de AFM richting geven aan de markt. Allereerst worden enkele algemene richtlijnen gegeven over de reikwijdte van het begrip 'regelmatig beursverkeer'. Vervolgens wordt ter illustratie een voorbeeld casus beschreven.

Reikwijdte 'regelmatig beursverkeer'

Het verbod op gunstiger transacties na afloop van een openbaar bod zoals neergelegd in artikel 5:79 Wft vloeit voort uit het kernbeginsel van de biedingsregels dat aandeelhouders gelijk moeten worden behandeld. Met dit verbod wordt onder andere beoogd te voorkomen dat (groot)aandeelhouders hun aandelen niet aanmelden onder een openbaar bod in de hoop na afloop van het bod een hogere prijs te kunnen bedingen. Zij zouden daarmee in een betere positie komen te verkeren dan de aandeelhouders die hun aandelen hebben aangemeld onder het bod. De vrijstelling voor regelmatig beursverkeer zoals neergelegd in artikel 56b sub a Vr Wft strekt er kort gezegd toe het verbod van artikel 5:79 Wft te beperken tot één op één transacties. Gelet op het belang van het beginsel dat aandeelhouders gelijk moeten worden behandeld dient deze vrijstelling beperkt te worden uitgelegd. Indien een transactie kenmerken vertoont van een één op één transactie, is de vrijstelling voor regelmatig beursverkeer dus niet van toepassing.

Om te kwalificeren als regelmatig beursverkeer dient de gehele transactie (met inachtneming van alle toepasselijke regels en procedures) *op de beurs* tot stand te zijn gekomen zonder inmenging

vooraf door of namens de betrokken partijen. Dit betekent onder meer dat ook de prijs op de beurs tot stand moet zijn gekomen zonder inmenging vooraf door of namens de betrokken partijen. De AFM is van mening dat in ieder geval geen sprake is van regelmatig beursverkeer als de bieder en een (groot)aandeelhouder buiten de beurs overeenstemming bereiken over een pakketaankoop en de transactie vervolgens over de beurs leiden. Ook als geen voorafgaande overeenkomst tot stand is gekomen kwalificeert een beurstransactie onder omstandigheden niet als regelmatig beursverkeer. Hierbij valt te denken aan de hierna beschreven voorbeeld casus waarin partijen voorafgaand overleg over de transactie hebben gevoerd en zij hun koop en verkooporders kennelijk op elkaar hebben afgestemd. Een dergelijke handelwijze vormt geen regelmatig beursverkeer in de zin van artikel 56b sub a Vr Wft. De eventuele omstandigheid dat de prijs past binnen het normale koersverloop maakt dit niet anders.

Voorbeeld casus

De bieder heeft een ruilbod uitgebracht op alle aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap. Volgens een bepaalde ruilverhouding werden effecten in de bieder geboden. In de aanmeldingstermijn is een relatief klein percentage aandelen in de doelvennootschap aangemeld. De bieder heeft het bod toch gestand gedaan, waardoor zijn belang werd uitgebreid.

De bieder heeft binnen een jaar na gestanddoening van het openbaar bod aandelen in de doelvennootschap in relatief grote pakketten bijgekocht via verschillende transacties op de beurs. Ten minste één van die transacties trok de aandacht van de AFM. Het betrof de aankoop van een pakket van meerdere procenten. De prijs die de bieder voor dit pakket betaalde paste binnen het normale koersverloop, maar was om twee redenen gunstiger dan de biedprijs. In de eerste plaats was het bedrag (iets) hoger dan de waarde van de effecten die in ruil werden geboden onder het bod. In de tweede plaats betrof het een cash betaling. Een betaling in cash wordt door aandeelhouders in het algemeen als gunstiger ervaren dan een betaling in effecten. Nu de aankoop tegen gunstiger voorwaarden plaatsvond binnen een jaar na gestanddoening, viel de transactie in beginsel onder het verbod van artikel 5:79 Wft. De vraag was of de vrijstelling voor regelmatig beursverkeer van toepassing was.

Uit onderzoek bleek dat de bieder en de verkoper voorafgaand aan de transactie telefonisch contact met elkaar hebben gehad. Zij hebben overleg gevoerd over de (omvang van de) transactie en de prijs van het aandelenpakket. Niet is vast komen te staan dat zij een (mondelijke) overeenkomst hadden gesloten. Wel staat vast dat de verkoper en de bieder na het overleg binnen enkele minuten na elkaar een verkoop respectievelijk koop order hebben ingelegd. Dit waren limiet orders van dezelfde omvang, waarbij de minimale prijs van de verkooporder correspondeerde met de maximale prijs van de kooporder. Deze prijzen kwamen overeen met hetgeen partijen vooraf



hadden besproken. Op basis van de limiet orders is de transactie op de beurs geëffectueerd. De AFM is van oordeel dat onder deze omstandigheden (te weten: voorafgaand overleg tussen de bieder en de verkopende aandeelhouder en orders die op elkaar aansloten voor wat betreft type, prijs, volume en/of het tijdstip waarop ze werden ingelegd) in ieder geval geen sprake was van regelmatig beursverkeer, waardoor de vrijstelling van artikel 56b sub a Vr Wft niet van toepassing was.

Relevantie voor *best price rule*

De AFM merkt op dat het begrip regelmatig beursverkeer ook relevant is voor de reikwijdte van de *best price rule* zoals neergelegd in artikel 19 Besluit openbare biedingen Wft. De uitleg van de AFM zoals hierboven weergegeven is ook van toepassing op die bepaling.

Contact

Bij twijfel over de toepasselijkheid van de vrijstelling voor regelmatig beursverkeer zoals neergelegd in de artikelen 56b sub a Vr Wft en 19 Bob, kunt u [contact](#) opnemen met de AFM via e-mail: openbare.biedingen@afm.nl.