

### **Verbod van potestatieve voorwaarden ex artikel 12, tweede lid Bob**

Een openbaar bod is onherroepelijk vanaf het moment dat het bod is uitgebracht door de publicatie van het biedingsbericht. Uit de onherroepelijkheid van het bod vloeit voort dat een bieder de verplichting tot nakoming van het openbare bod niet afhankelijk mag stellen van een voorwaarde waarvan de vervulling afhankelijk is van zijn wil. Dit verbod tot het stellen van zogenoemde ‘potestatieve’ voorwaarden bij een openbaar bod is vastgelegd in artikel 12, tweede lid Besluit openbare biedingen Wft (Bob).

Na het einde van de aanmeldingstermijn heeft de bieder op grond van artikel 16, eerste lid Bob de verplichting om binnen drie werkdagen openbaar mede te delen of hij zijn bod gestand doet. Uit deze verplichting volgt dat na het einde van de aanmeldingstermijn het aan de bieder is om vast te stellen of alle voorwaarden bij het bod zijn vervuld; zijn alle voorwaarden vervuld, dan móet de bieder het bod gestand doen. Indien echter een voorwaarde niet is vervuld, dan kan de bieder op grond van het niet vervuld zijn van deze voorwaarde besluiten zijn bod niet gestand te doen.

Mocht eerder vast komen te staan dat een door de bieder gestelde voorwaarde niet wordt vervuld, dan heeft de bieder op grond van artikel 12, derde lid Bob de verplichting hierover onverwijld een openbare mededeling te doen.<sup>1</sup> Bij deze openbare mededeling dient de bieder ook zijn beslissing mede te delen of op grond van het niet vervullen van de voorwaarde het openbaar bod vervalt. De bieder kan besluiten het niet vervuld zijn van een voorwaarde naast zich neer te leggen (te ‘waiven’) en het bod alsnog gestand te doen als hij deze mogelijkheid uitdrukkelijk in het biedingsbericht heeft voorbehouden<sup>2</sup>.

De AFM geeft hierbij haar standpunt ten aanzien van het verbod tot het stellen van potestatieve voorwaarden ex artikel 12, tweede lid Bob.

### **Standpunt AFM**

Naar het oordeel van de AFM volgt uit het verbod van artikel 12, tweede lid Bob en uit de onherroepelijkheid van een bod dat een voorwaarde geen element mag bevatten waardoor de bieder de vervulling van een voorwaarde kan beïnvloeden.

Een dergelijke invloed van de bieder zou met name op twee momenten kunnen bestaan: (i) bij het formuleren en opnemen van de voorwaarde in het biedingsbericht en (ii) op het moment waarop na het einde van de aanmeldingstermijn door de bieder wordt vastgesteld of alle voorwaarden zijn vervuld en hij het bod gestand moet doen. Op beide momenten dient te zijn gewaarborgd dat de vervulling van de voorwaarde niet van de wil van de bieder afhangt zoals hierna nader zal worden toegelicht<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Als tijdens de aanmeldingstermijn een voorwaarde wordt vervuld, waarvan de vervulling van wezenlijk belang is voor het welslagen van het bod, dan dient hier ook onverwijld een openbare mededeling over te worden gedaan op grond van artikel 5:25i Wft jo artikel 4 Bob.

<sup>2</sup> Vgl. Nota van toelichting bij het Bob, Bijlage B, onderdeel 2 en 3: “De bieder heeft de bevoegdheid om gestand te doen, ook wanneer een van de voorwaarden is vervuld. In het biedingsbericht dient vermeld te worden van welke voorwaarden de bieder eventueel afstand doet.”

<sup>3</sup> Waar hierna wordt gesproken van het moment dat de bieder na het einde van de aanmeldingstermijn vaststelt of alle voorwaarden zijn vervuld, wordt daarmee tevens bedoeld elk eerder moment in de zin van artikel 12, derde lid Bob.

Een belangrijk aspect om te zorgen dat een voorwaarde niet potestatief is, is dat voorwaarden zo duidelijk en meetbaar mogelijk worden geformuleerd. Het duidelijk en meetbaar formuleren van voorwaarden is belangrijk om te voorkomen dat ‘beoordelingsruimte’ voor de bieder ontstaat op het moment dat deze (na het einde van de aanmeldingstermijn) vaststelt of alle voorwaarden zijn vervuld. Als geen beoordelingsruimte bestaat kan immers objectief worden vastgesteld of de bieder terecht concludeert dat een voorwaarde al dan niet vervuld is. Daarnaast leiden duidelijk en meetbaar geformuleerde voorwaarden ertoe dat aandeelhouders zich een realistisch beeld kunnen vormen over de waarschijnlijkheid dat een voorwaarde wordt vervuld en het bod gestand wordt gedaan.

Op grond van de biedingsregels ziet de AFM erop toe dat een bieder op transparante wijze vaststelt of alle voorwaarden vervuld zijn of niet. Mochten rechthebbenden op de effecten van de doelvennootschap waarop het bod ziet (hierna kortheidshalve de ‘aandeelhouders’) van mening zijn dat de bieder ten onrechte een beroep op een voorwaarde doet, dan kunnen zij uiteindelijk overwegen een procedure bij de civiele rechter te beginnen.

Overigens rust op de bieder krachtens artikel 6:23, eerste lid BW juncto artikel 6:2 BW een algemene wettelijke inspanningsverplichting. Op grond van deze inspanningsverplichting zal een bieder binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid moeten meewerken aan het vervullen van voorwaarden die impliciet mede afhankelijk zijn van (formele) handelingen die de bieder moet verrichten.

Het spreekt voor zich dat in de voorwaarden geen formuleringen mogen staan die inhouden dat “naar het oordeel van de bieder” sprake zal zijn van een bepaalde gebeurtenis of situatie. Dergelijke formuleringen zijn van de wil van de bieder afhankelijk en daardoor in strijd met artikel 12, tweede lid Bob.

Voor de meeste voorwaarden zal het geen probleem moeten zijn deze duidelijk en meetbaar te formuleren. Het betreft dan voorwaarden die uitgaan van het zich (al dan niet) voordoen van een duidelijk beschreven ‘externe’ gebeurtenis, dat wil zeggen: niet van de invloed van de bieder afhankelijk. Voorbeelden van dergelijke gebeurtenissen zijn de aanmelding onder het bod van een minimaal aantal aandelen (of percentage van het aandelenkapitaal) of de aankondiging van een concurrerend bod.

Voor de veel voorkomende *material adverse change*-voorwaarde, wordt hierna nader beschreven aan welke vereisten deze naar het oordeel van de AFM moet voldoen om niet als potestatief te worden beschouwd.

### **Voorwaarden ten aanzien van *material adverse change***

Een veel voorkomende voorwaarde bij openbare biedingen is de *material adverse change*-clausule (‘MAC’). Deze voorwaarde houdt in dat de bieder het bod niet gestand zal doen als zich een gebeurtenis voordoet die een materieel nadelig effect heeft op de doelvennootschap (bijvoorbeeld op de financiële positie, de winstgevendheid, de *cash flow* of de activa van de doelvennootschap).

Regelmatig worden bij de formulering van een MAC niet alle denkbare onvoorziene omstandigheden die zich zouden kunnen voordoen expliciet uitgeschreven. Formuleringen houden bijvoorbeeld in dat zich ‘*geen omstandigheid, gebeurtenis of reeks van gebeurtenissen*’ mag hebben voorgedaan met een materieel nadelig gevolg voor de doelvennootschap. Het feit dat door een dergelijke formulering een groot aantal potentiële

gebeurtenissen aanleiding kan geven de voorwaarde in te roepen, maakt de voorwaarde niet potestatief omdat op het moment van het zich voordoen van de betreffende gebeurtenis (en het vervolgens inroepen van de MAC) objectief zal kunnen worden beoordeeld of de bieder ook daadwerkelijk geen invloed op deze gebeurtenissen heeft gehad.

Het element “*materieel nadelig effect*” in een MAC voorwaarde, wordt door een bieder ook vaak in algemene bewoordingen beschreven. Dit element leent zich er juist voor meetbaar te worden gemaakt door aan te sluiten bij bepaalde (kwantificeerbare) waarderingsgrondslagen. In zijn algemeenheid is de AFM evenwel van oordeel dat een algemene formulering toelaatbaar is, mits het element ‘*materieel nadelig effect*’ objectief is vast te stellen zoals hierna beschreven.

Als in een MAC het element “*materieel nadelig effect*” in algemene termen is opgesteld, is de AFM van oordeel dat uit de formulering van de MAC duidelijk dient te blijken dat het vaststellen of sprake is van een ‘*materieel nadelig effect*’ niet naar de subjectieve maatstaf van de bieder plaats vindt, maar naar de maatstaf van redelijkheid en billijkheid. Daarbij moeten alle bij het bod betrokken en uit de biedingsregels voortvloeiende belangen worden afgewogen.

Er mag geen beoordelingsruimte voor de bieder bestaan op het moment dat deze na het einde van de aanmeldingstermijn vaststelt of de voorwaarde is vervuld. Als de bieder op dat moment naar zijn eigen subjectieve maatstaf zou mogen vaststellen of sprake is van een materieel nadelig effect op de doelvennootschap, dan is de voorwaarde in strijd met artikel 12, tweede lid Bob.