

Eendracht maakt macht

- op zoek naar een toverformule ter regulering van acting in concert -

J.H.L. Beckers

Studentnummer: 0127434

Begeleiders: Prof. mr. drs. M.P. Nieuwe Weme en mr. drs. B.J. de Jong

Augustus 2008

Inhoudsopgave

1. Inleiding	4
1.1. Introductie	4
1.2. Doel van de scriptie	7
1.3. Onderzoeksopzet	8
2. Communautaire achtergrond	9
2.1. Inleiding	9
2.2. Dertiende richtlijn	9
2.3. Mate van harmonisatie van de Richtlijn	14
2.4. Gevolgen niet-tijdige implementatie van de Richtlijn	15
3. Nederlandse acting in concertregeling	19
3.1. Achtergrond	19
3.2. Aard van het onderlinge overleg	20
3.2.A. Vorm van het onderlinge overleg	22
3.2.B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg	26
3.2.C. Doel van het onderlinge overleg	28
3.3. Verwervingsconcept	42
3.4. Acting in concert en de biedplicht	43
3.4.1. Normadressaten	44
3.4.2. Ontstaansmoment van de biedplicht	46
3.5. Conclusie	48
4. Buitenlandse acting in concertregelingen	49
4.1. Inleiding	49
4.2. Acting in concert in Duitsland	49
4.2.1. Wettelijk kader	49
4.2.2. Uitleg van de wettelijke regeling	53
4.2.2.A. Vorm van het onderlinge overleg	53
4.2.2.B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg	53
4.2.2.C. Doel van het onderlinge overleg	54

4.2.3	Wetswijziging	56
4.3.	Acting in concert in het Verenigd Koninkrijk	58
4.3.1.	Wettelijk kader	58
4.3.2.	Uitleg van de wettelijke regeling	60
4.3.2.A.	Vorm van het onderlinge overleg	61
4.3.2.B.	Duurzaamheid van het onderlinge overleg	61
4.3.2.C.	Doel van het onderlinge overleg	61
4.4.	Rechtsvergelijkende synthese	63
4.4.A.	Vorm van het onderlinge overleg	64
4.4.B.	Duurzaamheid van het onderlinge overleg	64
4.4.C.	Doel van het onderlinge overleg	64
5.	Toezicht en handhaving	67
5.1.	Inleiding	67
5.2.	Toezichthouder	67
5.2.1.	Wettelijke regeling: OK	67
5.2.2.	Alternatief: AFM	69
5.3.	Aspecten van toezicht	72
5.3.1.	Bewijspositie minderheidsaandeelhouder	72
5.3.2.	Gratieregeling	75
5.4.	Conclusie	75
6.	Conclusies en aanbevelingen	77
6.1.	Inleiding	77
6.2.	Conclusies	77
6.3.	Aanbevelingen	77
	Literatuurlijst	80

1. Inleiding

1.1. Introductie

Met de implementatie van de dertiende Europese vennootschapsrichtlijn¹ (“de Richtlijn”) wordt in Nederland het verplicht bod geïntroduceerd. Een partij die 30% van de stemrechten verwerft, wordt verplicht een openbaar bod uit te brengen op de resterende aandelen². Deze regeling beoogt naast een evenredige verdeling van de controlepremie³ de bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders⁴. Het verplicht bod biedt immers de minderheidsaandeelhouder die wordt geconfronteerd met een controlerende meerderheid de mogelijkheid om tegen een billijke prijs afstand te doen van zijn aandelen. Om de daadwerkelijke invloed van een aandeelhouder in de vennootschap te bepalen en aldus adequate bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen machtsmisbruik te garanderen moet rekening worden gehouden met situaties waarin partijen overwegende zeggenschap verwerven door in overeenstemming te handelen, al dan niet met omzeiling van de biedplicht als doel. In het Verenigd Koninkrijk noemt men dit vraagstuk *acting in concert*. Hierbij kan het gaan om partijen die hun stemgedrag in de AvA op elkaar afstemmen, partijen die gezamenlijk een nieuwe topman aandragen of om moedervenootschappen die de aankoop van aandelenpakketten via dochtervenootschappen laten lopen teneinde de biedplicht of statutaire stemrechtbeperkingen te omzeilen. Andere verschijningsvormen zijn talrijk en komen in het verloop van het onderzoek aan bod.

Al sinds tijden werken groepen kleine aandeelhouders samen op basis van volmachtverlening en/of stemovereenkomsten.⁵ Door hun individuele belangen te bundelen kunnen zij soms ge-

¹ Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004. betreffende het openbaar overnamebod, PB EU 2004 L 142/12.

² In navolging van de tekst van de Richtlijn en Nieuwe Weme (2004), p. 59 is het beter te spreken van “effecten” dan van aandelen. Echter, omdat niet het verplicht bod zelf centraal staat, spreek ik hier en in het vervolg ten behoeve van de eenvoud over “aandelen”.

³ Nieuwe Weme (2004), p. 59. Het is mijns inziens twijfelachtig of in geval van *acting in concert* überhaupt een controlepremie betaald wordt. Omdat dit niet een door de richtlijn geëxpliciteerd doel is van het verplicht bod, laat ik dit punt verder rusten.

⁴ Overweging (2) van de Richtlijn.

⁵ Zie hierover ook Slagter (1984), p. 235. Slagter noemde destijds de volmacht het machtigste doch in Nederland minst ontwikkeld en gebruikt instrument om aandeelhouders gezamenlijke macht te doen uitoefenen. Hij beargumenteerde evenwel dat dit in de toekomst zou veranderen. Het feit dat samenwerkende aandeelhouders hiermee niet in de openbaarheid treden, maakt het een lastig onderzoeksgebied. Daarom kan de hypothese van Slagter ook niet getoetst worden.

zamenlijk de controle over een vennootschap krijgen.⁶ Onder meer als gevolg van het gunstige Corporate Governance-klimaat⁷ is een duidelijke trend zichtbaar waarin aandeelhouders steeds vaker samen optrekken. Activistische aandeelhouders zetten gezamenlijk het management onder druk om op die manier bepaalde beslissingen af te dwingen. Soms blijft het bij dreigen⁸, soms gaat men over tot actie⁹. Opvallend genoeg is dit slechts mogelijk omdat de overige aandeelhouders schitteren door afwezigheid; als gevolg van absenteïsme kan een kleine groep aandeelhouders de besluitvorming domineren. Hierbij past de kanttekening dat recent onderzoek aantoonde dat steeds meer aandeelhouders op de vergadering hun stem uitbrengen. In 2005 lag het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen bij AEX-vennootschappen op 33,3%. In 2006 was dit 36,4%.¹⁰ In 2007 is het percentage gestegen tot 42,5%.¹¹

Het aantal recente voorbeelden van dergelijke praktijken is legio. Bij het vroegere Vendex KBB (thans Maxeda) Stork en Philips werd onder druk van aandeelhouders een deel van de onderneming afgesplitst. Ook bij Ahold is enige tijd geleden een groep aandeelhouders opgestaan met het (dringende) verzoek om een deel van de onderneming te verkopen.¹² Deze oproep is verhoord: een groot onderdeel (US Food) is verkocht en de aandeelhouders hebben hun superdividend. Bij twee andere beursgenoteerde ondernemingen, VNU en Versatel, werd de door het management zorgvuldig voorbereide acquisitie door toedoen van een groep activistische aandeelhouders geannuleerd. Het is de vraag of dit soort samenwerking kwalificeert als acting in concert. Kunnen aandeelhouders nog met elkaar samenwerken zonder de dreiging van een verplicht bod te voelen?

Een ontkennend antwoord op de laatste vraag zou een flinke verslechtering van de Corporate Governance betekenen omdat van aandeelhouders juist wordt verwacht dat ze hun krachten

⁶ Berle & Means (1932) spraken reeds begin 20ste eeuw van deze specifieke controlevariant die zij “*joint control*” noemden, p. 75: “...their control rests upon their ability to attract from scattered owners proxies sufficient when combined with their substantial minority interest to control a majority of the votes at the annual elections”.

⁷ Waarin de heersende gedachte is: vergroting van de invloed van aandeelhouders. In ieder geval geldt dit voor de periode 2004-2007. Daarna is er weer enige consideratie voor een versterking van de positie van het bestuur. Zie bijvoorbeeld de aanbeveling van de Commissie Frijs om een afkoelingsperiode van 180 dagen in te voeren in geval van “geschil over het te voeren beleid” (lees: ontslag van het bestuur).

⁸ Zie bijvoorbeeld de melding van de hedge fondsen Jana Partners en D.E. Shaw aan Philips NV dat ze samenwerken en kapitaalstructuur en de prestaties van het bedrijf ter discussie willen kunnen stellen, zie Belang van 1,6 procent kan genoeg zijn; activistische aandeelhouders geven niet te missen signaal af aan electronicaconcern Philips, NRC Handelsblad 10 december 2007.

⁹ Denk bijvoorbeeld aan de rol van Centaurus en Paulson bij de opsplitsing van Stork en het optreden van Hermes en Fursa bij ASMI. Zie uitgebreid § 3.5.

¹⁰ Zie Abma (2006), p. 171.

¹¹ Eumedion evaluatie aandeelhoudersvergaderingenseizoen (2007). Sceptisch over de effecten van deze trend Tiemstra en de Keijzer (2008).

¹² Zie HFD 26 september 2005, Opsplitsen maar! en HFD 13 juni 2006, Splitsing blijft Ahold bedreigen.

bundelen om hun rol te kunnen vervullen in het geheel van *checks and balances*.¹³ Het moet niet zo zijn dat een effectieve dialoog tussen (een groep van) aandeelhouders en ondernemingsleiding wordt gefrustreerd door de dreiging van een verplicht bod.¹⁴ Aan deze problematiek ligt het spanningsveld tussen twee aandeelhoudersbelangen ten grondslag: het “uit-treedrecht” voor minderheidsaandeelhouders enerzijds en het belang dat aandeelhouders (kunnen) hebben bij bundeling van hun krachten anderzijds. Hoewel het belang van de minderheidsaandeelhouder bij bescherming tegen machtsmisbruik centraal staat, mag het belang van overige aandeelhouders niet eenvoudigweg genegeerd worden. Zeker niet als beide belangen parallel lopen, zoals in het geval waarin enkele aandeelhouders door samen te werken de totale aandeelhouderswaarde verhogen.¹⁵

De Europese wetgever heeft deze kwestie weliswaar onderkend, maar heeft zich in de Richtlijn beperkt tot een weinig concrete definitie (art. 2 lid 1 sub d):

Natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder of met de doelvennootschap samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen of het welslagen van het bod te dwarsbomen.

Bij de implementatie op nationaal niveau is deze definitie bijna één-op-één overgenomen. Dat deze problematiek echter vraagt om een genuanceerde benadering blijkt reeds uit ervaringen in Duitsland en Engeland (waarover hoofdstuk 4) en volgt uit de gecompliceerde aard van bovengenoemd belangenconflict. Daarbij heeft het leerstuk acting in concert veel raakvlakken

¹³ In dezelfde zin Nieuwe Weme, Verslag vereniging Handelsrecht (2006), p. 12. Zie ook de Nederlandse corporate governance code, principe IV.1 en Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 m.nt. Blanco-Fernandez (Stork) r.o. 3.4. Zie ook het Rotterdamse onderzoeksrapport voor Eumedion, p. 24: Hence, when engaging in shareholder activities, shareholders should be careful not to abuse market rules. At the same time however, Dutch and other corporate governance codes encourage institutional shareholders to join forces with other shareholders and collectively address relevant governance issues. The general feeling is that the current regulations are not clear enough specified to answer the key questions when shareholders abuse market rules and ‘act in concert’. This situation might prevent certain shareholders from voting or engage in other shareholder activities. De Engelse corporate governance roept institutionele beleggers zelfs op tot een dialoog, zie section 2 Institutional shareholders, E.1 Dialogue with companies Main Principle: Institutional shareholders should enter into a dialogue with companies based on the mutual understanding of objectives. De Nederlandse corporate governance code schrijft in principe IV.4 aan institutionele beleggers voor dat zij bereid zijn tot het voeren van een dialoog met de vennootschap.

¹⁴ Aldus Eumedion in reactie op het consultatiedocument van 15 maart 2005 dat was opgesteld ter voorbereiding van een wetsvoorstel. Deze dialoog zal doorgaans plaatsvinden buiten de AvA, zie over het consultatiedocument op dit punt, Strik (2007), p. 235, voetnoot 67. Ook Honée (2008), p. 14 signaleert dat het verschijnsel investor relations, *i.e.* bijeenkomsten tussen ondernemingsleiding en (individuele) beleggers buiten de AvA om, een grote vlucht heeft genomen. De daadwerkelijke *uitoefening* van de invloed kan echter alleen in de AvA plaatsvinden.

¹⁵ Zo spreekt De Vlaam (2006), p. 600.

met andere rechtsregels. Denk bijvoorbeeld aan de samenloop met verschillende transparantievoorschriften zoals de meldingsplicht betreffende zeggenschap (zie ook § 3.2.B.) en de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Ten slotte kan ook nog worden gedacht aan de voorwetenschapregeling, waaronder volgens stemmen in de literatuur ook voorwetenschap omtrent een eigen handelen dient te worden verstaan.¹⁶ Kortom, het lijkt erop dat we ons inderdaad zullen moeten bezinnen op een soort toverformule.¹⁷

1.2. Doel van de scriptie

In deze scriptie staat de vraag centraal wanneer samenwerking tussen aandeelhouders als acting in concert gekwalificeerd moet worden, specifiek in het kader van de verplicht bodregeling. De vraag wanneer er sprake is van acting in concert is een kwestie van uitleg van de betreffende regeling. Een meer dogmatische vraag is wanneer samenwerking tussen aandeelhouders van dien aard is dat van gezamenlijke controle kan worden gesproken. Hiermee raken we aan de grondslag van de verplicht bodregeling. Het hanteren van een formeel criterium van 30% voor het vaststellen van de controle helpt ons bij het leerstuk acting in concert niet veel verder. Het is relatief eenvoudig om aan te nemen dat een enkele aandeelhouder die 30% van de stemrechten houdt, de controle uitoefent in de vennootschap.¹⁸ Veel gecompliceerder is het aannemen van controle door aandeelhouders die *samen* 30% houden, immers wanneer mag je hun belangen bij elkaar optellen? Deze vraag is alleen te beantwoorden door te onderzoeken wanneer de samenwerkende aandeelhouders *feitelijk* te controle uitoefenen of beter gezegd: geacht worden de controle uit te oefenen.¹⁹ Deze scriptie zoekt een antwoord op deze vraag tegen de achtergrond van de belangen die op het spel staan: flexibiliteit voor aandeelhouders om onderlinge afspraken te maken tot verbetering van de corporate governance en rechtszekerheid voor aandeelhouders welke handelingen wel en welke niet biedplichtig zijn.

¹⁶ Uit HR 6 februari 2007, JOR 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer (Cardio Control) volgt dat het uitvoeren van een eigen voornemen geen strafbaar gebruik van voorwetenschap oplevert. Omdat de voorwetenschapregeling aanknoopt bij de verkrijging van financiële instrumenten leidt acting in concert pas tot consequenties als er naast afspraken ten aanzien van de uitoefening van stemrechten ook afspraken worden gemaakt ten aanzien van het gezamenlijk verwerven van financiële instrumenten. Echter, als partijen inderdaad de intentie hebben om gezamenlijk financiële instrumenten te verwerven, dan kan er mijns inziens niet meer worden gesproken van een "eigen voornemen". In gelijke zin Italianer (2008), p. 81-82.

¹⁷ Zie De Mol van Otterloo (2006), p. 208.

¹⁸ Zie uitgebreid over de controle-fictie Nieuwe Weme (2004), p. 126 en p. 129-142.

¹⁹ Volgens de Memorie van Toelichting moet de samenwerking, wil zij als acting in concert gekwalificeerd kunnen worden, als doel hebben overwegende zeggenschap te verkrijgen. Als fictie wordt echter aangenomen dat dit bij 30% ligt. Moet dan worden aangenomen dat de belangen van samenwerkende aandeelhouders bij elkaar opgeteld moeten worden als de samenwerking tot doel heeft 30% van de stemrechten te verwerven? In § 3.2.C. kom ik hier op terug.

Het onderzoek is eind augustus 2008 afgesloten.

1.3. Onderzoeksopzet

Hoofdstuk 1 vormt de algemene inleiding, probleemanalyse, doelstelling en opzet van het onderzoek. In *hoofdstuk 2* bespreek ik de achtergrond en uitwerking van de acting in concert-regeling op Europees en niveau en besteed ik aandacht aan de gevolgen van niet-tijdige implementatie van de overnamerichtlijn. *Hoofdstuk 3* gaat specifiek over de vraag wanneer sprake is van samenwerking die leidt tot een biedplicht naar Nederlands recht. Hierbij gaat het niet alleen om de vraag welke vormen van samenwerking als acting in concert kwalificeren maar ook om de vraag wanneer de biedplicht ontstaat en op welke partij(en) die rust. Tevens bespreek ik de implicaties en het belang van samenwerkende aandeelhouders binnen de corporate governance van een vennootschap. Het belang hiervan is gelegen in de vooronderstelling van de Nederlandse wetgever dat acting in concert niet tot een biedplicht moet leiden zolang de samenwerking in het teken staat van corporate governance. *Hoofdstuk 4* wordt gevormd door een rechtsvergelijkend onderzoek naar het Engelse en Duitse recht. Centraal in de rechtsvergelijkende analyse staat de jarenlange ervaring met deze problematiek in Engeland en Duitsland. Vergelijking met de bakermat van het kapitaalmarktrecht, de VS, ligt minder voor de hand omdat de acting in concertregeling aldaar slechts in het teken staat van transparantie. Het onderzoek ziet vooral op de vormgeving en interpretatie van de materieelrechtelijke regeling. De meer procedurele regels blijven overwegend buiten beschouwing. Volgens het wetsvoorstel dient de OK te oordelen over de vraag of al dan niet sprake is van samenwerking. In de literatuur geldt deze keuze als omstreden. In *hoofdstuk 5* ga ik nader in op de argumentatie van de wetgever en op de standpunten in de literatuur. Ook wordt ingegaan op de rol van de toezichthouder bij het bepalen of er sprake is van acting in concert. De bewijsproblematiek rond acting in concert-regels vormt eveneens het onderwerp van dit hoofdstuk. Hoe moet bewezen worden dat er “in concert” is gehandeld? Welke consequenties heeft een wettelijk vermoeden? *Hoofdstuk 6* bestaat uit conclusies en aanbevelingen voor een verbeterde acting in concert-regeling naar Nederlands recht.

2. Communautaire achtergrond

2.1. Inleiding

Het startsein voor de dertiende richtlijn klinkt in 1973 als de Europese Commissie de Engelse hoogleraar Pennington opdracht geeft tot het formuleren van een richtlijnvoorstel inzake openbare biedingen. Dat de commissie dit voorstel uiteindelijk niet aanneemt, vormt het eerste teken dat er een lange weg te gaan is. In de dertig daarop volgende jaren is de richtlijn drastisch en fundamenteel gewijzigd. De onstuimige ontwikkelingen hebben ook hun sporen nagelaten op de acting in concertregel als onderdeel van de in het huidige art. 5 vervatte verplicht bodregeling.²⁰

2.2. Dertiende Richtlijn

Het Pennington-voorstel, dat in 1974 werd gepubliceerd bevatte slechts summierlijk een regeling inzake acting in concert. Art. 7 lid 1 jo lid 2 schreef (kort gezegd) voor dat een persoon of een NV verplicht is een openbaar bod uit te brengen op alle effecten van een andere NV indien hij een bepaald percentage van de stemrechten houdt, waarbij:

onder effecten van een andere NV die worden gehouden door de NV die kan worden verplicht een openbaar bod uit te brengen mede [wordt] verstaan de effecten die worden gehouden door NV's die behoren tot dezelfde groep.

De definitie van groep luidde:

*Een moedermaatschappij en alle NV's die daarvan afhankelijk zijn.*²¹

Het wekt enige verbazing dat in dit eerste voorstel, dat grotendeels is gebaseerd op de Engelse City Code²² geen uitgebreidere acting in concertregeling was opgenomen. Kennelijk ging

²⁰ Behalve in art. 5 lid 1 van de Richtlijn speelt de acting in concertregel ook in andere bepalingen een rol. Zo moeten op grond van art. 6 lid 3 sub g en m in het biedingsbericht “nadere gegevens betreffende deelnemingen welke de bieder en de in onderling overleg met hem handelende personen reeds in de doelvennootschap bezitten” en de identiteitsgegevens van die personen worden vermeld. Aangezien deze bepalingen echter slechts voortvloeien uit de verplichting om een bod uit te brengen wordt hieraan geen aparte aandacht besteed.

²¹ Art 2 (definities) Pennington-voorstel (1974).

men alleen uit van de situatie waarin een moeder verschillende kleine belangen in een andere vennootschap houdt middels haar dochters. Hoewel de Engelse regeling pas in 1974 is geworden tot de huidige rule 9, waren er indertijd veel toepassingsproblemen rond samenwerkende partijen buiten “concernverhoudingen”. De oorspronkelijke regeling uit de Code van 1972 verplichtte namelijk tot een openbaar bod in twee gevallen: (i) *the purchase from directors or a limited number of sellers of significant holdings which conferred effective control* (Rule 34), en (ii) *the acquisition of shares which resulted in holding 40 per cent of the voting rights* (Rule 35). Volgens Johnston had het Panel in de praktijk moeite met toepassing van de twee verschillende standaarden (Rule 34: “*effective control*” en Rule 35: “40%”), vooral waar het ging om verwerving van effecten door “*persons acting in concert*”.²³ Enige reflectie hierop in het voorstel had wellicht voor de hand gelegen.

Het voorstel²⁴ dat in 1989 zou volgen²⁵ bevatte in twee opzichten een meer uitgebreide acting in concertregel. In de eerste plaats werd de regeling zelf uitgebreid door het opnemen van een definitie van acting in concert:

*In deze richtlijn wordt onder ‘personen die in gemeen overleg handelen’ verstaan, de personen die met het oog op de verwerving van effecten van een vennootschap op grond van een overeenkomst samenwerken.*²⁶

In de tweede plaats behelsde deze definitie een substantiële uitbreiding van het toepassingsbereik. Waar de regel eerst beperkt was tot “concernverhoudingen”, werden nu ook overeenkomsten tussen partijen als samenwerking aangemerkt. Overigens kan uit de toelichting²⁷ niet worden opgemaakt welke eisen men stelde aan het bestaan van een dergelijke overeenkomst. In latere voorstellen en bij implementatie op nationaal niveau zal hierover meer duidelijkheid komen.²⁸ Net als in het eerste voorstel moesten overigens bij de berekening van de aandelen die de bieder houdt, worden opgeteld de aandelen die andere leden van de “groep” houden; echter in plaats van het begrip “groep” werd verwezen naar “het geheel van ondernemingen

²² Pennington-voorstel (1974), p. 8.

²³ Johnston (1980) p. 92. De eerder geciteerde regeling uit de Code van 1972 is eveneens hiervan afkomstig.

²⁴ Voorstel van 19 februari 1989, COM (88) 823 def; Pb EG 1989 C 64/8.

²⁵ Hiervóór, in 1987, werd een informeel voorstel voor een richtlijn gedaan. Dit voorstel bevatte echter geen acting in concertregeling en kan om die reden buiten beschouwing blijven.

²⁶ Art. 2 lid 5 Richtlijnvoorstel 1989.

²⁷ Supplement 3/89-Bulletin van de Europese Gemeenschappen 1989.

²⁸ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24.

als bedoeld in artikel 1 van Richtlijn 83/349/EEG²⁹ betreffende de geconsolideerde jaarrekening”.

De adviezen van het Europees parlement³⁰ en het Economisch en Sociaal comité³¹ omtrent het voorstel uit 1989 noopten de Commissie tot een aangepast voorstel³². Hoewel deze adviezen strikt genomen geen betrekking hadden op de voorgestelde acting in concertbepaling, is hierin evenwel een drietal wijzigingen aangebracht. De definitie van personen die in gemeen overleg handelen kwam als volgt te luiden:

De personen die door onderling afgestemde gedragingen of op grond van een overeenkomst samenwerken ten aanzien van het aanbod.

In de eerste plaats werd niet meer vereist dat er werd samenwerkt met “*het oog op de verwerving van effecten van een vennootschap*”; het ging slechts nog om samenwerking “*ten aanzien van het aanbod*”. Deze formulering blinkt niet uit in helderheid. Er wordt over het (aan)bod gesproken alsof het een voldongen feit betreft, terwijl het juist de bewuste samenwerking is die kan resulteren in een aanbod. Met deze passage wilde men kennelijk uitdrukking geven aan de wens dat ook het frustreren van een gedaan aanbod onder de definitie kwam te vallen. Ook in zo'n geval wordt immers aan de overige aandeelhouders de kans ontnomen hun stukken te verkopen. Niet duidelijk is wat in deze context moet worden verstaan onder het frustreren van een aangekondigd bod. Dit heeft geleid tot verwarring bij de implementatie van deze bepaling (zie uitgebreid § 3.2.C. hierover). De tweede wijziging ten aanzien van het voorstel uit 1989 betreft de toevoeging van het element “*onderling afgestemde gedraging*”. Deze uit het mededingingsrecht³³ afkomstige zinsnede wordt echter in latere voorstellen niet overgenomen. De derde wijziging betreft de toerekening van aandelen gehouden door “*groepsleden*” aan de bieder. Het nieuwe voorstel knoopt niet langer aan bij de zevende EEG-richtlijn, maar verwijst naar de transparantierichtlijn³⁴. Dit heeft een substantiële uitbreiding van het aantal belangen dat aan de bieder moet worden toegerekend tot gevolg,

²⁹ Richtlijn 83/349/EEG van de Raad van 13 juni 1983 betreffende de geconsolideerde jaarrekening Pb EG 1983 L 193/1.

³⁰ Pb EG 1990 C 38/41.

³¹ Pb EG 1989 C 298/56.

³² Gewijzigd voorstel van 14 september 1990, COM (90) 416 def; Pb EG 1990 C 240/7.

³³ Art. 81 EG-verdrag.

³⁴ Richtlijn 88/627/EEG van de Raad van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurse genoteerde vennootschap Pb EG 1988 L348/62.

omdat de zevende EEG-richtlijn weliswaar dezelfde gevallen beschrijft als de transparantie-richtlijn, maar slechts één van deze gevallen dwingend voorschrijft aan de lidstaten ter implementatie.³⁵

Als gevolg van een hernieuwde bezinning op het subsidiariteitsbeginsel³⁶ en een periode van economische neergang³⁷ kregen de hierop volgende richtlijnvoorstellen³⁸ het karakter van kaderrichtlijnen. Acting in concert werd niet langer op supranationaal niveau geregeld. Wel werden de lidstaten geacht “naast de identificatie van de bieder zelf, de personen [te] omschrijven die met de bieder kunnen worden gelijkgeschakeld, onder meer de personen die in onderling overleg optreden om de effecten van een vennootschap te verwerven, of de personen die in eigen naam maar voor rekening van een ander een bod uitbrengen”³⁹.

De ontstane situatie werd kennelijk toch onwenselijk geacht want op 21 juni 1999 bereikte de Raad van Ministers een principeakkoord hetgeen resulteerde in een gemeenschappelijk standpunt van de Raad⁴⁰. De in dit voorstel opgenomen acting in concertbepaling is sindsdien niet meer veranderd. In onderling overleg handelende personen wordt in art. 2 lid 1 sub d gedefinieerd als:

Natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder of met de doelvennootschap samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen of het welslagen van het bod te dwarsbomen.

Personen over wie een andere persoon de zeggenschap heeft in de zin van art. 87 van richtlijn 2001/34/EG⁴¹ worden beschouwd als in onderling overleg handelende personen.⁴² Deze bepa-

³⁵ Zie art. 1 lid 1 sub d onder bb.

³⁶ Art. 5 EG-verdrag. Zie over dit beginsel specifiek ten aanzien van het vennootschapsrecht Vossestein (2002), p. 249-250.

³⁷ Nieuwe Weme (2004), p. 52.

³⁸ Voorstel van 7 februari 1996, COM (95) 655 def; Pb EG 1996 C 162/5 en voorstel van 11 november 1997, COM (97) 565 def; Pb EG 1997 C 378/10. Zie hierover Nieuwe Weme en Van Solinge (1999), p. 412.

³⁹ Aldus de toelichting op het richtlijnvoorstel van 1997, p. 2.

⁴⁰ Gemeenschappelijk standpunt van de Raad van 19 juni 2000, Pb EG 2001 C 23/1.

⁴¹ Richtlijn 2001/34/EG van het Europees parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd Pb EG 2001 L 184/1. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2003/71/EG Pb EG 2003 L 184/64.

⁴² Art. 2 lid 2 Richtlijn.

ling is overigens identiek aan die uit richtlijn 88/627/EG. Het nieuwe is gelegen in het feit dat in het huidige voorstel de belangen van dochterondernemingen e.a. niet meer worden *toegerekend* aan de bieder, maar dat deze personen worden geacht in samenwerking te handelen met de bieder. Of het hier om een weerlegbaar of een onweerlegbaar vermoeden gaat is niet duidelijk.⁴³ Bovendien, moet dan het tegendeel worden bewezen van het behoren tot een groep of het handelen in overeenstemming? Deze punten kunnen we laten rusten aangezien zij buiten de reikwijdte van het onderwerp van deze scriptie vallen.

Art. 2 lid 1 sub d Richtlijn bevat overigens een belangrijke weeffout. De Richtlijn beperkt de situaties waarin van acting in concert sprake kan zijn tot ofwel samenwerking met de bieder ofwel met de doelvennootschap. Art. 2 lid 1 sub d Richtlijn spreekt immers slechts van samenwerking met de bieder of de doelvennootschap. Samenwerking tussen twee of meer aandeelhouders die leidt tot controleverwerving levert volgens de letterlijke tekst geen biedplicht op. Hebben de opstellers van de Richtlijn er bewust voor gekozen om de reikwijdte van de acting in concertregeling te beperken tot de twee genoemde situaties? *Nieuwe Weme* stelt dat de Richtlijn op dit punt wat slordig is geformuleerd.⁴⁴ Volgens hem valt uit art. 5 lid 1 echter op te maken dat de belangen van twee of meer samenwerkende personen aan elkaar moeten worden toegerekend, ook als er geen sprake van samenwerking met de bieder of doelvennootschap is. Bezwaar hiertegen is dat art. 5 lid 1 wordt gelezen *zonder* acht te slaan op de daarin verankerde definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld. Echter, er zijn geen aanknopingspunten dat de Richtlijn de reikwijdte van de biedplicht op dit punt heeft willen beperken. De ratio van de verplicht bodregeling dwingt dan ook tot de conclusie dat art. 5 lid 1 jo art. 2 lid 1 sub d zo geïnterpreteerd moeten worden dat hieronder ook valt samenwerking tussen aandeelhouders onderling.⁴⁵ Deze teleologische interpretatie moet ook worden toegepast ten aanzien van het nationale recht. In Duitsland is bijvoorbeeld de acting in concertregeling uit de Richtlijn letterlijk overgenomen. In Nederland is deze interpretatie reeds verwerkt bij het opstellen van het wetsvoorstel (zie § 3.2.).

Op 21 april 2004 is de richtlijn in zijn huidige vorm in werking getreden.

⁴³ De Nederlandse omzettingwetgeving is ook niet duidelijk. Wat betekent “de volgende categorieën natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen worden *in elk geval geacht* in onderling overleg te handelen”? *Nieuwe Weme* (2004), p. 144 pleitte eerder voor een onweerlegbaar vermoeden.

⁴⁴ *Nieuwe Weme* (2004), p. 144, voetnoot 119.

⁴⁵ Hier wrekt zich eens te meer de beperkte motivering van de Richtlijn ten aanzien van de grondslag van de biedplicht in het algemeen en ten aanzien van acting in concert in het bijzonder. Zie ook *Nieuwe Weme* (2006), p. 57.

2.3. Mate van harmonisatie van de Richtlijn

Voor de bespreking van het leerstuk acting in concert in de volgende hoofdstukken is het van groot belang te weten welke mate van harmonisatie met de Richtlijn is beoogd. Is er sprake van minimumharmonisatie, waarbij lidstaten de vrijheid hebben om af te wijken, maximum harmonisatie, waarbij lidstaten geen vrijheid hebben om af te wijken of een mix van beide? Het antwoord op deze vraag bepaalt namelijk de mate van vrijheid die lidstaten hebben bij implementatie van de Richtlijn. Dat dit geenszins een theoretische exercitie betreft, wordt duidelijk uit het feit dat door de lidstaten stevig gevarieerd wordt op diverse bepalingen uit de richtlijn. Het is bijvoorbeeld de vraag of de (aanvullende) Belgische regel die ertoe leidt dat slechts afspraken om een duurzaam gemeenschappelijk beleid te gaan voeren onder acting in concert vallen⁴⁶, in strijd is met art. 2.1(d) Richtlijn, dat immers deze duurzaamheid niet vereist. Een ander voorbeeld van afwijking van de richtlijn is de systematiek van de Engelse acting in concertregeling waarin slechts een biedplicht ontstaat als er naast de samenwerking nog effecten worden verworven, terwijl in de systematiek van de Richtlijn de samenwerking *sec* een biedplicht oplevert (zie hierover § 3.3.). De mate van harmonisatie is verder nog van belang bij de vraag of de Nederlandse staat aansprakelijk kan worden gesteld voor eventuele schade ontstaan als gevolg van overschrijding van de implementatietermijn (zie verder § 2.4).

Om te beginnen volgt uit art. 249(3) EG dat een richtlijn verbindend is ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke lidstaat waarvoor zij bestemd is, doch wordt aan de nationale instanties de bevoegdheid gelaten vorm en middelen te kiezen. Hierin ligt weliswaar een duidelijke functiescheiding besloten, de lidstaten hebben vrijheid ten aanzien van vorm en methode, maar geen antwoord op de vraag hoe ver deze vrijheid in een concreet geval reikt.⁴⁷

Het antwoord op de vraag naar minimum of maximum harmonisatie is doorgaans gelegen in de redactie van de betreffende richtlijn.

Art. 3 lid 2 sub a Richtlijn eist dat lidstaten er op toezien dat wordt voldaan aan de in de richtlijn opgenomen “*minimumvereisten*”. Om de naleving van de in art. 3 lid 1 neergelegde beginselen te waarborgen kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschrif-

⁴⁶ Art. 3 § 1(5) sub b Openbare overnamebiedingen-wet (OOB-wet). Wet van 1 april 2007, *B.S.* 26 april 2007. Zie ook bijbehorend KB van 27 april 2007, *B.S.* 23 mei 2007. België hanteert hiermee een duaal controlebegrip, zie hierover Nieuwe Weme (2004), p. 124-127.

⁴⁷ Zie ook Prechal (2005), p. 40-41 en p. 73-76.

ten vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist (sub b). In art. 5 lid 6 Richtlijn wordt deze regel geconcretiseerd ten aanzien van het verplichte bod. Specifiek in het kader van de acting in concertregel kan bij een aanvullende maatregel worden gedacht aan een bepaling die zogenaamde *standstill agreements* (zie § 3.2.3. en § 4.2.2.A.) of bepaalde stemovereenkomsten onder het bereik van de acting in concertregels brengt. De verzwaring van de biedplicht leidt niet tot problemen. Anders wordt het bij de vraag of verlichting van de biedplicht is toegestaan. Art. 4 lid 5 Richtlijn maakt het mogelijk in neerwaartse zin af te wijken van de biedplicht. Hiermee kan rekening worden gehouden met nationale omstandigheden. Echter, afwijking is slechts toegestaan als daarbij de beginselen van art. 3 lid 1 Richtlijn worden gerespecteerd. Dit moet met betrekking tot het verplicht bod worden uitgelegd in het kader van de strekking van de biedplicht.⁴⁸ Dit geldt naar mijn mening onverminderd waar het gaat om acting in concert dat immers als onderdeel van de biedplicht opgenomen is om omzeiling hiervan te voorkomen. Ook hiervoor geldt dus dat afwijking niet is toegestaan als de evenredige verdeling van de controlepremie en/of de bescherming tegen machtsmisbruik⁴⁹ op het spel staan. Wanneer de lat voor acting in concert te hoog wordt gelegd, kan de bescherming van minderheidsaandeelhouders en een evenredige verdeling van de controlepremie illusoir worden. Op de vraag of een bepaalde afwijking van de richtlijn in de nationale implementatiewetgeving is toegestaan, ga ik in bij de bespreking van de bewuste nationale regeling.

2.4. Gevolgen niet-tijdige implementatie van de Richtlijn

De implementatiedeadline van de Richtlijn was 20 mei 2006. Nederland is er niet in geslaagd om de Richtlijn voor deze datum te implementeren. Uiteindelijk is de nationale omzettingsregeling op 28 oktober 2007 in werking getreden. De vraag die in dit verband rijst is of aandeelhouders die in de periode tussen 20 mei 2006 en 28 oktober 2007 met samenspannende medeaandeelhouders zijn geconfronteerd en schade hebben geleden door het niet uitbrengen van een openbaar bod, een beroep kunnen doen op de Richtlijn? Zo nee, kunnen deze aandeelhouders de Staat aansprakelijk stellen voor de schade die is ontstaan door niet-tijdige implementatie?⁵⁰

⁴⁸ Nieuwe Weme (2004), p. 63.

⁴⁹ Af te leiden uit art. 3 lid 1 sub a Richtlijn. Zie ook Nieuwe Weme (2004), p. 57, 59 en 63.

⁵⁰ Hoewel deze periode zich kenmerkte door aandeelhoudersactivisme en berichtgeving door de media deed vermoeden dat er in enkele gevallen wellicht sprake was van samenspanning door aandeelhouders (denk aan VNU, Stork, Philips, Ahold, ASML) realiseer ik mij dat deze vragen anno juli 2008 voor de praktijk mogelijk

De eerste vraag moet negatief worden beantwoord. Volgens vaste rechtspraak van het Europese Hof hebben niet-geïmplementeerde Richtlijnen geen horizontale werking.⁵¹ Dit wil zeggen dat art. 5 van de (destijds) nog niet-geïmplementeerde Richtlijn niet kan worden tegenwerpen door de ene aandeelhouder aan de andere. Om surrogaat-horizontale werking te bereiken kan wellicht een beroep worden gedaan op de plicht tot richtlijnconforme interpretatie.⁵² Dit is de verplichting voor de nationale rechter om het nationale recht uit te leggen in de geest van de (nog) niet omgezette richtlijn. In geval van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod kan dit lapmiddel niet worden ingezet omdat er destijds, anders dan in Duitsland of Engeland, nog geen nationaal recht terzake was dat richtlijnconform kon worden uitgelegd. Er was immers noch een verplicht bodregeling, noch een andere regeling die eventueel analoog zou kunnen worden toegepast.⁵³ Dat er inmiddels wel een nationale regeling is, biedt geen uitkomst omdat deze niet met terugwerkende kracht in werking is getreden en dus geen gevolgen voor overeenkomsten heeft die voor het tijdstip van inwerking treden zijn gesloten (zie ook § 3.1.).⁵⁴ Concluderend moet worden gesteld dat het ontstane vacuüm in de rechtsbescherming niet kan worden geheeld met een beroep op de plicht tot richtlijnconforme interpretatie.

Naast de twee hierboven besproken wijzen van doorwerking van een Europese richtlijn in de nationale rechtsorde, directe werking en de plicht tot richtlijnconforme interpretatie, heeft het Europese Hof van Justitie nog een derde doorwerkingsmechanisme aanvaard, namelijk dat van het beginsel van de staatsaansprakelijkheid wegens de schending van gemeenschaps-

geen rol meer zullen spelen. Met name de tweede kwestie kan niet helemaal uitgesloten worden gelet op de toepasselijkheid van de verjaringstermijn van vijf jaar van art. 3:310 BW. Uit onderzoek kan bijvoorbeeld materiaal naar voren zijn gekomen dat een claim ondersteunt. Uit het onderzoek naar de vermeende schending van art. 5:59 Wft door Numico blijkt dat dit soort onderzoek veel tijd in beslag kan nemen. Zie boetebrief AFM d.d. 8 juli 2008, www.afm.nl. Het onderzoek is overigens nog niet afgerond, zie HFD AFM straft Numico en Danone – Toezichthouder zet onderzoek voort naar misbruik door beleggers d.d. 9 september 2008.

⁵¹ HvJ 26 februari 1986, C-152/84, Jurisprudentie 1986, p. I-00723 (M. H. Marshall tegen Southampton and South-West Hampshire Area Health Authority (Teaching)). In de literatuur worden evenwel vraagtekens bij deze regel geplaatst. Zie uitgebreid Craig en de Burca (2008), p. 282 e.v. en Prechal (2005), p. 106 e.v.

⁵² Leading case op dit gebied is HvJ 13 november 1990, C-106/89, Jurisprudentie 1990, p. I-04135 (Marleasing SA tegen La Comercial Internacional de Alimentacion SA).

⁵³ De conclusie dat er in het geheel geen regeling is die toepassing zou kunnen vinden mag in het publiekrecht eerder worden getrokken dan in het privaatrecht. Dit verschil komt voort uit de verschillende waarde die toekomt aan het legaliteitsbeginsel en aan het rechtszekerheidsbeginsel. Aangezien in het privaatrecht deze beginselen van minder belang zijn, is de burgerlijke rechter minder gebonden aan lacunes in de wet dan bijvoorbeeld de strafrechter. Zie hierover Wissink (2001), p. 55.

⁵⁴ Zie Wissink (2001), p. 45.

recht.⁵⁵ Onder bepaalde voorwaarden zouden beleggers schade kunnen claimen bij de Nederlandse staat. Deze voorwaarden zijn door het Hof uitgewerkt in een bestendige lijn van jurisprudentie⁵⁶ en zullen hieronder worden geanalyseerd met betrekking tot de casus.

a. Het door de richtlijn voorgeschreven resultaat moet de toekenning van rechten aan particulieren inhouden. Echter, uit de arresten *Faccini/Dori* en *Brasserie du Pêcheur*⁵⁷ wordt ook wel afgeleid dat het niet gaat om het resultaat maar om de intentie.⁵⁸ In onze casus levert dit geen problemen op aangezien er zowel sprake is van een intentieverklaring als van een bepaald voorgeschreven resultaat, zoals blijkt uit de preambule, nrs. 2 en 9, en de tekst van art. 5 jo. art. 2 lid 1 sub d van de Richtlijn.

b. De inhoud van die rechten moet kunnen worden vastgesteld op basis van de bepalingen van de richtlijn (*Francovich*, r.o. 40). Dit vereiste kan een probleem vormen. In de richtlijn is namelijk niet gespecificeerd bij welk percentage een verplicht bod moet worden uitgebracht. Weliswaar volgt uit het systeem van de Richtlijn en haar karakter (minimum harmonisatie) dat er in de implementatieregeling van de lidstaten sprake moet zijn van een reële bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen een controleverwervende partij, maar ik betwijfel op basis hiervan gezegd kan worden dat de inhoud van het uittreedrecht voldoende duidelijk is.⁵⁹

c. Er moet een causaal verband bestaan tussen de schending van de op de staat rustende verplichting en de door de benadeelde personen geleden schade. In casu werd door vertraging bij de implementatie het uittreedrecht aan minderheidsaandeelhouders onthouden. De schade die dientengevolge is ontstaan is een rechtstreeks gevolg van de niet-tijdige implementatie.

d. De inbreuk moet “*sufficiently serious*” zijn. Niet-tijdige implementatie is dit *per se*.⁶⁰

De conclusie is dat het voor de beleggers in kwestie haast onmogelijk zal zijn om de Nederlandse staat aansprakelijk te stellen. Op het kardinale punt van de bieddrempel zwijgt de Richtlijn. Omdat dit de essentie vormt van de biedingsregeling is het naar mijn mening voor

⁵⁵ Wissink (2001), p. 24. Zie uitgebreid over staatsaansprakelijkheid in Europees verband en de verhouding tot het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht Meijer (2007), p. 83-118.

⁵⁶ Waarvan de belangrijkste HvJ 19 november 1991, C-6/90 en C-9/90, Jurisprudentie 1991, I-5357, NJ 1994, 2 (*Francovich*) en HvJ 8 oktober 1996, C-178/94, Jurisprudentie 1996, p. I-4845, NJ 1997,493 (*Dillenkofer*).

⁵⁷ HvJ 14 juli 1994, C-91/92, Jurisprudentie 1994, p. I-3325, NJ 1995, 321 en HvJ 5 maart 1996, C-46...48/93, Jurisprudentie 1996, p. I-01029, NJ 1997, 145.

⁵⁸ Aldus Prechal (2005), p. 106-108. Zie Wissink (2001), p. 336.

⁵⁹ Zo ook Nieuwe Weme (2005), p. 4.

⁶⁰ Zie HvJ in *Dillenkofer*, r.o. 26.

de rechter onmogelijk om op basis van deze bepaling de inhoud van de rechten voor minderheidsaandeelhouders vast te stellen.

Een ander lastig punt betreft de omvang van de schade, welke neerkomt op het verschil tussen de koers op moment x en de prijs ingeval van een verplicht bod. Het Europese recht laat deze kwestie ongemoeid.⁶¹ De tweede variabele, de hoogte van het verplichte bod, is niet eenvoudig, maar wel tot op zekere hoogte vast te stellen aan de hand van art. 5:80a lid 2 Wft dat als billijke prijs aanmerkt de hoogste prijs die tijdens het jaar voorafgaande aan de aankondiging van het verplichte bod door de bieder of door de personen waarmee deze in onderling overleg handelt voor effecten van dezelfde categorie of klasse als waarop het verplichte bod betrekking heeft is betaald. De eerste variabele, de beurskoers, is een stuk lastiger te bepalen. Het is bijvoorbeeld discutabel vanaf welk moment de relevante beurskoers moet worden gemeten en of er niet bijvoorbeeld een gewogen gemiddelde moet worden genomen van de periode dat er in samenwerking is gehandeld. Een andere complicerende factor is het effect van (het openbaar worden van) de samenwerking op de beurskoers.⁶² Met deze problematiek is in Nederland nog maar weinig ervaring. Het bestek van deze scriptie laat een uitgebreid onderzoek niet toe.

⁶¹ Zie reeds het Hof in *Francovich*, r.o. 42.

⁶² Doorgaans leidt het nieuws over een overname tot een stijging van de beurskoers. Het is niet ondenkbaar dat een zelfde soort ontwikkeling zich voordoet bij controleverwerving als gevolg van acting in concert. Hierbij moet worden opgemerkt dat een verplicht bod, in weerwil van het billijke prijsvereiste, doorgaans lager zal zijn dan een vrijwillig openbaar bod, waarin immers nog een premie verwerkt zit om beleggers over de streep te trekken.

3. Nederlandse acting in concertregeling

3.1. Achtergrond

De Minister van Financiën heeft de implementatie van de overnamerichtlijn ingeleid op 15 maart 2005 met de publicatie van een conceptwetsvoorstel.⁶³ Op basis van dit conceptwetsvoorstel werd een consultatieronde gehouden waarin marktpartijen en andere belanghebbenden konden reageren. Mede op basis van deze reacties is het definitieve wetsvoorstel opgesteld en is de parlementaire behandeling op 23 december 2005 van start gegaan. Op 24 mei 2007 is de wet aangenomen.⁶⁴ De voorgestelde wijzigingen in de Wte 1995 zouden worden overgeheveld naar de destijds nog niet in werking getreden Wet op het financieel toezicht (Wft)⁶⁵. Op het moment van inwerkingtreding van de Wft, 1 januari 2007,⁶⁶ was de behandeling van het wetsvoorstel openbaar bod echter nog niet afgerond. De vertraging werd veroorzaakt door het Besluit openbare biedingen (Bob)⁶⁷ waarin nadere regels zijn opgenomen over het biedingsproces. In de Wft is daarom een hoofdstuk gereserveerd voor de regeling van het openbaar bod, hoofdstuk 5.5. Dit deel is uiteindelijk, tegelijkertijd met het Bob, op 28 oktober 2007 in werking getreden.⁶⁸

De biedplicht geldt slechts voor partijen die hun zeggenschapsbelang na het moment van inwerkingtreding van de verplicht bodregeling uitbreiden of nadien met elkaar gaan samenwerken (in geval van acting in concert). Overweging 10 van de RL bepaalt expliciet dat de verplichting om een bod tot alle houders van effecten te richten, niet mag gelden voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan op het tijdstip van inwerkingtreding van de nationale

⁶³ www.minfin.nl/nl/onderwerpen,financiele_markten/consultaties/implementatie_overnamerichtlijn.

⁶⁴ Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, Stb. 2007, 202.

⁶⁵ Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Stb. 2006, 475.

⁶⁶ 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, Stb. 2006, 664.

⁶⁷ 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 (Besluit openbare biedingen Wft), Stb. 2007, 329.

⁶⁸ Respectievelijk Besluit van 16 oktober 2007, houdende vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Stb. 202), Stb. 2007, 390 en Besluit van 16 oktober 2007, houdende vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van het Besluit openbare biedingen Wft, Stb. 2007, 391.

wetgeving tot uitvoering van deze richtlijn.⁶⁹ Art. 5:73 lid 1 Wft bepaalt dan ook dat het moet gaan om de *verkrijging* van overwegende zeggenschap; de personen die reeds overwegende zeggenschap hadden op het moment van inwerkingtreding kunnen geen zeggenschap meer verkrijgen.⁷⁰ Vrijgesteld zijn naar mijn mening niet alleen partijen met een 30%+ deelneming, maar ook partijen die door middel van volmachten of stemovereenkomsten al samenwerkten en dit ook na inwerkingtreding in ongewijzigde vorm zijn blijven doen.⁷¹ Om misbruik te voorkomen lijkt het redelijk te eisen dat partijen voor inwerkingtreding al uitvoering hebben gegeven aan hun samenwerking, bijvoorbeeld door de vennootschap en de markt te informeren.⁷² Geheel onproblematisch is deze toepassing van de “overgangsregeling” op acting in concert niet. Wat nu als de overeenkomst wordt gewijzigd of als er een derde partij wordt. En wat te denken als het belang van 3 samenwerkende partijen voor implementatie 60% is en na implementatie er nog 2 met samen 40% overblijven? Veel zal afhangen van de feitelijke situatie na wijziging. Als bijvoorbeeld de resterende aandeelhouders worden geconfronteerd met een coalitie die wezenlijk van identiteit is gewisseld, vervalt mijns inziens de rationale voor vrijstelling. Het uitbreiden van de coalitie met nieuwe leden zodat de gezamenlijke zeggenschapsdeelneming toeneemt, kan onder de vrijstelling doen vervallen. Bepalend hiervoor moet zijn of de nieuwe coalitie het doel heeft de feitelijke controle te verwerven (zie uitgebreid hieronder § 3.2.C.). Het belangrijkste praktijkvoorbeeld is de overeenkomst die Centaurus en Paulson hadden gesloten om samen tegen Stork ten strijde te trekken.⁷³ Zij merkten deze overeenkomst uitdrukkelijk aan als een samenwerkingsovereenkomst om vrijstelling van de biedplicht zeker te stellen.

3.2. Aard van het onderlinge overleg

⁶⁹ Waarmee een einde is gekomen aan de discussie het moment van inwerkingtreding van de Richtlijn of dat van de implementatiewetgeving bepalend moest zijn voor de vrijstelling, zie bijvoorbeeld Hijmans van den Bergh en Van Solinge (2000), p. 68.

⁷⁰ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 18.

⁷¹ Anders: De Vlaam (2006), p. 602 en voetnoot 36 die in dit verband betoogt dat, mits juridisch zorgvuldig vormgegeven, personele wijzigingen in het aandeelhouderspact niet tot een biedplicht zullen leiden. Redengevend is voor hem het feit dat de vrijstelling, anders dan in het geval van een individueel 30+%-belang, aan het belang kleeft en niet aan de houders. Ik zie echter niet in waar dit onderscheid op gebaseerd kan worden. Daarom kies ik voor een ander criterium. Zie ook Nieuwe Weme (2006), p. 1 en 13-14 die met name aandacht heeft voor de mogelijkheden tot misbruik van de vrijstelling. Bepaald zou kunnen worden dat de vrijstelling niet geldt voor partijen die in een bepaalde periode voor inwerkingtreding zijn gaan samenwerken. Kritisch over deze oplossing is Doorman (2006), p. 237.

⁷² Vgl. De Vlaam (2006), p. 602.

⁷³ Zie Hedge funds vergroten belang Stork HFD 18 september 2006. Vgl. ook de melding bij de AFM van grootaandeelhouders Lindenbergh en Darlin van het beursgenoteerde BESI dat zij op de jaarvergadering ‘in concert’ zouden gaan optreden, zie Directie orkestreert stemming, www.veb.net.

Het verplicht bod is geregeld in de Wft. De acting in concertbepaling is thans opgenomen in art. 5:70 lid 1 Wft:

Een ieder die alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap⁷⁴ verkrijgt in een naamloze vennootschap met zetel in Nederland waarvan aandelen of met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen, zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt als bedoeld in artikel 1 onder 13 van de richtlijn beleggingsdiensten, brengt een openbaar bod uit op alle aandelen en op alle met medewerking van de naamloze vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen en kondigt dit na afloop van de in artikel 6c, eerste lid, bedoelde periode onverwijld aan.

In art. 1:1 Wft wordt het begrip “personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld” als volgt gedefinieerd:

Natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap of, indien de samenwerking geschiedt met de doelvennootschap, het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap [...].

Dan volgt een opsomming van categorieën natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen die in elk geval worden geacht in onderling overleg te handelen:

1°. rechtspersonen of vennootschappen die met elkaar deel uitmaken van een groep als bedoeld in artikel 2:24b BW

2°. rechtspersonen of vennootschappen en hun dochtermaatschappijen

⁷⁴ Met overwegende zeggenschap wordt bedoeld: “het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouder van een naamloze vennootschap”, zie art. 1:1 Wft. Zie over de bijzondere toepassing van dit criterium in geval van acting in concert, § 3.2.C.

3°. *natuurlijke personen en hun dochtermaatschappijen als bedoeld in art. 1, eerste lid, onderdeel d van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996*

In de Nederlandse regeling zijn drie acting in concertsituaties te onderscheiden: i) aandeelhouders die (uitsluitend) *met elkaar* in onderling overleg handelen, ii) aandeelhouders die *met de doelvennootschap* in onderling overleg handelen om het welslagen van een aangekondigd openbaar bod te frustreren, en iii) aandeelhouders die *met de bieder*⁷⁵ in onderling overleg handelen. De traditionele tweedeling van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, die slechts de eerste twee situaties omvat, is onzuiver. Wel kunnen slechts de eerste twee situaties naar Nederlands recht leiden tot een biedplicht.⁷⁶ Met het opnemen van de eerste situatie heeft de Nederlandse regering dus de teleologische interpretatie (zoals bepleit in § 2.2.) van art. 2 lid 1 sub d Richtlijn in de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, verwerkt.⁷⁷

Deze definitie lijkt op het eerste gezicht duidelijk en concreet genoeg om in de praktijk zonder problemen te kunnen worden toegepast. Bij nadere bestudering blijkt echter dat de inkleuring van de verschillende elementen voor de nodige onduidelijkheid zorgt. In het onderstaande geef ik bij de verschillende elementen van de definitie aan welke uitleg hieraan moet worden gegeven.

A. Vorm van het onderlinge overleg

In lijn met de definitie in de Richtlijn vereist art.1:1 Wft een overeenkomst voor het bestaan van “onderling overleg”. Waar de Richtlijn in de definitie zelf expliciteert dat deze overeenkomst uitdrukkelijk of stilzwijgend, mondeling of schriftelijk kan zijn, heeft de Nederlandse wetgever in de Memorie van Toelichting verduidelijkt dat aan het element overeenkomst weinig eisen worden gesteld.⁷⁸ In theorie kan hieronder elke vorm van samenwerking worden

⁷⁵ Ondanks het feit dat art. 5:70 en art. 1:1 niet spreken van samenwerking met de bieder, zoals art. 2 lid 1 sub d Richtlijn wel doet, valt naar mijn mening samenwerking met de bieder afhankelijk van de omstandigheden ook onder acting in concert.

⁷⁶ Samenwerking met de bieder zal veelal als doel hebben het verwerven van overwegende zeggenschap. De opmerking van de Minister dat “het element ‘samenwerking met de bieder’ niet is toegevoegd aan de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, omdat het onwaarschijnlijk wordt geacht dat een bieder zal samenwerken met personen met als doel een door hem zelf aangekondigd bod te dwarsbomen”, is onjuist.

⁷⁷ En haar tegelijkertijd verlaten ten aanzien van de derde situatie. Zie uitgebreid de bespreking van het element *dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod* hieronder.

⁷⁸ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24.

begrepen. Overigens bepaalde de definitie uit het Consultatiedocument nog dat de samenwerking kon bestaan in een overeenkomst of in “een op elkaar afgestemde feitelijke gedraging”.⁷⁹ Deze, op art. 6 lid 1 Mededingingswet gebaseerde, bepaling is niet teruggekeerd in het wetsvoorstel en dus ook niet in de Wft. Ter illustratie, de wettelijke regeling is immers ruimer dan alleen deze voorbeelden, worden thans enkele vormen van aandeelhouderssamenwerking besproken. Aandeelhouderssamenwerking ten aanzien van het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod als *specialis* van de acting in concertregeling komt pas later aan de orde.

Het onderlinge overleg kan zijn vorm gegeven in een stemovereenkomst.⁸⁰ Verschillende varianten zijn denkbaar. De meest gebruikte variant is de contractuele verplichting om te stemmen in de AvA conform het in een voorvergadering genomen (meerderheids)besluit. Het kan dan gaan om concrete afspraken, maar ook om afspraken over de besluitvorming.⁸¹ Een andere mogelijkheid is het maken van afspraken die niet specifiek op concrete voorstellen zien. Hierbij moet wel de kanttekening worden gemaakt dat de mogelijkheden niet onbeperkt zijn. *Maeijer* acht niet toelaatbaar een stemovereenkomst waarbij de aandeelhouder zich zonder meer verplicht om in de toekomst in een onbepaald aantal gevallen, waarvan de omstandigheden nog niet bekend zijn, op een bepaalde wijze of overeenkomstig de wensen van een ander te stemmen.⁸²

Een ander instrument voor aandeelhouders om hun samenwerking te formaliseren is de volmachtverlening.⁸³ Hierbij geeft de ene aandeelhouder aan een andere aandeelhouder of aan een derde⁸⁴ het recht hem te vertegenwoordigen op de vergadering en in zijn naam het stem-

⁷⁹ Zie Richtlijnvoorstel 1989 waarin een soortgelijke bepaling was opgenomen. Deze is in latere voorstellen niet teruggekomen.

⁸⁰ Soms wordt ook wel een “*voting trust*” gesloten, een figuur uit de common law, waaraan aandelen plus het stemrecht worden overgedragen met als doel coalitievorming. In de overdracht van de aandelen onderscheidt de voting trust zich ook van de stemovereenkomst. Zie ook Brenninkmeijer (1973), p. 60. In Duitsland spreekt men van een Stimmvertrag of Stimmpool. In Duitsland komt de stemovereenkomst vaker voor dan in Nederland. Volgens Brenninkmeijer komt dit verschil voort uit het feit dat ons recht veiliger technieken bevat voor het treffen van oligarchische regelingen. Hij noemt in dit verband prioriteitsaandelen en certificering, zie p. 219.

⁸¹ Brenninkmeijer (1973), p. 75 noemt het voorbeeld van een overeenkomst waarbij de aandeelhouders, die samen het geplaatste kapitaal van een vennootschap vertegenwoordigen, afspreken een bestuurder of het bestuur slechts met algemene stemmen te ontslaan.

⁸² Asser/Maeijer 2-III, nr. 288 onder verwijzing naar HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 (Aurora). In beginsel is een stemovereenkomst echter toegestaan, zie HR 30 juni 1944, NJ 1944, 405 (Wennex).

⁸³ Slagter signaleerde dat dit een van de machtigste en toch minst gebruikte instrumenten zijn om aandeelhouders gezamenlijk macht te doen uitoefenen, zie Slagter (1984), p. 237. Gegevens om de huidige praktijk te kunnen onderzoeken, ontbreken. Waarschijnlijk heeft invoering van art. 2:119 BW, waarin de “blokkeringsregeling” van art. 2:117 BW is vervangen door een registratiedatum, voor een toename in het gebruik.

⁸⁴ Waaronder ook kan zijn begrepen het bestuur. Zo had het bestuur van de beursgenoteerde chipproducent BESI op grote schaal volmachten (17,2% van de stemrechten) verkregen van aandeelhouders. Zie het VEB-verslag van de AvA d.d. 3 april 2008 Motie van wantrouwen, www.veb.net. Een jaar eerder leverde eenzelfde “inzamelings-

recht uit te oefenen. Volgens art. 2:117/227 BW dient de volmachtverlening schriftelijk te plaats te vinden. Als daarbij geen steminstructies worden gegeven is er sprake van een blanco volmacht. Als de volmacht niet in de tijd begrensd is, wordt het een doorlopende volmacht genoemd. Aandeelhouders die een coalitie willen vormen, zullen afspraken maken over de uitoefening van het stemrecht; de blote volmachtverlening leidt niet tot gezamenlijke contro-leverwerving.⁸⁵ Het zal van de inhoud van die afspraken afhangen of er sprake is van acting in concert, waarover hieronder meer. Zie § 3.4.1. voor de vraag op wie de feitelijke biedplicht rust.

Het sluiten van stemovereenkomsten en volmachtverlening zijn de traditionele technieken om stemrechten te bundelen. Aandeelhoudersamenwerking kan zich echter op talloze manieren voordoen. Men denke bijvoorbeeld aan een gezamenlijk verzoek aan het bestuur tot het uitschrijven van een (B)AvA, een gezamenlijk enquêteverzoek of de afgifte van een zogenaamde *irrevocable* in het kader van een openbaar bod, waarbij aandeelhouders toezeggingen doen aan deieder hun aandelen aan te zullen bieden. Als naast de toezegging om aan te bieden nog afspraken gemaakt over de uitoefening van het stemrecht voordat de aandelen zijn overgedragen vormt de *irrevocable* een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap.⁸⁶ In het Verenigd Koninkrijk hebben dergelijke toezeggingen in 2005 tot een biedplicht geleid voor *Red Football Ltd* toen deze partij in het kader van de overname van *Manchester United Plc* naast het plegen van acquisities in de doelvennootschap diverse onvoorwaardelijke toezeggingen ontving.⁸⁷ Volgens *Stevens* maakt het niet uit dat de samenwerking doorgaans slechts zal zien op één vergadering omdat de samenwerking tussenieder

actie” 22% van de stemrechten op, zie het VEB-verslag van de AvA d.d. 22 maart 2007 Directie orkestreert stemming, www.veb.net. Doorgaans zal deze volmachtverlening niet tot overwegende zeggenschap leiden vanwege het feit dat deze volmachten, willen zij aan nietigheid ontkomen, zijn beperkt tot een bepaalde vergadering, zie Asser-Maeijer 2-III, nr. 280. Bovendien zou het bestuur ook zelf aandeelhouder moeten zijn, wil er sprake zijn van toerekening. Anders is dit in geval van een overnamesituatie waarbij aandeelhouders op verzoek van het bestuur een volmacht geven. Mogelijk kwalificeert een dergelijke volmachtverlening als het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod, zie hieronder § 3.2.C.

⁸⁵ De enkele volmachtverlening is een rechtshandeling, geen overeenkomst in de zin van art. 6:213 BW, HR 24 juni 1938, NJ 1939, 337. Löwensteyn (1959), p. 85: De overeenkomst scheidt rechtsgevolg tussen partijen, de volmacht scheidt de mogelijkheid, dat de gevolmachtigde rechtsgevolgen in het leven roept tussen volmachtgever en derden. Dat de volmachtverlening geen overeenkomst in de zin van art. 6:213 BW is, staat overigens niet in de weg aan het oordeel dat er sprake is van een overeenkomst in de zin van art. 1:1 Wft.

⁸⁶ Zie bijvoorbeeld de afspraak tussen Tele2 en Talpa Capital BV betreffende de overname van Versatel door Tele2: *In consideration of the Offeror agreeing [...] to make the Offer, we irrevocably represent, undertake and agree to and with the Offeror in the following terms:*

(d) unless and until the Offer lapses or is withdrawn or our obligations under this undertaking lapse [...] we shall vote for or against any resolution or abstain from voting on any resolution as directed by the Offeror, at any general meeting of the Company at which holders of the Shares are entitled to vote;

⁸⁷ Zie De Vlaam (2006), p. 602.

en aandeelhouder natuurlijk gericht is op een bij uitstek duurzame verwerving van de zeggenschap, te weten een openbaar bod.⁸⁸ Hier ben ik het niet mee eens. Als de bieder overwegende zeggenschap verwerft doordat de aandeelhouder zijn aanbieding toezegt en de bieder alvast het stemrecht op de aandelen mag bepalen, dan is de bedoeling dat *hij* alleen de controle krijgt; van een oogmerk om gezamenlijk de controle te verwerven kan geen sprake zijn. De aandeelhouder helpt de aspirant-aandeelhouder in het zadel, maar dit levert geen biedplicht wegens acting in concert op. Mijns inziens kunnen de stemrechten van de aandeelhouders echter wel worden toegerekend aan de bieder via de woorden “rechtstreeks of middellijk” in art. 5:70 lid 1 Wft.⁸⁹ En wat als de *irrevocable* de aandeelhouder vrij laat in de uitoefening van het stemrecht? Juridisch moet dit gekwalificeerd worden als een (voorwaardelijk) recht op de aandelen. De biedplicht is echter uitsluitend geënt op de verwerving van *stemrechten*. Dit is onderstreept in de wetsgeschiedenis, waar is gesteld dat zogenaamde “potentiële rechten” zoals opties en warrants geen aanleiding geven tot een biedplicht.⁹⁰ Een dergelijke constructie kan dus niet tot een biedplicht leiden.

Sinds een aantal decennia is er een heel scala aan samenwerkingsvormen bijgekomen. Deze onderscheiden zich van de traditionele technieken door het feit dat ze vooral worden ingezet om de aandelenkoers rond een openbaar bod te sturen. Dergelijke “*event driven*”-aandeelhouders zijn vaak hedge funds. Een voorbeeld van een moderne samenwerkingstechniek is het kopen van grote pakketten aandelen van institutionele beleggers tussen de aankondiging van een openbaar bod en de vergadering waarin over dat bod gestemd zal gaan worden, *transaction arbitrage* genoemd.⁹¹ Hedge funds hebben zo in feite het welslagen van het bod in eigen hand. Een variant hierop is het innemen van long- of short-positities al naar gelang de gewenste afloop.⁹² Het meest gebruikte derivaat is tegenwoordig het zogenaamde *contract for difference* (CFD). Om aan de leveringsverplichting te kunnen voldoen, “lenen” hedge funds de desbetreffende aandelen tijdelijk van een institutionele belegger die ze in die tijd zelf niet nodig heeft. Dit lenen, of *securities lending*, komt juridisch neer op een over-

⁸⁸ Stevens (2008), p. 192 (nog te verschijnen).

⁸⁹ De opvatting dat deze zin weinig toevoegt naast de ruime definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, zie Van Dijk, Tekst en Commentaar Ondernemingsrecht en Effectenrecht (2007), p. 1808, acht ik dan ook onjuist. Art. 5:45 Wft bevat overigens wel specifieke aanknopingspunten voor deze situatie.

⁹⁰ Stevens (2008), p. 192-193.

⁹¹ Voor institutionele beleggers is het aantrekkelijke in de zekerheid van een premie gelegen, terwijl voor het hedge fonds de vruchten van zijn strategie op het moment van aankoop nog moeten blijken.

⁹² Short-positities duiden op de verwachting en/of wens dat het bod niet zal slagen, terwijl long-posities een signaal zijn voor het verwachte en/of gewenste succes van het bod. Door gebruik te maken van een lening, *leverage* genoemd, worden de effecten van deze strategieën uitvergroot.

dracht van de aandelen aan (in casu) het hedge fund, onder de obligatoire verplichting voor die laatste om eenzelfde aantal aandelen op een later tijdstip terug te leveren tegen betaling van een leenvergoeding.⁹³ Echter, *securities lending* kan ook worden gebruikt om de besluitvorming in de AvA te beïnvloeden. Dit wordt *empty voting* genoemd.⁹⁴ Het belangrijkste onderscheid tussen transactie arbitrage en derivaten gecombineerd met *securities lending* is dat in het laatste geval sprake is van virtueel aandeelhouderschap; de aandelen worden (nog) niet gehouden door de hedge funds zelf terwijl zij wel het stemrecht hierop uitoefenen. Als dergelijke transacties erop zijn gericht om het biedingsproces te beïnvloeden en hierover afspraken worden gemaakt met andere hedge funds kan er sprake zijn van acting in concert. Fundamenteel probleem echter in de context van dit leerstuk is de zeer korte termijn waartegen hedge funds plegen te opereren. Het is de vraag of we niet op de grenzen van de toepasbaarheid van het gehanteerde controlebegrip stuiten als de controle direct na verkrijging in klinkende munt wordt omgezet.

B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg

Volgens de toelichting kan de samenwerking duurzaam of incidenteel zijn. In antwoord op vragen uit de Tweede Kamer⁹⁵ stelt de wetgever echter dat om *effectief* overwegende zeggenschap te (kunnen) verkrijgen dergelijke samenwerking doorgaans niet van incidentele aard [zal] zijn, maar daaraan enige vorm van (duurzaam) beleid ten grondslag [zal] liggen.”⁹⁶ Duurzaamheid is dus de regel, maar in uitzonderlijke situaties kan ook incidentele samenwerking worden aangemerkt als samenwerken met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap.⁹⁷ Niet wordt gespecificeerd welke situaties men in gedachten heeft. De weigering om aan te geven *wanneer* incidentele samenwerking tot een biedplicht kan leiden, heeft tot gevolg dat er veel onzekerheid bestaat. Bijvoorbeeld: kan incidentele samenwerking strekkende tot het vervangen van een bestuurder worden gekwalificeerd als acting in concert?⁹⁸ Zo nee, is dit anders als het gehele bestuur wordt vervangen? Het standaardantwoord van de Mi-

⁹³ Zie uitgebreid Maatman en Raaijmakers (2006), p. 257 e.v.

⁹⁴ Over deze praktijk is nog maar weinig bekend, zie de aanbeveling van de monitoring commissie voor nader onderzoek, Monitoring Commissie Corporate Governance (2007), p. 6.

⁹⁵ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 6, p. 11.

⁹⁶ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 30. Dat de toelichting hier een onderscheid maakt tussen overwegende zeggenschap en *effectief* overwegende zeggenschap geeft eens te meer aan dat het bij acting in concert om een materiele toets gaat. Zie eerder ook § 1.2.

⁹⁷ Het feit dat de Nota naar aanleiding van het verslag op p. 30 niet rept over “het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod” is te wijten aan onzorgvuldigheid. Het betreft hier echter geen zware omissie. Op alle andere plaatsen is wel volledigheid betracht.

⁹⁸ Zie in dit verband ook het bericht in de Financial Times van 10 maart 2006 waar werd bericht dat Knight Vinke actief op zoek was naar een nieuwe kandidaat bestuursvoorzitter voor VNU. Voorbeeld ontleend aan de Vlaam, (2007), p. 600.

nister op dergelijke vragen in de parlementaire behandeling was dat in principe alleen duurzame samenwerking kwalificeert als acting in concert, maar dat hieronder afhankelijk van de omstandigheden ook incidentele samenwerking kan vallen. Of dat zo is hangt af van het doel van de samenwerking, dat uiteindelijk dus het belangrijkste element uit de regeling blijkt te zijn.

Voordat ik dieper in ga op dit doelelement, eerst nog enkele opmerkingen over de parallel tussen de acting in concertregeling inzake het verplicht bod en een andere acting in concertregeling, nl. die van de plicht tot melding van zeggenschap, thans geregeld in art. 5:45 lid 3 Wft. De definitie van “personen waarmee in onderling overleg is gehandeld”, verschilt van de definitie van de soortgelijke regeling in het (gewijzigd) voorstel van Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen (WMZ)⁹⁹.¹⁰⁰ In het kader van de meldingsplicht speelt duurzaamheid een belangrijke rol. Hoewel ook hier de toelichting summier is, wordt duidelijk gemaakt dat de gezamenlijke uitoefening van het stemrecht op basis van een overeenkomst die slechts geldt voor één enkele AvA niet leidt tot een meldingsplicht.¹⁰¹ In navolging van de WMZ-regeling moet in ieder geval worden aangenomen dat opeenvolgende overeenkomsten per vergadering, waardoor materieel een duurzaam gezamenlijk beleid wordt, eveneens tot een biedplicht kunnen leiden. Uiteraard kan een en ander niet los worden beoordeeld van het doel van de samenwerking, zoals de Memorie van Toelichting bij de oorspronkelijke WMZ ook stelde.¹⁰²

Toch zijn er belangrijke verschillen tussen de beide acting in concertregelingen. Deze verschillen komen voort uit het feit dat de WMZ 1992¹⁰³ is ontstaan uit de eerste transparantierichtlijn¹⁰⁴. In Duitsland heeft men besloten om beide regelingen gelijk uit te leggen (zie § 4.2.1 en 4.2.3). Naar mijn mening is een dergelijke gelijkschakeling onwenselijk. Toerekening in het kader van de vraag of er feitelijke controle wordt uitgeoefend is een veel genuanceerder

⁹⁹ Kamerstukken II, 2005-2006, 28 985, nr. A.

¹⁰⁰ In art. 13 lid 5 van het gewijzigd voorstel wordt mede invulling gegeven aan het element “beschikken over stemmen”, hetwelk bepalend is voor een eventuele meldingsplicht: “Iemand wordt geacht te beschikken over de stemmen waarover een derde beschikt, met wie hij een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een *duurzaam gemeenschappelijk beleid* [curs., JB] inzake het uitbrengen van de stemmen” .

¹⁰¹ Kamerstukken II, 2005-2006, 28 985, nr 3, p. 33-34.

¹⁰² Kamerstukken II, 1991-1992, 21 492, nr. 3, p. 8.

¹⁰³ Wet van 18 december 1991, houdende regelen inzake de melding van de verkrijging of overdracht van zeggenschap of van een belang in ter beurze van de Europese Gemeenschappen genoteerde vennootschappen naar Nederlands recht (Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen), Stb. 1991, 748.

¹⁰⁴ Richtlijn nr. 88/627/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap (PbEG L 348).

vraagstuk dan de toerekening in het kader van de melding van stemrechten.¹⁰⁵ Bovendien weegt een verplicht bod veel zwaarder dan de meldingsplicht. Een derde bezwaar is dat de eerste regeling vennootschapsrechtelijk van aard is en de tweede vooral een effectenrechtelijk karakter heeft. Dit betekent echter niet dat de uitleg van art. 5:45 lid 3 Wft mijns inziens betekenisloos is. Dit heeft te maken met een recent ingediend voorstel van de Minister van Financiën om aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden te verplichten hun intenties ten aanzien van hun deelneming in beursvennootschappen openbaar te maken.¹⁰⁶ De Minister stelde hierover: “Bij de bestaande regeling van melding van zeggenschap dienen samenwerkende aandeelhouders op grond van artikel 5:45, derde lid, van de Wft beide een melding te doen wanneer hun gezamenlijke aandelenbezit een meldingsdrempel bereikt, over- of onderschrijdt. Deze bepaling geldt voor het gehele hoofdstuk 5.3 van de Wft en zal daarom ook gaan gelden met betrekking tot de melding van intenties.”¹⁰⁷ Samenwerkende aandeelhouders die onder de meldingsplicht vallen, moeten dus openbaar maken wat hun intenties zijn. Met behulp van deze informatie kan er waarschijnlijk beter worden getoetst of er ook sprake is van acting in concert in het kader van de biedplicht. De bruikbaarheid van deze informatie voor toezichthouders is overigens een bijkomstigheid; de formele reden voor invoering van de verplichting tot het melden van intenties is het verbeteren van de dialoog tussen aandeelhouders en vennootschap.¹⁰⁸ Zie over deze meldingsplicht ook § 5.3.1.¹⁰⁹

C. Doel van het onderlinge overleg

De toelichting besluit de bespiegelingen omtrent de voorgaande elementen met de opmerking dat het van het doel van de samenwerking afhangt of de samenwerking in kwestie kwalificeert als handelen in onderling overleg in de zin van art. 5:70 jo art. 1:1 Wft. Volgens de Minister zullen de genoemde doelstellingen, verwerven van overwegende zeggenschap en dwarsbomen

¹⁰⁵ De regulering van de fenomenen securities lending en empty voting demonstreert dit. Art. 5:45 lid 6 Wft bevat een meldingsplicht voor de “uitlener”. Over de implicaties ten aanzien van het verplichte bod bestaat voorts nog te weinig duidelijkheid voor een regeling.

¹⁰⁶ 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, www.minfin.nl/binaries/minfin/assets/pdf/actueel/nieuwsberichten/2008/01/consultatieversie.pdf (Wetsvoorstel corporate governance).

¹⁰⁷ Toelichting wetsvoorstel corporate governance, p. 17-18.

¹⁰⁸ Toelichting wetsvoorstel corporate governance, p. 2.

¹⁰⁹ Ook in Frankrijk heeft men een dergelijke meldingsplicht ingevoerd. Zie art. 233-7 Code de Commerce (aangepast door de Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie van 26 juli 2005):

Les seuils 10 % et 20 %, qui imposent à l'actionnaire qui les franchit de déposer dans les 10 jours qui suivent auprès de l'AMF une déclaration d'intention sur les objectifs qu'il entend poursuivre au cours des 12 mois à venir précisant s'il « agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Zie § 4.2.3. voor het Duits equivalent.

van een openbaar bod, doorgaans ontbreken indien de samenwerking betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang of in geval een voorvergadering wordt gehouden waarin gezamenlijke standpunten worden ingenomen over de *hoofdlijnen* van de corporate governance van een vennootschap en de informatieverstrekking op dat gebied.

De doelstelling van de overeenkomst moet naar objectieve maatstaven worden gezien; de subjectieve intentie van betrokkenen is niet doorslaggevend.¹¹⁰ Evenmin is vereist dat de samenwerking al *werkelijk* tot (verdere) verkrijging van zeggenschap heeft geleid, dan wel heeft geresulteerd in het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod¹¹¹. Ten slotte vermeldt de toelichting dat het antwoord op de vraag of er sprake is van in onderling overleg handelende personen veelal zal afhangen van de concrete omstandigheden van het geval. De enkele omstandigheid dat twee van elkaar onafhankelijke vennootschappen in een AvA hetzelfde stemgedrag vertonen, betekent nog niet dat zij als “in onderling overleg handelende personen kunnen worden aangemerkt. Hier zijn *bijkomende omstandigheden* voor nodig. Er wordt niet gespecificeerd welke omstandigheden hier worden bedoeld of aan welk soort omstandigheden gedacht kan worden. Ondanks herhaaldelijke verzoeken hiertoe¹¹² is de Minister blijven volhouden dat de situaties waarin er sprake kan zijn van acting in concert te specifiek om voorbeelden in algemene zin te noemen.¹¹³

In het onderstaande sta ik stil bij de betekenis van het element “corporate governance”, wat onder het dwarsbomen van een openbaar bod valt en, ten slotte, bij de vraag hoe het doelcriterium verenigbaar is met het formele controlebegrip dat uitgaat van overwegende zeggenschap bij 30% van de stemrechten (zie eerder § 1.2.).

¹¹⁰ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24.

¹¹¹ Het gaat om het dwarsbomen van een aangekondigd bod, niet om het beschermen van de vennootschap tegen een eventueel bod. Zie in dit verband de casus besproken in de rubriek “Breakingviews.com” van NRC Handelsblad d.d. 05-04-07 waarin door een analist wordt vermeld dat British Airways een belang van 10% [is inmiddels 13%, JB] in Iberia houdt alsmede een recht van eerste koop op nog eens 30% waarmee ieder onwettig bod kan worden tegengehouden. De optieovereenkomst met de vennootschap *sec* levert geen acting in concert op. De uiteindelijke uitoefening levert wel een biedplicht op; niet op grond van acting in concert, maar op grond van de “hoofdregeel” van het verplichte bod. Zie uitgebreid over de vraag of potentiële stemrechten moeten worden meegeteld Nieuwe Weme (2004), p. 140-142.

¹¹² Zie bijvoorbeeld de suggestie van Eumedion in hun position paper uit 2006 om voorbeelden op te nemen van gevallen waarin partijen in onderling overleg handelen en om een bewijsvermoeden op te nemen. Dergelijke suggesties zijn overigens ook door Euronext, VEB en SCGOP (voorganger Eumedion) gedaan in de consultatiefase, zie Nieuwe Weme (2002), p. 210. Zie uitgebreid § 4.4. en hoofdstuk 5.

¹¹³ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 5. Zie ook Kamerstukken I, 2005-2006, 30 419, C, p. 2 waarin de Minister nogmaals het belang van de bijzondere omstandigheden van het geval benadrukt.

Corporate Governance

Volgens de Minister zal het doel om overwegende zeggenschap te verwerven *doorgaans* ontbreken indien de samenwerking¹¹⁴ betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang of het houden van bijvoorbeeld een voorvergadering met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap en de informatieverstrekking daaromtrent door die vennootschap.¹¹⁵ Dit doel ontbreekt volgens de Minister ook als de samenwerking en informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders op het gebied van corporate governance betrekking heeft op een meer effectieve besluitvorming in de AvA of het bevorderen van de dialoog met de vennootschap.¹¹⁶ Hiermee wordt tegemoetgekomen aan de breed gedragen roep om aandacht voor de negatieve consequenties van de biedplicht voor de corporate governance binnen de onderneming. De vraag is echter wat precies wordt bedoeld met de verwijzing naar de hoofdlijnen van corporate governance. Welke mate van bemoeienis van aandeelhouders met de strategie van de onderneming kwalificeert nog als corporate *governance* en welke meer als corporate *policy*?¹¹⁷ Valt het ter verantwoording roepen van een bestuurder met als ultieme consequentie zijn ontslag nog onder corporate governance?

Naar mijn mening zijn hier twee interpretaties mogelijk. In de ruimere interpretatie wordt corporate governance gezien als doel dat aandeelhouders kunnen bereiken door uitoefening van hun aandeelhoudersrechten. Aandeelhouders maken gebruik van hun rechten om voor hun belangen op te komen en dit leidt tot goede corporate governance. De Nederlandse corporate governance code (“de Code”) schrijft voor dat de AvA zodanige invloed dient te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de RvC van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van “checks en balances” in de vennootschap (Principe IV.1). Om deze rol te kunnen vervullen hebben de aandeelhouders diverse wettelijke bevoegdheden tot hun beschikking zoals het recht om een AvA bijeen te roepen (art. 2:110 BW), agenderingsvoorstellen te doen (art. 2:114a BW), belangrijke transacties goed te keuren (art. 2:107a BW), een enquêteprocedure te verzoeken (art. 2:346 BW)¹¹⁸ of de bevoegdheid tot ontslag van be-

¹¹⁴ De toelichting spreekt hier van “deze samenwerking” volgend op de zin waarin het gaat om samenwerking door het sluiten van een stemovereenkomst of het (standaard) houden van een voorvergadering. In weerwil van de letterlijke tekst neem ik aan dat hetgeen over corporate governance wordt opgemerkt niet alleen van toepassing is op stemovereenkomsten of voorvergaderingen.

¹¹⁵ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24.

¹¹⁶ Kamerstukken I, 2006-2007, 30 419, nr. C, p. 1-2.

¹¹⁷ Vgl. De Vlaam (2006), p. 600.

¹¹⁸ Zie bijvoorbeeld de procedure die hedge funds aanspanden tegen de vermeende onjuiste toepassing van de Code Tabaksblad, OK 14 december 2005, JOR 2006/7 m.nt. I.

stuurders (2:134 BW)¹¹⁹. De bundeling van stemrechten leidt tot een verbetering van de corporate governance en is grond voor een uitzondering op de biedplicht.¹²⁰ In deze interpretatie ziet de wetgever samenwerkende aandeelhouders kennelijk als de “*holy grail of corporate governance*”¹²¹.

Tegen deze interpretatie rijst als bezwaar dat de genoemde aandeelhoudersbevoegdheden ook kunnen worden ingezet voor andere doeleinden dan corporate governance. Een voorbeeld is de ontslagbevoegdheid die niet alleen kan worden ingezet om een slecht presterende bestuurder te verwijderen, maar ook om een goed functionerende bestuurder te vervangen door een bevriende partij.¹²² Daarnaast is onduidelijk of gezamenlijk optreden door hedge funds een vruchtbare rol vervult binnen de corporate governance van een onderneming.¹²³ Met name hun korte termijnhorizon tegen de achtergrond van de idee van de vennootschap als lange termijn samenwerkingsverband, zoals bepaalt in preambule 3 van de Code, roept vragen op.¹²⁴ Moet er nu een onderscheid worden gemaakt tussen aandeelhoudersrechten die wel en niet in het teken staan van corporate governance? En wat zijn de hoofdlijnen van corporate governance in dit verband? Dit alles zal niet eenvoudig te bepalen zijn.¹²⁵ Echter, de aanname

¹¹⁹ Preambule 8 van de Code stelt: Aandeelhouders kunnen binnen de algemene vergadering gebruik maken van de mogelijkheid om het bestuur geen décharge te verlenen over het gevoerde beleid en de raad van commissarissen over het uitgeoefende toezicht, het bezoldigingsbeleid aan te passen, en de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan.

¹²⁰ Deze gedachte is historisch verklaarbaar. De ontwerper van de eerste moderne vennootschapswetgeving uit 1929 realiseerde zich dat de rol van de overheid als controleur bij de oprichting van vennootschappen was uitgespeeld. Voortaan zou het machtsevenwicht binnen de vennootschap zelf worden gezocht. In de oorspronkelijke opzet was het de taak van de aandeelhoudersvergadering om tegengewicht te bieden aan het bestuur. Van een machtsevenwicht is echter tot op heden nooit sprake geweest.

¹²¹ Term afkomstig uit M. Kahan & E.B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 06-16, www.ssrn.com. Zij gebruiken hem voor hun onderzoek naar de stelling dat de acties van hedge funds de oplossing bieden voor de zwakke plek in het systeem van corporate governance, i.e. de AvA. Institutionele beleggers bleken toch niet de belofte te zijn, waar menigeen zijn hoop op had gevestigd.

¹²² Nieuwe Weme (2004), p. 122 onderzocht de wenselijkheid van het doen ontstaan van een biedplicht indien machtsmisbruik dreigt of daadwerkelijk plaatsvindt. De bezwaren die hij tegen deze keuze opsomt, pleiten naar mijn mening ook tegen de ruime interpretatie. Pogingen tot het maken van een onderscheid tussen gezagsuitoefening en machtsmisbruik zijn ook hier problematisch.

¹²³ Zie hierover uitgebreid Maatman en Raaijmakers (2006), p. 258-262.

¹²⁴ Vgl. Maatman en Raaijmakers (2006), p. 260 en Verdam (2006), p. 201.

¹²⁵ Vergelijk de worsteling van De Vlaam wanneer hij een onderscheid maakt tussen verschillende *fundamentele* aandeelhoudersrechten, De Vlaam (2006), p. 600. Hij bespreekt een casus waarin verschillende aandeelhoudersrechten aan de orde komen, variërend van het agenderingsrecht tot de ontslagbevoegdheid. Onduidelijk is of De Vlaam opteert voor de ruime interpretatie. Hij lijkt in navolging van de City Code aan te willen nemen dat aandeelhouders die, kort gezegd, samenwerken om het bestuur te ontslaan onder acting in concert vallen. Als billijkheidscorrectie moet de toets fungeren of de belangen van de minderheidsaandeelhouder hierdoor geschonden worden. Deze opzet is echter in strijd met de Richtlijn, die immers het *gevaar* van benadeling van de minderheidsaandeelhouder voorop stelt. Zie ook Nieuwe Weme (2004), p. 15-17. De toepassing van de eis dat een biedplicht slechts ontstaat indien machtsmisbruik dreigt of daadwerkelijk plaatsvindt, is bovendien problematisch, Nieuwe Weme (2004), p. 122.

dat alle wettelijke bevoegdheden in het teken van corporate governance staan, is verre van gerechtvaardigd en zadelt ons bovendien op met het probleem dat alleen naderhand kan blijken of er sprake was van andere motieven dan corporate governance voor uitoefening van bepaalde bevoegdheden. Hiermee is overigens niet gezegd dat het onverschillig is welke aandeelhoudersrechten worden uitgeoefend. Ik betoog slechts dat een onderscheid hierin ten aanzien van het element corporate governance niet is te maken. De kwestie welke aandeelhoudersrechten worden gebruikt is wel relevant bij de beantwoording van de vraag of er sprake is van feitelijke controle. Zie uitgebreid hierover p. 40 e.v.

De enge interpretatie van de verwijzing naar het begrip “hoofddijnen van corporate governance” houdt rekening met bovenstaande bezwaren. Het feit dat er door de Minister wordt gesproken van *hoofddijnen* van corporate governance geeft aan al dat concrete acties als het uitschrijven van een AvA naar aanleiding van een bepaalde gebeurtenis niet in aanmerking komen voor uitzondering van de biedplicht. Hiermee zijn naar mijn mening onderwerpen bedoeld als: tijdige oproeping voor de AvA, wegnemen van obstakels voor elektronische deelname aan de AvA of informatieverschaffing.¹²⁶ De samenwerking tussen institutionele beleggers ziet doorgaans op dit soort punten. Door Eumedion zelf wordt samenvattend gesproken van “*monitoring* rol op het gebied van corporate governance”.¹²⁷ Het delen van informatie, kennis en ervaring door institutionele beleggers valt ook in de door mij voorgestane enge interpretatie van hoofddijnen van corporate governance en zal dus niet tot een biedplicht leiden. Een praktijkvoorbeeld van wat de Minister bedoeld heeft met de hoofddijnen van corporate governance zijn naar mijn mening de acties van pensioenfonds ABP en beleggersvereniging VEB om onder andere de bestuursstructuur van Fortis te veranderen.¹²⁸ Voor de enge interpretatie pleit verder nog dat zij strookt met de ratio en systematiek van de acting in concertregeling uit de Richtlijn. Van bescherming van de minderheidsaandeelhouder komt niet veel

¹²⁶ Onderwerpen ontleend aan de Code en aan de toelichting op het richtlijnvoorstel inzake uitoefening van stemrecht door aandeelhouders, waarover Nowak (2006), p. 263. Op 4 augustus is het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn naar de Raad van State voor advies gezonden. Pensioenfonds Hermes spreekt in dit verband van: “randvoorwaarden voor een functionerende aandeelhoudersdemocratie”, zie advies aan de Duitse minister van Financiën met betrekking tot het Riskobegrenzungs-gesetz (zie § 4.3.2.), d.d. 5 oktober 2007, www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/Risikobegrenzungs-gesetz/risikobegrenzungs-gesetz_pdf/Stellungnahme_Hermes.pdf

¹²⁷ Eumedion Position Paper acting in concert (2006), p. 4. Institutionele beleggers hebben primair een fiduciaire verantwoordelijkheid jegens de eigen deelnemers; zij handelen niet voor eigen rekening. Mede om deze reden zijn institutionele beleggers niet *in the business* van het verwerven van overwegende zeggenschap.

¹²⁸ Zie Structuur Fortis is toe aan vereenvoudiging, HFD 8 augustus 2008 en VEB voert eisen verder op, HFD 18 augustus 2008. Afgezien van de materiele toets, ligt het niet voor de hand dat ABP en de door de VEB gemobiliseerde aandeelhouders gezamenlijk meer dan 30% van de stemrechten vertegenwoordigen getuige het belang van ABP (2,5%) en de moeite die de VEB heeft om de noodzakelijke 10% bijeen te krijgen voor het uitschrijven van een BAvA ex art. 2:110 BW.

terecht als een weinig concreet begrip als corporate governance zo ruim wordt uitgelegd dat hieronder mogelijk het gehele bevoegdhedenarsenaal van boek 2 BW valt.

Dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod

De Richtlijn schrijft voor dat ook samenwerking die ertoe strekt het welslagen van een aangekondigd bod te dwarsbomen tot een biedplicht leidt.¹²⁹ ¹³⁰ De gedachte hierachter is waarschijnlijk¹³¹ dat ook in zo'n geval aan de minderheidsaandeelhouders de kans wordt ontnomen om hun stukken aan te bieden en deze zodoende een exit missen. Dit argument raakt echter slechts de kern van de zaak.¹³² Gelet op de grondslag van het verplichte bod hebben aandeelhouders slechts recht op een exit als ze worden geconfronteerd met een of meerdere controlerend(e) aandeelhouder(s). De dogmatische vraag of de samenwerkende aandeelhouders dusdanige controle hebben dat een biedplicht op zijn plaats is, is bij mijn weten nooit gesteld.

Wat betekent de verwijzing naar een *aangekondigd* openbaar bod? Art. 5 Bob bepaalt wanneer een bod als aangekondigd beschouwd kan worden. Uit lid 1 blijkt dat de bieder eerst de doelvennootschap op te hoogte moet stellen van een ophanden zijnde bod en haar moet uitnodigen voor overleg. Als er na dit overleg overeenstemming wordt bereikt kondigen beide het bod door middel van een openbare mededeling. Als er geen overeenstemming wordt bereikt, dan geldt lid 2 Bob waarvolgens een openbaar bod is aangekondigd indien een bieder zonder, al dan niet voorwaardelijke, overeenstemming te hebben bereikt, concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod heeft gemaakt. In het voorontwerp van het Bob was bepaald dat de bieder deze informatie openbaar mocht maken nadat zeven dagen waren

¹²⁹ Onderdeel van de definitie van art. 2 lid 1 sub d van de Richtlijn. De oorsprong van dit onderdeel is terug te voeren tot het gewijzigde voorstel uit 1990. Zoals gezegd is dit voorstel het gevolg van kritiek van het Europees Parlement. Zonder dat die kritiek betrekking had op de acting in concertregeling is deze in het gewijzigde voorstel aangepast.

¹³⁰ In een biedplicht voor een individuele aandeelhouder die minder dan 30% van de stemrechten kan uitoefenen, maar desalniettemin het bod frustreert is niet voorzien. Wel is denkbaar dat een grootaandeelhouder die is vrijgesteld van de biedplicht (zie art. 5:71 BW voor vrijstellingsgronden) het welslagen van een aangekondigd bod dwarsboomt; in dat geval "herleeft" de biedplicht.

¹³¹ Elk spoor van argumentatie ontbreekt ten aanzien van dit onderdeel. Zelfs Nieuwe Weme besteedt hieraan geen aandacht in zijn standaardwerk over het verplicht bod.

¹³² Een alternatieve verklaring kan gelegen zijn in het feit dat in eerdere versies van de Richtlijn het verbod op handelingen van het bestuur strekkende tot het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod (art. 9 Richtlijn) dwingend was opgelegd. Pas in het laatste richtlijnvoorstel is hieraan een facultatief karakter gegeven. Ook in de definitieve richtlijn is als beginsel opgenomen dat het leidinggevend of het bestuursorgaan de houders van effecten niet de mogelijkheid mag ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen (art. 3 lid 1 sub c, tweede deelzin). In deze filosofie past ook het opleggen van een biedplicht aan partijen die samenwerken (al dan niet met (het bestuur van) de doelvennootschap) om een aangekondigd openbaar bod te dwarsbomen. Zie over de totstandkoming van art. 3 lid 1 sub c Richtlijn, Nieuwe Weme en Van Solinge (1999), p. 420, voetnoot 93.

verstrekken na verzending van de uitnodiging tot het voeren van overleg.¹³³ Deze termijn is niet terug te vinden in de thans geldende versie van het Bob. Er bestaat dus ook geen verplichting meer om in geval van een vijandig bod eerst met (het bestuur van) de doelvennootschap te overleggen alvorens het eventuele voornemen tot een openbaar bod openbaar te maken.¹³⁴ Hierdoor kan er in een eerder stadium dan voorheen sprake zijn van acting in concert met betrekking tot het dwarsbomen van een bod openbaar bod. Deze wijziging lost overigens ook het probleem op dat strikt genomen vóór aankondiging van het bod nog geen sprake van een doelvennootschap zoals gedefinieerd in art. 1:1 Wft¹³⁵ kon zijn (hoewel een redelijke wetsuitleg deze conclusie waarschijnlijk zou domineren). Dit alles laat onverlet dat het bestuur van de doelvennootschap in een eerder stadium wetenschap krijgt van een mogelijk openbaar bod, bijvoorbeeld ingeval de potentiële bieder contact opneemt met het bestuur van de doelvennootschap om het bod te bespreken en een indruk te krijgen van de bereidheid van het bestuur om een eventueel bod te ondersteunen alvorens (groot)aandeelhouders te benaderen.¹³⁶

In het oorspronkelijke wetsvoorstel tot invoering van de biedplicht ontstond er, conform de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld uit art. 2 lid 1 sub d Richtlijn, nog een biedplicht als aandeelhouders onderling samenwerkten om een aangekondigd bod te frustreren. Bij de tweede Nota van Wijziging echter is, onder meer, bepaald dat samenwerking tussen aandeelhouders om een bod te frustreren niet meer als acting in concert is aan te merken. Slechts samenwerking (mede) met de doelvennootschap in de context van het dwarsbomen van een bod kwalificeert als acting in concert. Dit toegevoegde vereiste is ontleend aan de Richtlijn waar in art. 2, onderdeel d, wordt gesproken van samenwerking met de bieder *of met de doelvennootschap*. Het element “samenwerking met de bieder”, aldus de Minister, is niet aan de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld

¹³³ Zie ook Nota van Toelichting Bob, Stb. 2007, 329, p. 28-29. Deze termijn volde uit het verbod op het rauwelijks bod (art 9d Bte 1995-oud). Als gevolg van dit verbod was het de bieder verboden in een periode van zeven dagen, te rekenen vanaf de ontvangst van de uitnodiging tot overleg door de doelvennootschap, een openbare mededeling te doen over de prijs of ruilverhouding. Dit verbod is afgeschaft met de implementatie van de richtlijn marktmissbruik omdat het onredelijk werd geacht om enerzijds de bieder zeven dagen radiostilte op te leggen en anderzijds de doelvennootschap te verplichten deze koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Het verbod op het rauwelijks bod is een algemene regel, terwijl de mogelijkheid van uitstel ziet op concrete, in beginsel uitzonderlijke situaties. Hierdoor biedt de uitstelmogelijkheid geen rechtvaardiging voor het handhaven van een (algemeen) verbod op het rauwelijks bod. Zie Nvt Bob Wft, Stb. 2007, 329, p. 28-29. Overigens was in de praktijk al gebruikelijk dat, voordat het vijandig bod zeven dagen na de verzending van de kennisgeving werd aangekondigd, een indicatie van de biedprijs of ruilverhouding werd genoemd. Met het niet opnemen van de zeven-dagen-termijn is eveneens gehoor gegeven aan de kritiek dat deze termijn de doelvennootschap de tijd geeft om zich te beschermen, zie Nieuwe Weme en Van Solinge (2006), p. 213.

¹³⁴ Tali (2008), p. 60.

¹³⁵ Dat immers luidt: *De instelling waarvan effecten zijn uitgegeven waarop een openbaar bod is aangekondigd, wordt uitgebracht, dan wel is uitgebracht.*

¹³⁶ Perrick en Chang (2008), p. 120.

toegevoegd, omdat het onwaarschijnlijk wordt geacht dat een bieder zal samenwerken met personen met als doel een door hemzelf aangekondigd bod te dwarsbomen.¹³⁷

Het uitsluitend tekstuele argument van de Minister voor de hierboven besproken aanpassing is niet overtuigend. Natuurlijk is samenwerking van aandeelhouders van de doelvennootschap met de bieder om een door hemzelf aangekondigd openbaar bod te frustreren onlogisch. Maar, ik zie hierin geen reden om de teleologische interpretatie, zoals kennelijk door de wetgever onderschreven want geïmplementeerd in de definitie van acting in concert in art. 1:1 Wft (zie eerder p. 13 en 22), in geval van het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod te verlaten.¹³⁸ Waarom dan toch deze aanpassing? Een mogelijke verklaring biedt de, hiermee samenhangende, suggestie van Eumedion om in art. 1:1 Wft duidelijk te maken dat de acting in concertbepaling slechts ziet op samenwerking door aandeelhouders van de doelvennootschap en niet op samenwerking door aandeelhouders van de bieder.¹³⁹ Eumedion stelde ter verduidelijking van dit verschil voor om het zinnetje “dwarsbomen van het welslagen van *een* aangekondigd bod” in art. 1:1 Wft, te vervangen door het zinnetje “dwarsbomen van het welslagen van *het* bod”. De Minister gaf aan deze suggestie over te nemen.¹⁴⁰ Volgens de gewijzigde redactie van art. 1:1 Wft zijn “personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld”: natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap *of, indien de samenwerking geschiedt met de doelvennootschap, het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap*.¹⁴¹ Door te stellen dat alleen samenwerking met de doelvennootschap als acting in concert kan gelden, is conform de suggestie van Eumedion verduidelijkt dat samenwerking tussen aandeelhouders van de bieder ongemoeid blijft. Maar, hiermee is ook de reikwijdte van de acting in concertregeling in vergaande mate beperkt. Waarschijnlijk is de wetgever in zijn wens om meer duidelijkheid te scheppen doorgeschoten.¹⁴²

¹³⁷ Kamerstukken II, 2005-2006, 40 419, nr. 9, p. 16.

¹³⁸ Zo ook Sanders (2006), p. 436. Hij stelt dat de interpretatie door de indiener van het wetsvoorstel discretionair wordt en zou willen pleiten voor heroverweging van deze toevoeging.

¹³⁹ Zie ook Sanders (2006), p. 436, voetnoot 13. In de bekritiseerde redactie leidt de regeling volgens Eumedion tot een biedplicht voor de aandeelhouders van de *bieder* als zij gezamenlijk optrekken bij de gebruikmaking van het goedkeuringsrecht ex 2:107a BW. Dat kan naar het oordeel van Eumedion niet zijn bedoeld. Zie de brief van Eumedion d.d. 16 februari 2006, p. 6.

¹⁴⁰ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 30.

¹⁴¹ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 9, p. 1 en 16 (toelichting).

¹⁴² Een ander argument dat de Minister mogelijk heeft overgehaald, is dat aandeelhouders die samenwerken ten aanzien van bepaalde modaliteiten van het bod niet biedplichtig zouden moeten worden. Zie Rebers en Maatman (2008), p. 387 (nog te verschijnen). Hoewel de wens hiertoe op zichzelf gerechtvaardigd is, zie ik onvoldoende

De Nederlandse acting in concertregeling bevat een beperking die de Richtlijn niet stelt en vormt dus een afwijking in neerwaartse zin. Volgens art. 5 lid 4 Richtlijn is dit slechts toegestaan als de beginselen van art. 3 lid 1 Richtlijn worden nageleefd (zie eerder § 2.3.) waarvan in dit verband het belangrijkste beginsel is dat indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten dienen te worden beschermd (lid 1 sub a, tweede volzin). Zoals hierboven reeds werd aangestipt, blijkt nergens hoe de uitbreiding van de reikwijdte van acting in concert tot frustrerende handelingen zich verhoudt tot dit beginsel. Het succes van de rechtzoekende (minderheids)aandeelhouder die zich in een voorkomend geval beroept op richtlijnconforme interpretatie of de Nederlandse staat aansprakelijk wil stellen, zal afhangen van de interpretatie die de (uiteindelijk Europese) rechter geeft aan de betreffende richtlijnbeperking. In de andere lidstaten leidt dit onderdeel van de acting in concertregeling waarschijnlijk niet tot problemen. In het Verenigd Koninkrijk is niet de beperking opgenomen dat slechts samenwerking met de doelvennootschap tot acting in concert kan leiden (*“Persons acting in concert comprise persons who [...] co-operate [...] to frustrate the successful outcome of an offer for a company”*, zie onderdeel *Definitions* bij de City Code). In Duitsland is art. 9 Richtlijn omgezet in § 33 lid 1 WpÜG). Doorwerking in de acting in concertregeling vindt plaats via de definitie van *gemeinsam handelnde Personen* van § 2 lid 5 WpÜG. De betekenis van deze bepaling is niet geheel duidelijk. Aan de ene kant wordt hierin slechts een tweetal gevallen besproken: samenwerking met de bieder en samenwerking met de doelvennootschap. Als we ons tot deze definitie beperken lijkt de Duitse regeling dus op de Nederlandse. Maar, het dwarsbomen van een bod zonder samenwerking met de doelvennootschap valt waarschijnlijk onder een *“Verhaltensabstimmung in Bezug auf die Zielgesellschaft“*, als bedoeld in § 30 lid 2 WpÜG.¹⁴³ Zie uitgebreid hierover § 4.2.1.

Ten slotte is nog onduidelijk wat moet worden begrepen onder samenwerken met de doelvennootschap ten aanzien van het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod. In ieder geval leidt dit op grond van art. 5:73 lid 1 Wft pas tot een biedplicht als de aandeelhouder(s)

reden voor de betreffende aanpassing van de regeling. In de eerste plaats zullen deze aandeelhouders (doorgaans) niet de intentie hebben het bod te dwarsbomen. In de tweede plaats had een minder vergaande aanpassing de voorkeur verdiend. Zo had bijvoorbeeld in de toelichting aangegeven kunnen worden dat het stellen van voorwaarden aan het bod, mits deze redelijk zijn, niet als het dwarsbomen van een bod wordt gezien.

¹⁴³ Voor deze uitleg spreekt de opmerking van de Duitse wetgever dat onder § 30 lid 2 gedragingen vallen die internationaal onder het begrip acting in concert vallen, zie BegrRegE zu § 30 Abs. 2, BT-Drucks. 14/7034, p. 54. Vgl. Sanders die zich afvraagt of Duitsland de Richtlijn op dit punt juist heeft geïmplementeerd, Sanders (2006), p. 436, voetnoot 13. Hij maakt overigens geen gewag van de definitie van § 2 lid 5 WpÜG. De verplichting tot richtlijnconforme interpretatie relativeert overigens de gerezen onduidelijkheid.

waarmee wordt samengewerkt samen of alleen 30% of meer van de stemrechten vertegenwoordigen. Overigens geldt ook hier dat, op grond van de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld in art. 1:1 Wft, de enkele (subjectieve) intentie om het bod te dwarsbomen volstaat.¹⁴⁴ Niet als dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod valt aan te merken het gezamenlijk zoeken naar een alternatief bod of een *white knight*. De Richtlijn zondert dit uit van toepassing van art. 9 Richtlijn.¹⁴⁵ Weliswaar gelden art. 9 Richtlijn en art. 2:359b BW in een andere context, maar omdat er een duidelijke parallel tussen beide regelingen bestaat (zie eerder voetnoot 61) geeft dit toch aan dat de Richtlijn het zoeken naar een alternatief bod niet als dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod ziet.¹⁴⁶ De eventuele mogelijkheid dat het alternatieve bod door een consortium van aandeelhouders wordt uitgebracht, leidt mijns inziens niet tot een andere conclusie. Bovendien is op deze situatie de uitzondering van art. 5:71 sub b Wft inzake het vrijwillig bod van toepassing. In de praktijk doet deze situatie zich niet vaak voor omdat grootaandeelhouders vaak gepolst worden naar hun gevoelens ten aanzien van een voorgenomen openbaar bod.¹⁴⁷ In aansluiting op hetgeen hierboven werd overwogen omtrent de parallel tussen het verbod op frustrerende handelingen van art. 2:359b BW en de acting in concertregeling van art. 1:1 Wft, moet ook voor de uitleg van het element “dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod” worden aangesloten bij de uitleg van art. 9 Richtlijn jo art. 2:359b BW.

Uit der aard der zaak kan uit art. 9 Richtlijn niet worden afgeleid wanneer sprake is van samenwerking tussen doelvennootschap en aandeelhouder. Of er samengewerkt is in de zin van de definitie van acting in concert in art. 1:1 Wft zal aan de hand van de omstandigheden van het geval moeten worden vastgesteld. Een voorbeeld waarin dit voor de hand ligt is de uitgifte van aandelen aan een (groep van) aandeelhouder(s).¹⁴⁸ Minder vanzelfsprekend is het geval waarin een groep van aandeelhouders een alternatief bod doet. De handelwijze van het be-

¹⁴⁴ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24. Tussen de doelelementen “verkrijgen van overwegende zeggenschap” en “het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar overnamebod” bestaat op dit punt geen verschil. Ook volgens art. 2:359b lid 1 sub a BW volstaat dat de handeling het bod *kan* frustreren. Idem Van Olffen (2008), p. 605 (nog te verschijnen).

¹⁴⁵ Deze uitzondering was niet opgenomen in eerdere richtlijnvoorstellen, zie Nieuwe Weme en Van Solinge (1999), p. 441, voetnoot 184.

¹⁴⁶ Aldus ook Sanders in zijn e-mail van 02-11-2006 in reactie op vragen naar aanleiding van zijn artikel.

¹⁴⁷ De praktijk van het polsen van aandeelhouders vindt erkenning in de wet. Art. 3 Bm Wft bevat hiervoor een uitzondering op het tipverbod van art. 5:57 Wft. Zie hierover Perrick en Chang (2008), p. 117-118 en 120-125.

¹⁴⁸ De emissie zal plaats moeten vinden voor de aankondiging van het bod. Samenwerking tussen bestuur en aandeelhouders is ook gegeven in het geval dat er een joint ventureovereenkomst op dochterniveau wordt aangegaan met enkele aandeelhouders (van de moeder). Denk bijvoorbeeld aan de HBG-casus waarin het bestuur van HBG haar baggeractiviteiten met die van Ballast Nedam samenvoegde om het bod van Boskalis te dwarsbomen. Hier was geen sprake van acting in concert omdat Ballast Nedam geen aandeelhouder van HBG en de enige partij bij de joint ventureovereenkomst was. Zie HR 21 februari 2003, NJ 2003, 182 m.nt. Maeijer.

stuur zal vaak beslissend zijn voor het al dan niet bestaan van samenwerking. Het aannemen van samenwerking ligt niet voor de hand als de neuzen van bestuur en aandeelhouders niet dezelfde kant op staan. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van twee, nauw verwante, situaties: i) een groep aandeelhouders met overwegende zeggenschap geeft de opdracht, eventueel verpakt in de formule van art. 2:359b lid 4 BW¹⁴⁹ om te ontkomen aan de beperkingen die art. 2:129 lid 4 BW stelt, aan het bestuur om een beschermingsconstructie te activeren, ii) een groep aandeelhouders met overwegende zeggenschap werkt samen ten aanzien van het besluit tot het geven van een AvA-machtiging aan het bestuur van een bewust onbeschermd beursvennootschap (BOB), zoals bedoeld in art. 2:359b lid 1 sub a BW. In geen van beide situaties doet art. 2:359b lid 1 sub d BW afbreuk aan stemovereenkomsten of andere afspraken over de uitoefening van het stemrecht ten aanzien van de in lid 1 sub a of b bedoelde goedkeuring.¹⁵⁰ Slechts de tweede situatie leidt mijns inziens tot acting in concert. Doorgaans zal het bestuur het initiatief nemen en aan de AvA goedkeuring vragen. Als deze wordt verleend door een groep samenwerkende aandeelhouders is er mijns inziens sprake van samenwerking met het bestuur. Derhalve levert deze samenwerking een biedplicht op, hetgeen gezamenlijk optrekken rond de vergadering waarin beslist wordt over bescherming tot een risikante onderneming maakt.¹⁵¹ De suggestie in de literatuur gedaan dat in art. 2:359b lid 1 sub a bepaald moet worden dat goedkeuring slechts kan worden gegeven indien het bod is aangekondigd, is niet overgenomen.¹⁵²

¹⁴⁹ Lid 4 bevat de zogenaamde reciprociteitregel op basis waarvan, kort gezegd, vennootschappen die worden geconfronteerd met een “beschermd bieder” ervoor kunnen kiezen om hun eigen onbeschermd status te laten vallen. Hiervoor is ex art. 2:359 lid 4 BW goedkeuring van de AvA vereist. Nieuwe Weme en Van Solinge (2006), p. 215 achten het waarschijnlijk dat dit goedkeuringsbesluit jaarlijks geagendeerd zal worden. Afhankelijk van de gekozen bewoordingen krijgt zo kan de machtiging het karakter van een opdracht.

¹⁵⁰ De grens voor goedkeuring is wettelijk gefixeerd. Een gewone meerderheid volstaat omdat statutaire beperkingen van de uitoefening van het stemrecht en beperkingen van het stemrecht die tussen de aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling zijn overeengekomen krachtens art. 2:359b lid 1 sub d BW niet gelden. Als voorbeeld van een stemrechtbeperking die niet is toegestaan noemt de Memorie van Toelichting een X%-regeling, Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 39. De ratio van dit artikel verzet zich ook niet tegen deze uitleg. Waar het om gaat is dat aandeelhouders *kunnen* beslissen over het bod. Dat zij besluiten om hun beslissing meer kracht bij zetten door hun stemrechten te bundelen doet daaraan niet af.

¹⁵¹ Waarmee deze en soortgelijke beschermingsconstructies waarbij aandeelhouders worden ingeschakeld, kunnen worden afgestreept van het lijstje “alternatieve beschermingsconstructies” die de BOB de mogelijkheid bieden om overnames te plegen zonder haar eigen bescherming op te geven, zie Sanders (2006), p. 437. Tot het gebruik van deze alternatieve beschermingsconstructies verleidt de uitwerking van de reciprociteitregel van art. 2:359b lid 4 BW. Als zodanige beschermingsconstructies gelden uitgifte van aandelen met verschillende nominale waarde (gelet op de ISIV-regel van art. 3:259 lid 1 sub e BW) en, ingeval alleen art. 2:359b lid 2 BW wordt toegepast, uitgifte van prefs, gewone aandelen zonder stortingsplicht of andere beschermingsaandelen (gelet op het feit dat art. 2:359b lid 2 BW deze categorieën aandelen niet uitzondert van de stemming). Zie voor dit laatste Den Boogert (2006), p. 34-35 en het een-tweetje met Van Olfen in het discussieverslag.

¹⁵² Nieuwe Weme en Van Solinge (2006), p. 213.

Feitelijke controle

Voor een goed begrip van hetgeen in deze subparagraaf zal worden besproken is een korte uiteenzetting over de ratio en uitwerking van het verplicht bod noodzakelijk. Doel van het verplicht bod is om aan alle effectenhouders die de gewijzigde zeggenschap niet op prijs stellen de mogelijkheid te bieden zich uit de vennootschap terug te trekken.¹⁵³ De achterblijvende aandeelhouders, in de terminologie van de Richtlijn minderheidsaandeelhouders, worden beschermd tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder.¹⁵⁴ De biedplicht ontstaat indien de controle is verkregen, art. 5 lid 1 Richtlijn. Het begrip controle kan grofweg op twee manieren worden gedefinieerd. Er kan worden aangesloten bij de feitelijke situatie, dat wil zeggen: of er daadwerkelijk uitoefening van de controle plaatsvindt. Aan de andere kant kan worden verondersteld dat bij verkrijging van een bepaald percentage van de stemrechten beslissende invloed kan worden uitgeoefend in de vennootschap.¹⁵⁵ Met de keuze voor het formele controlebegrip in art. 5 sluit de Richtlijn definities van overwegende zeggenschap uit die rekening houden met de feitelijke situatie in het concrete geval. Het *gevaar* voor machtsmisbruik weegt dus zwaarder dan het zich feitelijk voordoen van misbruik in een concreet geval. Art. 5:70 Wft, het Nederlandse equivalent van art. 5 Richtlijn, fundeert ook een biedplicht voor partijen die in onderling overleg handelen. Hiervoor geldt dat er sprake moet zijn van samenwerking op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap, *i.e.* het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten. Art. 1:1 Wft gelezen in samenhang met art. 5:70 Wft leidt tot het volgende: als twee partijen samenwerken en ieder van hen 15% van de stemrechten kan uitoefenen, worden hun stemrechten bij elkaar opgeteld als zij het doel hebben om overwegende zeggenschap, ten minste 30% van de stemrechten dus, uit te kunnen oefenen.

Wat wordt hiermee bedoeld? De tekst wijst op toepassing van het formele, of forfaitaire criterium. Een cirkelredenering dreigt. Ziet samenwerking tussen aandeelhouders niet per definitie op het gezamenlijk uitoefenen van de stemrechten?¹⁵⁶ Men zou hierop kunnen antwoorden:

¹⁵³ Overweging 2 van de Richtlijn.

¹⁵⁴ Nieuwe Weme (2004), p. 58-59. Daarnaast strekt de biedplicht uit de Richtlijn tot evenredige verdeling van de controlepremie, zoals ook volgt uit art. 5 lid 4 Richtlijn en art. 5:80a Wft. Overigens lijkt een controlerende aandeelhouder slechts in de minderheid van de gevallen misbruik te maken van zijn positie, Nieuwe Weme (2004), p. 16-17 met verwijzingen in voetnoot 34.

¹⁵⁵ Nieuwe Weme (2004), p. 123-124.

¹⁵⁶ De Duitsers hebben het “probleem” omzeild omdat de acting in concertregeling, § 30 lid 2 WpÜG, niet verwijst naar het formele controlecriterium van § 29 lid 2 WpÜG. Dit lijkt een gevolg van de overstap van de Duitse

nee, een voorbeeld van samenwerking die niet als doel heeft gezamenlijk het stemrecht uit te oefenen is het delen van informatie.¹⁵⁷ Het moge zo zijn dat dit voorbeeld ons redt van een cirkelredenering. Dit neemt echter niet weg dat nagenoeg elke samenwerking tussen aandeelhouders tot acting in concert en dus tot een biedplicht leidt. Gelet op de ratio en uitwerking van de biedplicht in de Richtlijn waarin het *gevaar* voor machtsmisbruik centraal staat, valt hier iets voor te zeggen. Echter, is het werkelijk de bedoeling dat elk samenwerken waarbij er gezamenlijk gestemd wordt waardoor er een “30%-blok” ontstaat tot een biedplicht leidt? Als dit blok gezamenlijk tegen het voorstel stemt om goedkeuring aan de jaarrekening te onthouden, dan ontstaat er een biedplicht. Als dit blok gezamenlijk tegen het voorstel stemt om voortaan in het Engels te vergaderen, ontstaat er eveneens een biedplicht.

Het voorgaande laat zien dat de regeling zoals de Richtlijn die voorschrijft onwenselijk is. De Minister heeft zich dit kennelijk gerealiseerd en heeft een aantal beperkingen aangebracht in de reikwijdte van de acting in concertregeling. In de Memorie van Toelichting wordt gesteld dat het doel om overwegende zeggenschap te verwerven doorgaans zal ontbreken indien deze samenwerking betrekking heeft op onderwerpen van ondergeschikt belang of het houden van bijvoorbeeld een voorvergadering plaatsvindt met het oog op het gezamenlijk innemen van standpunten over de hoofdlijnen van de corporate governance van een vennootschap en de informatie verstrekking daaromtrent door die vennootschap.¹⁵⁸ Dit geldt zowel voor duurzame als incidentele samenwerking. Naar mijn mening onderschrijft de Minister met de verwijzing naar punten van ondergeschikt belang de toepassing van het criterium van de feitelijke controle. Slechts samenwerking ten aanzien van belangrijke punten, welke dat zijn blijft in het midden (zie hierboven § 3.2.A.), kan dus tot een biedplicht leiden. Op het standpunt van de Minister ga ik weldra in. Eerst nog een opmerking over de conformiteit van dit standpunt met de Richtlijn. Bleek hiervoor niet dat volgens de Richtlijn het formele criterium moet worden toegepast? Volgens *Nieuwe Weme* staat de Richtlijn het gebruik van het feitelijke controlecriterium niet toe.¹⁵⁹ Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft, is een systeem waarbij een combinatie van controlecriteria wordt gebruikt naar zijn mening wel toegestaan.¹⁶⁰ Hierbij zijn verschillende combinaties mogelijk. Nederland lijkt te hebben gekozen voor een sys-

wetgever in 2002 van feitelijke en formele controle naar slechts formele controle, zie *Nieuwe Weme* (2004), p. 125. Zie over de huidige Duitse regeling § 4.2.

¹⁵⁷ Bijvoorbeeld de afspraak van een klein pensioenfonds met een groot pensioenfonds om informatie te delen. Voor kleine pensioenfondsen is het vaak inefficiënt om deel te nemen aan allerlei informatieactiviteiten die vennootschappen organiseren. Het is dan verstandiger om met andere pensioenfondsen samen te werken.

¹⁵⁸ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24.

¹⁵⁹ *Nieuwe Weme* (2004), p. 125.

¹⁶⁰ *Idem*, p. 127.

teem waarbij alleen een biedplicht ontstaat als er sprake is van zowel formele als feitelijke controle. In geval van acting in concert geldt immers slechts een biedplicht indien door verwerving van 30% van de stemrechten (formele controle) ook daadwerkelijk de zeggenschap (feitelijke *doorgaans* niet tot een biedplicht zullen leiden. In deze scriptie wil ik dit criterium verder controle) kan worden uitgeoefend.¹⁶¹

De eis dat slechts in geval van cumulatie van formele - en feitelijke controle sprake kan zijn van acting in concert is dus ingegeven door de wens om niet elk gezamenlijk uitoefenen van de stemrechten tot een biedplicht te laten leiden. De Nederlandse regering heeft zich mijns inziens niet gerealiseerd welke betekenis de feitelijke controle in de acting in concertregeling heeft. Door slechts te stellen dat samenwerking ten aanzien van punten van ondergeschikt belang *doorgaans* niet tot een biedplicht zal leiden, is van een uitgewerkt criterium in ieder geval geen sprake. Deze toestand is onwenselijk. Aandeelhouders moeten op voorhand met enige zekerheid kunnen weten welke samenwerking hen in een gezamenlijke controlepositie brengt. Aan de hand van de acting in concertregelingen van het Verenigd Koninkrijk en Duitsland en hun ervaringen hiermee zal ik proberen een nadere invulling te geven aan het feitelijke controlecriterium. In het onderstaande geef ik slechts summier aan welke mogelijkheden er zijn voor een feitelijk controlecriterium en wat de aandachtspunten zijn. Naar aanleiding van de inzichten van het rechtsvergelijkende hoofdstuk hierna, zal het feitelijke controlecriterium verder worden uitgewerkt.

Het materiële begrip “feitelijke controle” kan op verschillende manieren worden gedefinieerd.¹⁶² Als voorbeelden noemt hij de mogelijkheid om de meerderheid van de leden van het bestuur of de Raad van Commissarissen te benoemen (vgl. art. 2:24a lid 1 sub b) en het hebben van beslissende invloed in de AvA (vgl. art. 2:24a lid 1 sub a BW) gedurende een bepaalde periode.¹⁶³ In de meeste landen die werken met het feitelijke controlebegrip wordt gekozen

¹⁶¹ Bij Nieuwe Weme is dit combinatie II, zie p. 127. Sommige auteurs lezen deze combinatie overigens in art. 5 Richtlijn. Met Nieuwe Weme denk ik hier anders over, zie eerder. Volgens Nieuwe Weme is toepassing van dit dubbele criterium onlogisch. In geen van de door hem onderzochte landen wordt dit criterium gebruikt. Nieuwe Weme maakt echter geen onderscheid tussen de biedplicht als gevolg van controleverwerving door een partij en controleverwerving door personen die in onderling overleg handelen. Zijn kritiek op het gebruik van het feitelijke controlecriterium, leidt er weliswaar niet toe dat we dit criterium ingeval van acting in concert buiten toepassing moeten verklaren (die “luxe” hebben we niet), maar is nog steeds relevant bij het ontwerpen van een acting in concertregeling.

¹⁶² Nieuwe Weme (2004), p. 124.

¹⁶³ Beide ontleend aan het consultatiedocument verplicht bod dat de opmaat vormde voor wetsvoorstel 30 419. Daarnaast noemt Nieuwe Weme nog de mogelijkheid om aansluiting te zoeken bij het groepsbegrip van art. 2:24b BW.

voor het eerste voorbeeld. Steeds moet echter bedacht worden dat misbruik te allen tijde moet worden vermeden. Samenwerkende aandeelhouders die niet het bestuur ontslaan, maar wel op min of meer voortdurende basis bijvoorbeeld door middel van aanwijzingen zich met het beleid van de vennootschap bemoeien, zouden zo ongemoeid blijven. Ook het aansluiten bij het kunnen uitoefenen van beslissende invloed in de AvA voor een bepaalde periode, werkt mogelijk misbruik in de hand. Vlak voor het verstrijken van de termijn zouden aandeelhouders immers hun samenwerking kunnen staken om deze na een bepaalde periode te hervatten. Naast deze inhoudelijke punten, moet ook rekening worden gehouden met procedurele consequenties van de keuze voor een bepaald feitelijk controlebegrip. Misbruik moet worden voorkomen, maar een hiermee rekening houdende flexibelere regeling leidt weer tot rechtsonzekerheid.

3.3. Verwervingsconcept

De letterlijke tekst van art. 5 lid 1 Richtlijn doet een verplichting ontstaan tot het uitbrengen van een bod ontstaan indien ten gevolge van *eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen* [curs., JB] effecten in bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen – rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen. Deze redactie lijkt op het eerste gezicht onjuist gegeven de ratio van de Richtlijn.¹⁶⁴ Belangrijk in dit verband is echter de zin “in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen”. Naar mijn mening kan hieruit worden afgeleid dat er geen sprake hoeft te zijn van verwerving naast de samenwerking die reeds heeft geleid tot overwegende zeggenschap.¹⁶⁵

Het verwervingsconcept, *i.e.* de gedachte dat slechts acting in concert ten aanzien van de *verwerving* van effecten kan leiden tot een biedplicht, is terug te vinden in alle eerdere richtlijnvoorstellen voor een acting in concertregeling (zie § 2.2. voor een overzicht). De oorsprong hiervan is gelegen in de vroegere Engelse verplicht bodregeling, die immers model heeft ge-

¹⁶⁴ Van Olfen (1999), p. 844.

¹⁶⁵ Zie ook impliciet Nieuwe Weme (2004), p. 60.

staan voor in ieder geval het eerste richtlijnvoorstel. Volgens deze regeling was acting in concert beperkt tot gezamenlijk handelen ten aanzien van de verwerving van effecten:

Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), actively co-operate through the acquisition by any of them of shares in a company to obtain or consolidate control (as defined) of that company.

Inmiddels is de City Code aangepast aan de Richtlijn in die zin dat ook afspraken die niet alleen maar zien op gezamenlijke verwerving van aandelen als acting in concert gelden.¹⁶⁶ Echter, benadrukt moet worden dat de vraag of dit acting in concert een biedplicht activeert nog steeds wordt beantwoord aan de hand van het verwervingsconcept uit rule 9. Dus, eerst moet worden vastgesteld dat er sprake is van in onderling overleg handelende personen. Als dat het geval is, hoeven deze personen pas een bod uit te brengen wanneer zij meer stemrechten verwerven dan zij op het moment van overleg hielden en wanneer de totale som van die stemrechten boven 30% van het totaal uitkomt.¹⁶⁷ In de hierboven verdedigde interpretatie van de Richtlijn doorstaat de Engelse regeling de toets der richtlijnconformiteit niet (zie § 2.4. voor gevolgen). In Duitsland is er lang gediscussieerd of voor acting in concert nodig is dat er aandelen worden verworven. Daar heeft men het verwervingsconcept losgelaten (zie § 4.2.2.A. Dit neemt echter niet weg dat de afgestemde verwerving van effecten onder omstandigheden kan kwalificeren als acting in concert, zie p. 57). Ook in Nederland activeert niet de verwerving van aandelen, maar de samenwerking *sec* de biedplicht.¹⁶⁸ Zie ook § 3.4.2.

3.4. Acting in concert en de biedplicht

¹⁶⁶ Zie de reactie van het Panel op het consultatiedocument van het Department of Trade and Industry (DTI) over de implementatie van de dertiende richtlijn, Panel Consultation Paper, 2005/10, p. 20, www.thetakeoverpanel.org.uk/. De nieuwe definitie luidt: “Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control [30%+, JB] of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company...”

¹⁶⁷ Aldus ook Van Veen (2006), p. 204-205. Deze lezing wordt ondersteund door Note 4: “When the group is interested in shares carrying 30% or more of the voting rights in a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights, an offer obligation will arise if an interest in any other shares carrying voting rights is acquired from non members of the group. Zie ten slotte ook Note 2: “Such parties will be presumed to have come into concert once an agreement or understanding is reached between them in respect of a board control-seeking proposal with the result that subsequent acquisitions of interests in shares by any member of the group could give rise to an offer obligation.”

¹⁶⁸ Tweede Kamer, 2005-2006, 30 419, nr. 20, p. 15: “Als er sprake is van ‘acting in concert’ van ondernemingen die gezamenlijk 30% van de aandelen hebben, dan zijn deze verplicht een bod uit te brengen”.

Na vaststelling of bepaalde samenwerking kwalificeert als acting in concert moet worden gekeken wat de biedplicht inhoudt voor de “concert parties”. Twee punten zijn hierbij van belang: i) op wie van de concert parties de verplichting tot het uitbrengen van een bod rusten ii) wanneer de biedplicht ontstaat. Ik besteed slechts aandacht aan de specifieke vragen ten aanzien van acting in concert.

3.4.1. Normadressaten

Als samenwerkende personen overwegende zeggenschap verkrijgen, rust de biedplicht in beginsel op elk van hen.¹⁶⁹ Art. 5:71 lid 1, aanhef jo sub h Wft geeft een nadere regeling:

Artikel 5:70, eerste lid is niet van toepassing op degene die:

...

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

Deze regeling is niet speciaal voor acting in concertsituaties geschreven.¹⁷⁰ Toch is zij in het bijzonder van belang bij verkrijging van overwegende zeggenschap door samenwerkende personen. Als verschillende personen gelijktijdig overwegende zeggenschap verkrijgen, geldt de biedplicht dus slechts voor de persoon die de meeste stemrechten kan uitoefenen.¹⁷¹ Mochten de betrokken personen evenveel stemrechten hebben, dan geldt de biedplicht voor hen

¹⁶⁹ Art. 5:70 lid 1 Wft stelt immers dat *een ieder die alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld [...] overwegende zeggenschap verkrijgt [...] een openbaar bod uitbrengt*. De Richtlijn houdt geen rekening met de situatie dat er meerdere controlerende aandeelhouders zijn. Gelet op de strekking en art. 4 lid 5 van de Richtlijn zijn uitzonderingen op deze hoofdelijkheid mogelijk, zie Nieuwe Weme (2004), p. 168.

¹⁷⁰ Zie Nieuwe Weme (2004), p. 168 voor andere situaties waarin sprake kan zijn van gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap.

¹⁷¹ Volgens *De Vlaam* leidt strikte lezing van art. 5:71 lid 1, aanhef jo sub h Wft tot de conclusie dat de uitzonderingsbepaling geen afbreuk doet aan de hoofdelijke verplichting tot het uitbrengen van een bod. De stemrechten moeten immers wederzijds aan elkaar worden toegerekend, tenzij sprake is van bepaalde asymmetrische, bilaterale afspraken, zie p. 601. In deze visie is een aandeelhouder die 5% van de stemrechten uitoefent net zo biedplichtig als zijn wederpartij met bijvoorbeeld 30% van de stemrechten. Beiden hebben immers de controle. Ik zou het willen omdraaien. De grootaandeelhouder in het pact, wordt geacht de meeste stemrechten uit te kunnen oefenen, tenzij partijen anders zijn overeengekomen. Deze lezing is de eenvoudigste, meeste realistische en gelet op het doel van de uitzondering naar mijn mening de enige juiste.

allen.¹⁷² Als de persoon met de meeste stemrechten zijn overwegende zeggenschap kwijtraakt, herleeft de biedplicht van de persoon die vervolgens de meeste stemrechten heeft (mits hij nog wel overwegende zeggenschap heeft).¹⁷³ Hoe te oordelen over de situatie waarin twee aandeelhouders die ieder 15% van de stemrechten houden een stemovereenkomst sluiten waarbij de ene aandeelhouder zich verplicht conform het standpunt van de ander te stemmen? De beslissingsmacht ligt dus bij één aandeelhouder, maar die is niet gebaseerd op een stemmenmeerderheid binnen de coalitie. Het lijkt mij redelijk om in dit geval de aandeelhouder met de beslissingsmacht te verplichten tot het uitbrengen van het bod.¹⁷⁴

Verzet de wettelijke regeling zich tegen het gezamenlijk uitbrengen van een verplicht bod dat niet onder de uitzonderingsregeling valt? Hoewel de uitzondering van art. 5:71 lid 1 aanhef en sub h Wft hiervoor geen ruimte biedt, valt mijns inziens niet in te zien waarom dit niet zou zijn toegestaan. Het gezamenlijke bod is vooral wenselijk wanneer de personen die in onderling overleg handelen in gelijke zeggenschapsverhoudingen tot elkaar staan en er geen nadere afspraken met betrekking tot het uitbrengen van het bod zijn gemaakt.¹⁷⁵ In Duitsland wordt betoogd dat de Bafin een gezamenlijk verplicht bod in een beschikking ex § 37 lid 1 WpÜG¹⁷⁶ moet toestaan. Deze weg kan hier te lande niet worden gevolgd omdat bij ons geen instantie de bevoegdheid heeft gekregen om ontheffing te verlenen.¹⁷⁷ Naar mijn mening is op dit punt ook een functie voor de AFM in te ruimen (zie hoofdstuk 5). Als men het hier niet mee eens is, verdient het aanbeveling om de uitzonderingsregeling van art. 5:71 lid 1 sub h

¹⁷² Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 29.

¹⁷³ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 31-32. Of hetzelfde geldt als de persoon met de meeste stemrechten niet zijn overwegende stemrechten kwijtraakt, maar wel zoveel stemrechten dat hij niet meer de meeste stemrechten heeft, is onduidelijk volgens Van Dijk (2007), p. 1812. Omdat de uitzondering Art. 5:71 lid 1, aanhef en sub h Wft in de praktijk vooral van toepassing zal zijn op personen die samenwerken, lijkt het hem praktisch de wet zo uit te leggen dat in dat geval de persoon die oorspronkelijk de meeste stemrechten had onverminderd biedplichtig blijft.

¹⁷⁴ Aansluiten bij andere omstandigheden, zoals bijvoorbeeld het eigen vermogen of kapitaal zoals Nieuwe We-me (2004), p. 168 voetnoot 110, voorstelt, lijkt mij niet wenselijk. Deze omstandigheden raken niet aan de controle en zijn daarom te willekeurig. De door mij voorgestelde oplossing hanteert men ook in Duitsland. Daar onderscheidt men twee stappen in de toerekening. *Wechselseitige* toerekening is de hoofdregel. Iedere aandeelhouder heeft in beginsel de controle. De tweede stap, *Einseitige* toerekening, moet worden gezet als er een dominante aandeelhouder is; in dat geval rust er slechts een biedplicht op deze aandeelhouder. De dominantie van deze aandeelhouder kan zijn gebaseerd op een overeenkomst of een stemmenmeerderheid. Zie Von Bülow en Bücker (2004), p. 707-708 met verdere literatuurverwijzingen.

¹⁷⁵ Partijen kunnen bijvoorbeeld een verdelingsmaatstaf overeenkomen voor het geval het tot een biedplicht mocht komen. Een praktijkvoorbeeld hiervan is het bod van het consortium van RBS, Santander en Fortis op ABN Amro. Bijzondere aandacht verdient in zo'n geval het *certain funds*-beginsel neergelegd in art. 7 lid 4 Bob. Iedere partij moet voor zijn deel instaan.

¹⁷⁶ § 37 WpÜG geeft de Bafin de bevoegdheid om ontheffing van de biedplicht te verlenen. In bedoelde zin hierover Pentz (2003), p. 1488-1489.

¹⁷⁷ De OK kan weliswaar vrijstelling verlenen, maar slechts op grond van de financiële toestand van de doelvennootschap, art. 5:72 lid 3 Wft. Zie uitgebreid over het ontbreken van een ontheffingsmogelijkheid § 5.3.4.

Wft aan te vullen. Voorwaarde voor de uitzondering zou moeten zijn dat het aanbod (op zijn minst ook) in contanten komt te luiden en niet slechts in aandelen van de verschillende partijen.¹⁷⁸

3.4.2. Ontstaansmoment van de biedplicht

In § 3.3. werd betoogd dat de biedplicht ontstaat als de bestaande belangen van twee of meer aandeelhouders bij elkaar moeten worden opgeteld omdat zij in onderling overleg handelen. Een andere vraag is of het sluiten van een overeenkomst tussen twee aandeelhouders die gezamenlijk een belang houden van ten minste 30% al onmiddellijk leidt tot een biedplicht of dat nog relevant is wanneer aan die overeenkomst voor het eerst uitvoering wordt gegeven.¹⁷⁹ Denk bijvoorbeeld aan het sluiten van een aandeelhoudersovereenkomst om op een aandeelhoudersvergadering die pas over zes maanden plaatsvindt te stemmen voor vervanging van het bestuur en/of de Raad van Commissarissen.¹⁸⁰ *Doorman* pleit ervoor om naar Engels voorbeeld als ontstaansmoment van de biedplicht het sluiten van de overeenkomst te nemen, ook al wordt aan die overeenkomst pas later uitvoering gegeven.¹⁸¹ Deze lezing vindt zijns inziens de meeste steun in de definitie van personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, waarin het objectieve doel van de samenwerking een belangrijke rol speelt; niet is vereist dat dat doel al is bereikt of in de nabije toekomst bereikt gaat worden.¹⁸² De Memorie van Toelichting bevestigt dit.¹⁸³ Ten slotte leidt het nemen van het sluiten van de overeenkomst als relevant moment, tot meer rechtszekerheid; de keuze voor een ander ontstaansmoment lijkt altijd enigszins arbitrair.¹⁸⁴

¹⁷⁸ De Richtlijn laat expliciet ruimte voor een dergelijke regeling, zie laatste zin van art. 5 lid 5 Richtlijn. Doorgaans zal art. 26 lid 3 Bob toepassing vinden, zodat een billijke prijs in contanten uit anderen hoofde reeds gegarandeerd is.

¹⁷⁹ Deze vraag speelt in gelijke mate bij de meldingsplicht uit hoofde van art. 5:45 Wft. Volgens de AFM ontstaat de meldingsplicht ingeval aan de verkrijging van aandelen een overeenkomst ten grondslag ligt, op het moment waarop de verbintenis tot stand komt. Zie Voorlichtingsbrochure Aandeelhouders, p. 22, www.afm.nl. Of dit ook geldt voor de “verkrijging” als gevolg van acting in concert is niet duidelijk.

¹⁸⁰ *Doorman* (2008), p. 500 (nog te verschijnen).

¹⁸¹ *Idem*.

¹⁸² In gelijke zin Willems (2008), p. 991 (nog te verschijnen).

¹⁸³ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 24: “*Het sluiten van een stemovereenkomst (...) [kan] worden aangemerkt als handelen in onderling overleg, mits deze samenwerking als doel heeft het verkrijgen van overwegende zeggenschap*”. T.a.p. wordt ook opgemerkt dat de samenwerking nog niet tot het beoogde resultaat hoeft te hebben geleid.

¹⁸⁴ *Doorman* (2008), p. 501 (nog te verschijnen). Als alternatieve ontstaansmomenten noemt *Doorman* het moment dat i) de stemmen ter vergadering worden uitgebracht, ii) partijen gezamenlijk andere aandeelhouders gaan benaderen, iii) partijen ruchtbaarheid gaan geven aan hun gezamenlijk voornemen in de media, of iv) zij gezamenlijk met de vennootschap gaan praten over hun voorstel.

De Vlaam is het hier niet mee eens.¹⁸⁵ De hierboven besproken lezing kan er toe leiden dat de gratieperiode van art. 5:72 Wft illusoir kan blijken te zijn (zie uitgebreid hierover § 5.4.). Immers, deze periode zal doorgaans reeds zijn verstreken als op een later moment, met terugwerkende kracht, acting in concert wordt geconstateerd. Het verbreken van de samenwerking kan in dat geval geen bevrijding van de biedplicht opleveren. Als alternatief stelt *De Vlaam* voor om aan te sluiten bij het moment dat uitvoering wordt gegeven aan de overeenkomst bijvoorbeeld door het houden van een voorvergadering. Echter, ook in dit geval kan de gratieperiode illusoir worden als achteraf wordt bepaald door de OK dat er sprake was van acting in concert. Om ook dit te ondervangen moet de biedplicht pas ontstaan op het moment dat het (objectieve) doel van de samenwerking zich openbaart. Het bekend worden van een, reeds enige tijd geleden gesloten, maar slechts ten dele uitgevoerde stemovereenkomst zou op deze wijze nooit met terugwerkende kracht tot een biedplicht leiden zonder dat partijen een beroep op de gratieregeling hebben kunnen doen. Ook als gezamenlijk gestemd is op de aandelen gedurende de periode voorafgaand aan het openbaar worden van de samenwerking, dan nog is de ontstane biedplicht te repareren door ofwel de samenwerking te verbreken ofwel het gezamenlijke belang onder de 30% te brengen.

Hoewel zij minder goed strookt met de tekst van de wetsgeschiedenis, lijkt de oplossing van *De Vlaam* de meest praktische.¹⁸⁶ In de eerste plaats vanwege de congruentie met de gratieregeling. Daarnaast sluit deze benadering aan op het feitelijke controlecriterium zoals hierboven beschreven (§ 3.2.C.). Volgens de Minister hangt het af van het doel om overwegende zeggenschap te verkrijgen of er sprake is van onderling overleg als bedoeld in art. 5:70 en art. 1:1 Wft. Hierbij moet worden gekeken ten aanzien van welke punten wordt samengewerkt. Juist omdat partijen doorgaans niets of slechts algemene termen op papier zullen zetten, zit er weinig anders op dan om het doel van de samenwerking uit de samenwerking zelf te destilleren. Daarvoor is het noodzakelijk dat partijen uitvoering hebben gegeven hieraan. Overigens is het argument dat het sluiten van de overeenkomst als ontstaansmoment van de biedplicht tot meer rechtszekerheid leidt, niet al te sterk. Immers, meestal zal aan de hand van de omstandigheden van het geval moeten worden vastgesteld of er sprake is van een overeenkomst. Het precieze “ontstaansmoment” van de overeenkomst is evengoed arbitrair.

¹⁸⁵ De Vlaam (2006), p. 602.

¹⁸⁶ Dit is ook de benadering die in het Verenigd Koninkrijk lijkt te zijn gekozen, zie § 4.2.2.C. Een *board control seeking proposal* kwalificeert als acting in concert van de samenwerkende partijen “*as at the date of the requisition or threat*”.

3.5. Conclusie

De wetgever heeft niet willen (of: kunnen¹⁸⁷) specificeren onder welke omstandigheden aandeelhoudersamenwerking tot een biedplicht leidt. De verwijzing naar onderwerpen van ondergeschikt belang en hoofdlijnen van corporate governance is symptomatisch (§ 3.2.3.). Een veelgehoorde klacht is dat de praktijk hiermee niet uit de voeten kan. De gerezen onduidelijkheid komt de dialoog onder aandeelhouders en tussen aandeelhouders en vennootschap niet ten goede. Voorlopig leidt de wens om ruimte te bieden voor initiatieven op het gebied van corporate governance dus slechts tot terughoudendheid op dat gebied. Omdat de verplichting om een bod uit te moeten brengen grote financiële consequenties heeft, valt te verwachten dat veel partijen het zekere voor het onzekere zullen nemen en elkaar slechts met grote omzichtigheid contacteren. Dat er in de praktijk op kousenvoeten wordt gelopen blijkt wel uit het besluit van Centaurus om zich in het proces rond ASMI niet als partij, maar als belanghebbende te voegen.¹⁸⁸

Diverse aandeelhouders die op verschillende manieren actief bij de vennootschap zijn betrokken, zoals actieve aandeelhouders of institutionele beleggers, worden door de mogelijke consequentie van een verplicht bod gehinderd in hun bewegingsvrijheid. Dit is weliswaar inherent aan het wettelijke voorschrift, maar de rechtszekerheid eist duidelijkheid over de grens tussen toelaatbaarheid en schending. In hoofdstuk 6 worden voorstellen gedaan voor een verbeterde regeling.

¹⁸⁷ In het immer fraaie proza van de voorzitter van de Ondernemingskamer: “[In de wetsgeschiedenis] zijn diverse pogingen aan te treffen om tot althans enig richtsnoer te komen, doch mij dunkt dat die pogingen niet zijn geslaagd en dat over de vraag wanneer in onderling overleg wordt gehandeld onzekerheid troef is.”, zie Willems (2008), p. 991 (nog te verschijnen).

¹⁸⁸ De grootaandeelhouders Hermes en Fursa waren al vanaf 2006 bezig met een kruistocht tegen het beleid van ASMI. Centaurus heeft in de media nooit uitgesproken gedaan over zijn intenties met betrekking tot ASMI, zie HFD 20 april 2008. Het toenmalige belang van Centaurus, ongeveer 7%, zie HFD van 28 april 2008, zou hen over de 30%-drempel tillen.

4. Buitenlandse acting in concertregelingen

4.1. Inleiding

Bij de implementatie op nationaal niveau is de definitie uit de Richtlijn grotendeels overgenomen. Dat de problematiek echter vraagt om een genuanceerde(re) benadering, blijkt reeds uit ervaringen hiermee in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Zo hebben verreweg de meeste geschillen inzake de verplicht bodregeling te maken met de uitleg van het begrip acting in concert.¹⁸⁹ Zowel Duitsland als het Verenigd Koninkrijk kende al een verplicht bodregeling – met bepalingen over acting in concert – voordat de Richtlijn in werking trad. Hoewel beide landen hun recht aan dezelfde richtlijn bepaling hebben moeten aanpassen, zijn er toch grote verschillen ontstaan bij implementatie. De verschillen zijn vergroot door een recent wetgevingsinitiatief in Duitsland ter beperking van de risico's die verbonden zijn aan het uitbreiden van de mogelijkheden voor investeerders (zie § 4.2.3). Dit regeringsontwerp werd bovendien noodzakelijk geacht om de gerezen onduidelijkheden rond het leerstuk acting in concert het hoofd te bieden. De ervaringen in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk zullen worden gebruikt bij het formuleren van een voorstel tot verbetering van de Nederlandse acting in concertregel.

4.2. Acting in concert in Duitsland

4.2.1. Wettelijk kader

Volgens § 35 lid 2 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) moet een verplicht openbaar bod worden uitgebracht als er sprake is van controleverrijking:

§ 35 Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots

(1) ...

(2) *Der Bieter hat innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft der Bundesanstalt eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 Abs. 2 Satz 1 ein Angebot zu veröffentlichen.*

¹⁸⁹ Nieuwe Weme (2004), p. 144 onder verwijzing naar de notes on Rule 9.1 City Code.

De controle is vastgesteld op het verkrijgen van 30 % van de stemrechten, aldus § 29 lid 2 WpÜG. In § 30 WpÜG is een aanvulling op deze hoofdregel opgenomen. Naast stemrechten die de bieder zelf houdt, worden bij de vaststelling van de voor de controle maatgevende drempel van 30 %, aandelen meegerekend die de bieder worden toegerekend krachtens rechtsverhouding (lid 1) of afgestemde gedragingen (lid 2):

§ 30 Zurechnung von Stimmrechten

(1) ...

(2) *Dem Bieter werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien der Zielgesellschaft in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken.¹⁹⁰ Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend.*

§ 2 lid 5 WpÜG bevat ten slotte de definitie van *gemeinsam handelnde Personen*:

(5) *[...] natürliche oder juristische Personen, die ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft oder ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft mit dem Bieter auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen. Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Personen sind natürliche oder juristische Personen, die Handlungen zur Verhinderung eines Übernahme- oder Pflichtangebots mit der Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen.*

¹⁹⁰ Deze zin is toegevoegd door het Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) van 12 augustus 2008, BGB 2008, Deel I, nr. 36, p. 1666. De wijzigingen in het WpÜG zijn op 19 augustus in werking getreden.

De verhouding tussen deze definitie en de §§ 35 en 30 lid 2 WpÜG is niet geheel duidelijk.¹⁹¹ De woorden *gemeinsam handelnde Personen* komen niet terug in de biedingsregeling. Bovendien spreekt § 2 lid 5, eerste volzin over de bieder. In de literatuur wordt aangenomen dat in de gevallen dat er geen sprake is van een bieder, gekeken moet worden naar § 2 lid 5, tweede volzin en naar de toerekeningsnorm van § 30 lid 2 WpÜG.¹⁹² Het lijkt dan ook alsof aan beide “toerekeningsbepalingen” zelfstandige betekenis toekomt. Dat dit tot onduidelijkheid kan leiden, zagen wij reeds eerder op p. 37. Heersende mening in de literatuur is evenwel dat in het kader van het verplicht bod § 30 lid 2 als *specialis* van § 2 lid 5 WpÜG wordt beschouwd en derhalve als de centrale toerekeningsnorm heeft te gelden.¹⁹³ Het feit dat in de biedingsregeling niet wordt verwezen naar § 2 lid 5 WpÜG bevestigt deze lezing.

De potentiële reikwijdte van § 30 lid 2 is aanzienlijk omdat niet alleen expliciete overeenkomsten eronder vallen maar ook de coördinatie van gedragingen op andere wijze (*in sonstiger Weise*). Ook is de toepasbaarheid van het begrip *Einzelfall* in beginsel zeer ruim (zie hierover § 2.2. C). In de toelichting heeft de Duitse wetgever zich beperkt tot de vaststelling dat onder § 30 lid 2 gedragingen vallen die internationaal onder het begrip acting in concert vallen.¹⁹⁴ Dit is opmerkelijk omdat algemeen wordt aangenomen dat er geen eenduidig internationaal begrip van “acting in concert” voorhanden is.¹⁹⁵ Toch is nadere concretisering vereist gelet op het gevaar van oeverloze en toevallige toerekening en de zwaarwegende financiële consequenties van een verplicht bod. In Duitsland heeft deze concretisering, anders dan in het Verenigd Koninkrijk (zie § 4.3.), grotendeels plaatsgevonden in de (lagere) rechtspraak. Het recentelijk in werking getreden Risikobegrenzungs-gesetz dreigt deze concretisering echter goeddeels ongedaan te maken, waarover meer in § 4.2.3.

Van belang is nog te vermelden de gelijkenis tussen § 30 lid 2 WpÜG en, het equivalent op het gebied van de transparantieverplichtingen, § 22 lid 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG):

(1) ...

¹⁹¹ Casper (2003), p. 1473. Dat de wetgever voor de uitleg van § 30 lid 2 verwijst naar § 2 lid 5 komt de duidelijkheid niet ten goed, zie BegrRegE zu § 30 Abs. 2, BT-Drucks. 14/7034, p. 54. Zie ook Schockenhoff en Schumann (2005), p. 572-573.

¹⁹² *Idem*.

¹⁹³ Oa Casper (2003), p. 1474.

¹⁹⁴ BegrRegE zu § 30 Abs. 2, BT-Drucks. 14/7034, p. 54.

¹⁹⁵ Zie Seibt, ZIP 2004, p. 1831 en Casper, ZIP 2003, p. 1469. Zie voorts het OLG Frankfurt a. M., ZIP 2004 (Pixelpark), p. 1312: “Dieser Hinweis schaffe mehr Unklarheit als Hilfestellung bei der Auslegung”.

(2) Dem Meldepflichtigen werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten in Einzelfällen. Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend.

In het Nederlandse recht bestaat een zelfde soort, maar minder sterke, gelijkenis tussen de definitie van acting in concert uit art. 1:1 Wft en de toerekeningsbepaling uit de regeling inzake de meldingsplicht betreffende wijzigingen in zeggenschap en kapitaalbelang (voorheen de WMZ), art. 5:45 lid 6 Wft¹⁹⁶ (zie eerder § 3.2.2.). In Duitsland is in de literatuur veel discussie geweest of de uitleg van § 22 lid 2 WpHG van overeenkomstige toepassing is op § 30 lid 2 WpÜG. Deze vraag is relevant omdat de tekst en uitleg van § 22 lid 2 WpHG meer duidelijkheid bieden dan die van § 30 lid 2 WpÜG. Zeer recentelijk is aan deze controversie een eind gekomen. In de toelichting op het Risikobegrenzungsgesetz wordt uitdrukkelijk gesteld dat de twee regels gelijk zijn uit te leggen.¹⁹⁷ Zie verder § 4.2.3.

De Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) is belast met het toezicht op de voorschriften van het WpÜG (§ 4 lid 1). De Bafin heeft een inlichtingenbevoegdheid (§ 40 WpÜG)¹⁹⁸ en zij beschikt over enkele dwangmiddelen (§ 46 WpÜG). In geval van niet-naleving van het WpÜG¹⁹⁹, schorst de wet het stemrecht (§ 59 WpÜG) en kan de Bafin een boete opleggen (§ 60 WpÜG). Aandeelhouders die van mening zijn dat er een verplicht bod moet worden uitgebracht, moeten zich tot de rechter wenden (§ 66 WpÜG). Ten slotte kan de Bafin ontheffing verlenen van de biedplicht (§ 37 WpÜG). Ook ten aanzien van de naleving van acting in concert in de zin van de meldingsplicht van § 22 lid 2 WpHG is de Bafin de bevoegde toezichthouder.

¹⁹⁶ “5. Iemand wordt geacht te beschikken over de stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen”.

¹⁹⁷ BegrRegE van 24.10.2007, BT-Drucks 16/7438 van 7 december 2007.

¹⁹⁸ Weliswaar kan een partij weigeren inlichtingen te geven, maar laadt hiermee natuurlijk een zekere verdenking op zich, zie Liebscher (2002), p. 1009.

¹⁹⁹ § 60 bevat een lijst met *Ordnungswidrigkeiten*. Niet-naleving van de biedplicht is te vinden in § 60 lid 1 sub 3.

4.2.2. Uitleg van de wettelijke regeling

In de jurisprudentie hebben de drie voorwaarden uit § 30 lid 2 nader gestalte gekregen. Aan de hand hiervan wordt in het onderstaande geanalyseerd welke samenwerking naar Duits recht kwalificeert als acting in concert.

A. Vorm van het onderlinge overleg

De regeling is niet beperkt tot afspraken die hun beslag vinden in een mondelinge of schriftelijke overeenkomst. De woorden “*Abstimmung in sonstiger Weise*” zijn opgenomen als vangnetclausule.²⁰⁰ Voor gecoördineerde uitoefening van het stemrecht is wederzijds contact nodig. Vereist is dat betrokkenen zich op grond van een communicatief proces voegen naar de doelen van de bieder. Bij beiden moet sprake zijn van een Enkel parallelle gedragingen zijn dus niet voldoende.²⁰¹ Zo kon bijvoorbeeld uit het door enkele hedge funds geïnitieerde ontslag van de bestuursvoorzitter van Deutsche Börse, dat volgde op de breed gedragen kritiek van aandeelhouders op het bod op de London Stock Exchange, niet afgeleid worden dat er sprake was van coördinatie.²⁰²

B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg

§ 30 lid 2 WpÜG sluit samenwerking in *Einzelfälle* uit van haar werkingssfeer.²⁰³ Daarnaast definieert § 29 lid 2 WpÜG controle als het houden van 30 % van de stemrechten waarbij het begrip “houden” het innemen van een controlepositie voor een zekere duur betekent. Met het oog op het doel van de regeling behoeven minderheidsaandeelhouders immers slechts bescherming wanneer zij voor langere tijd worden geconfronteerd met een controlerende meerderheidsaandeelhouder. In *Pixelpark* heeft het OLG Frankfurt a.M. op basis van het voorgaande de regel geformuleerd dat de controle-uitoefening duurzaam en continu moet zijn.

De belangrijkste vraag in dit verband is of de elementen duurzaamheid en continuïteit alleen kwantitatief (formeel) of ook kwalitatief (materieel) moeten worden gezien. De kwalitatieve

²⁰⁰ BegrRegE zu § 30 Abs. 2 BT-drucks 14/7034, p. 34.

²⁰¹ OLG Frankfurt a. M. (Pixelpark), 25-06-2004, ZIP 2004, p. 1313.

²⁰² Zie AG 2005, R 507, nr. 9 “*BaFin kann Hedge Fonds kein “acting in concert” nachweisen*”. De BaFin onderzocht een “blok” beleggingsfondsen dat 40% van de stemrechten vertegenwoordigde.

²⁰³ Vgl. het in 2002 aangepaste art. 16 van de (inmiddels in het WpÜG overgezette) Übernahmecodex dat de (feitelijke) controle aannam als er ten minste drie algemene vergaderingen 75% van de stemrechten werd uitgebracht door een persoon. Dit criterium werd overigens niet toegepast in geval van acting in concert, in dat geval gold het criterium dat de samenwerkende partijen de meerderheid van de stemrechten uitoefenden, zie ook Van der Elst (2001), p. 76-77.

benadering houdt rekening met het afstemmingsdoel (i.e. het onderwerp ten aanzien waarvan wordt afgestemd). In de kwantitatieve benadering daarentegen is slechts de afstemmingsvorm van belang, d.w.z. de frequentie waarmee wordt afgestemd. Als aandeelhouders samenspannen om het bestuur te ontslaan, levert dit in de kwantitatieve benadering een *Einzelfall* op; er is immers maar één keer samengespannen. De kwalitatieve benadering echter houdt rekening met de duurzame gevolgen verbonden aan het ontslag en ziet hierin geen *Einzelfall*.

Het OLG München oordeelde in de WMF-zaak dat de uitzondering van § 30 lid 2 niet kwantitatief, maar kwalitatief begrepen moet worden. Omdat de controle over de doelvennootschap slechts via de *Aufsichtsrat* kan worden verkregen, dwingt het onweerlegbare vermoeden van § 29 lid 2 WpÜG ten aanzien van het uitoefenen van de controle, tot de conclusie dat ook afgestemde gedragingen van door bepaalde aandeelhouders benoemde commissarissen grond voor toerekening krachtens § 30 lid 2 zin 1 kunnen zijn. Eerdere jurisprudentie over de onafhankelijkheid van de leden van de *Aufsichtsrat* ten opzichte van de aandeelhouders is volgens het OLG niet van toepassing in het kader van het WpÜG. Als gevolg van deze benadering leidt in beginsel elke afgestemde gedraging die is gericht op de leiderschapsstructuren van de doelvennootschap (bestuur én *Aufsichtsrat*) tot toerekening.

In cassatie (*Revision*) is deze visie verworpen. Het BGH²⁰⁴ stelt dat de kwantitatieve benadering de enige juiste is. Voor deze uitleg spreekt volgens het BGH niet alleen de wettekst, maar ook de rechtszekerheid; in de kwalitatieve benadering is het te onduidelijk welke onderwerpen zien op controleverkrijging als bedoeld in § 35 lid 2 (zie § 2.1.).

C. Doel van het onderlinge overleg

In beginsel kwalificeert slechts samenwerking gericht op controleverkrijging als acting in concert. Wanneer is hiervan sprake? Uitgangspunt is dat het moet gaan om afstemming door middel van de uitoefening van stemrechten (*“Ausübung von Verwaltungsrechten aus Aktien”*).²⁰⁵ Nu de algemene regel, § 29 lid 2, voor de controleverwerving nadrukkelijk aanknoopt bij het houden van 30% van de stemrechten, kan voor § 30 niets anders gelden. Daar komt bij dat ook de uitzondering van § 30 lid 2, tweede zin spreekt van *Ausübung von Stimm-*

²⁰⁴ BGH (WMF), 18-09-2006, II ZR 137/05, ZIP 2006, p. 2077-2079.

²⁰⁵ OLG München (Württembergische Metallwarenfabrik (WMF)), 27-04-2005, 7 U 2792/04, ZIP 2005, p. 856-859. Bekrachtigd in hoger beroep op dit punt in BGH (WMF), 18-09-2006, II ZR 137/05, ZIP 2006, p. 2077-2079.

rechten in Einzelfällen.²⁰⁶ Op dit punt floot het Bundesgerichtshof (BGH) het Oberlandesgericht (OLG) München terug nadat het OLG had geoordeeld dat ook afstemming in de *Aufsichtsrat* (Duitse RvC), in casu ten aanzien van het kiezen van de voorzitter, onder § 30 lid 2 kon vallen. Voor een goed begrip van dit oordeel is het van belang te wijzen op de dominante positie van de voorzitter van de Aufsichtsrat. Hij heeft een doorslaggevende stem in geval van een patstelling in de besluitvorming.²⁰⁷

Eerder was al geoordeeld dat standstill-agreements geen acting in concert vormen omdat de samenwerking niet ziet op de uitoefening van stemrechten door partijen, maar op het al dan niet verkopen van aandelen.²⁰⁸ Een recent wetgevingsinitiatief maakt de eerdere jurisprudentie hierover achterhaald waardoor onduidelijk is geworden of het sluiten van een standstill-agreement niet toch als acting in concert kan worden aangemerkt.²⁰⁹

Lange tijd was onduidelijk of § 30 lid 2 ook van toepassing was op afspraken ten aanzien van de verwerving van aandelen (de situatie voorafgaand dus aan de uitoefening van stemrechten). In de literatuur werd betoogd dat dit het geval moest zijn gelet op de beschermingsgedachte van de verplicht bodregeling; het enkele, abstracte, gevaar van controleverwerving rechtvaardigt de verplichting om een bod uit te brengen. Hoewel het BGH deze kwestie niet expliciet adresseerde, heeft hij het pleit beslecht door te overwegen dat slechts relevant is of er is samengewerkt ten aanzien van de uitoefening van stemrechten in de aandeelhoudersvergadering (zie hierboven).

²⁰⁶ R.o. 17 van het BGH-oordeel, onder verwijzing naar de heersende mening.

²⁰⁷ In het kader van de medezeggenschap wordt vanwege de dominante voorzitter van de Aufsichtsrat van quasi-pariteit gesproken: weliswaar hebben aandeelhouders en werknemers het recht om eenzelfde aantal vertegenwoordigers in de Aufsichtsrat te benoemen, maar dit betekent niet dat zij evenveel zeggenschap kunnen doen gelden. De aandeelhouders mogen de voorzitter benoemen (§ 27 lid 2 Mitbestimmungsgesetz) en die heeft een doorslaggevende stem als de stemmen staken (§ 29 lid 2 Mitbestimmungsgesetz). Zie Spindler (2007), p. 2360 over de discussie hoe de dominante rol van de voorzitter en het feit dat hij door de aandeelhouders wordt gekozen, zich verhoudt tot zijn plicht om in onafhankelijkheid het belang van vennootschap en onderneming te dienen. In Nederland loopt een soortgelijke discussie vanaf de geboorte van het structuurregime.

²⁰⁸ Landesgericht (LG) München I, ZIP 2004, 1101. Overigens wordt dit anders als er in dergelijke *agreements* afspraken worden gemaakt over het al dan niet accepteren van een openbaar bod. Interessant is de recentelijk gesloten overeenkomst tussen Schaeffler en Continental. Schaeffler verwierf na een (vrijwillig) vijandig bod bijna 50% van de stemrechten van concurrente Continental. Schaeffler verplicht zich om de komende vier jaar haar belang niet te zullen uitbreiden., zie Schaeffler neemt genoegen met helft Continental, NRC Handelsblad 22 augustus 2008 en breakingviews.com van die dag. Zie met betrekking tot de biedplicht ook Schaeffler doet vijandig bod, HFD 31 juli 2008 Een dergelijke overeenkomst kan mogelijk tot een meldingsplicht leiden, maar een biedplicht in zo'n geval stuit op bezwaren.

²⁰⁹ Regierungsentwurf van 24.10.2007, BT-Drucks 16/7438 van 7 december 2007. In de literatuur werd betoogd dat standstill-agreements niet onder § 30 lid 2 WpÜG vallen, maar wel onder § 22 lid 2 WpHG. Gelijkstelling van beide normen zou betekenen dat standstill-agreements kunnen leiden tot een biedplicht. Zie eerder § 4.2.2.

Zonder twijfel de belangrijkste eis is dat aan de gecoördineerde uitoefening van het stemrecht een concreet, mondeling of schriftelijk uitgewerkt plan ten grondslag moet liggen dat zich onderscheidt van algemeen gehouden doelen; het doel moet specifiek zijn voor de bieder en zijn partner(s).²¹⁰ In de zaak Württembergische Metallwarenfabrik (WMF) oordeelde het BGH dat afstemming in de *Aufsichtsrat* of afspraken ten aanzien van de bezetting daarvan zonder dat er sprake is van een concreet, uitgewerkt plan niet als acting in concert kunnen gelden.

4.2.3. Wetswijziging

In antwoord op de maatschappelijke en politieke onrust rond de toegenomen invloed van investeerders binnen het Duitse bedrijfsleven heeft de Bundesregierung een regeling voorgesteld ter regulering van het gedrag van deze groep. Deze regeling is op 19 augustus j.l. in werking getreden.²¹¹ Deels vindt de regulering van het gedrag van financiële investeerders plaats via strengere transparantievoorschriften als het nieuwe § 27 lid 2 WpHG²¹² waarin houders van 10% van de stemrechten, kort gezegd, de verplichting hebben hun plannen openbaar te maken, deels wordt er ingegrepen via gedragsregulering. In deze tweede categorie valt het plan om de acting in concertregeling te herzien. Bijkomende reden hiervoor is de problematische toepassing in de praktijk van de toerekeningsvoorschriften van zowel § 22 lid 2 WpHG als § 30 lid 2 WpÜG²¹³. Zie eerder voetnoot 2 voor de bedoelde aanpassing.

Naast het feit dat voor beide toerekeningsvoorschriften vanaf nu een en dezelfde uitleg geldt, leidt de wetswijziging tot drie aanpassingen inzake de toepassing van het leerstuk acting in concert (dus zowel inzake § 22 lid 2 WpHG als § 30 lid 2 WpÜG):

²¹⁰ OLG München (WMF), ZIP 2005, p. 857 en herhaald door het BGH in r.o. 23.

²¹¹ BGB 2008 I, nr. 36, p. 1666.

²¹² De meldingsplichtige moet aangeven of: “1. die Investition der Umsetzung strategischer Ziele oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient, 2. er innerhalb der nächsten zwölf Monate weitere Stimmrechte durch Erwerb oder auf sonstige Weise zu erlangen beabsichtigt, 3. er die Erlangung der Kontrolle im Sinne des § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes über den Emittenten anstrebt, 4. er eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen des Emittenten anstrebt, und 5. er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdfinanzierung und die Dividendenpolitik anstrebt.”

²¹³ § 22 WpHG is de vaakst in stelling gebrachte vernietigingsgrond tegen besluiten van de *Hauptversammlung* ex § 243 AktG (“Ein Beschluß der Hauptversammlung kann wegen Verletzung des Gesetzes oder der Satzung durch Klage angefochten werden”). Zie Schmidtbleicher (2008), p. 74, voetnoot 13.

- niet langer is acting in concert beperkt tot afgestemde stemrechtuitoefening (zie eerder § 4.2.2.A); naar thans geldend recht kan het ook gaan om het kopen of verkopen van aandelen in onderlinge overeenstemming.²¹⁴
- de uitzondering van de incidentele afstemming wordt geschrapt. De beoordeling zal voortaan zien op het afstemmingsdoel en niet op de afstemmingsvorm: gekozen is dus voor de *kwalitatieve* benadering (zie eerder § 4.2.2.C).
- voortaan kunnen ook onderlinge gedragingen buiten de AvA als acting in concert worden aangemerkt; het oordeel van het BGH inzake *WMF* dat afstemming in de Aufsichtsrat ten aanzien van de verkiezing van de voorzitter, niet als acting in concert heeft te gelden behoort hiermee tot het verleden (zie eerder § 4.2.2.A).

Aan de ene kant wordt er dus meer duidelijkheid geschapen, maar gaat dit ten koste van de duidelijkheid die inmiddels in de jurisprudentie is geschapen.²¹⁵ Mijns inziens is de keuze voor de kwalitatieve benadering toe te juichen. Het heeft overigens pas zin om deze benadering toe te passen als daarnaast, zoals nu wordt ingevoerd, een uitgebreide plicht voor aandeelhouders bestaat om inzage te geven in hun plannen.²¹⁶ Echter, tegen de achtergrond van het *WMF*-oordeel van het BGH valt niet te begrijpen waarom de regering heeft gekozen voor het gebruik van de term “Ausrichtung”. Deze term is veel te onbepaald. Te betreuren is in het bijzonder dat de Duitse regering niet heeft gekozen voor het Engelse systeem met aanknopingspunten voor toerekening, waarover hieronder meer. De aanzet hiertoe lijkt echter wel te zijn gegeven: in de toelichting bij het ontwerp merkt de regering op dat als aandeelhouders samenspannen bij de benoeming van de leden van de Aufsichtsrat, het aantal leden dat be-

²¹⁴ Er moet daarnaast wel sprake zijn van plannen als genoemd in de aanvulling op § 22 lid 2 WpHG. Het ligt voor de hand dat de openbaarmakingsplicht voor intenties hier een belangrijke faciliterende rol zou kunnen spelen.

²¹⁵ Schmidtbleicher (2008) betoogt dat in deze vorm de wetwijziging een overtreding van art. 56 EG, de vrijheid van kapitaalverkeer vormt. Deze ietwat demagogische stelling is mijns inziens onjuist. Overtreding van art. 56 ligt pas in de rede wanneer een investeerder of groep van investeerder wordt uitgesloten van deelneming in het bestuur of zeggenschap (zie ook HvJ Volkswagen). Dat de Duitse regels zo obscuur en stringent zijn dat investeerders niet willen investeren, wil niet zeggen dat ze het ook niet kunnen. Bovendien komen de acting in concertregels pas in zicht als er een gooi naar de controle binnen de vennootschap wordt gedaan. Bij een beursvennootschap komt doorgaans neer op enorme bedragen. Wanneer dergelijke belangen in het spel zijn, mag er mijns inziens vanuit worden gegaan dat investeerders deugdelijk juridisch advies vragen omtrent de veronderstelde jungle die acting in concert heet.

²¹⁶ Zie Begr. RegE BT-Drucks 16/7438, p. 14. Inspiratie is opgedaan bij de Amerikaanse en Franse meldingsregels voor intenties, resp. sectie 13-D Securities Exchange Act en art. L 233-7 Code de Commerce. Voor de implementatie van de Richtlijn gold in Frankrijk al een verplichting voor aandeelhouders met 10% of meer van de zeggenschapsrechten tot melding van hun intenties. Bij de implementatie van de Richtlijn is deze meldingsplicht uitgebreid tot degene die overweegt een openbaar bod uit te brengen. Aanleiding was de dreiging van een overnamen van Danone door PepsiCo. Zie hierover Urbain-Parleani (2006), p. 19.

noemd zal worden een belangrijk aanknopingspunt kan zijn.²¹⁷ Wellicht kan de door beleggers toekomstig te leveren informatie tot inspiratie strekken bij het publiceren van meer *guidance* door de toezichthouder.²¹⁸

4.3. Acting in concert in het Verenigd Koninkrijk

4.3.1. Wettelijk kader

Het verplicht bod is in het Verenigd Koninkrijk geregeld in de City Code²¹⁹. De regeling bevat gedetailleerde voorschriften voor overnamebiedingen en heeft sinds de implementatie van de overnamerichtlijn kracht van wet.²²⁰ Rule 9 van de City Code gaat over het verplicht bod.

9.1 When a mandatory offer is required and who is primarily responsible for making it

Except with the consent of the Panel, when:

(a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or

(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.

²¹⁷ Begr. RegE BT-Drucks 16/7438, p. 14.

²¹⁸ Zo ook Kumpan (2007), p. 470.

²¹⁹ www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf (8ste versie, 20 mei 2006).

²²⁰ Introduction to the City Code, p. A2.

An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights.

In de sectie *Definitions* wordt een omschrijving van het begrip “acting in concert” gegeven:

Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control²²¹ of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company...

Nadere concretisering van deze ruim geformuleerde definitie heeft plaatsgevonden door middel van een groot aantal *notes* waarin situaties worden besproken waarin sprake kan zijn van acting in concert. Deze notes hebben het karakter van beleidsregels voor de toepassing en handhaving van rule 9. Het *Takeover Panel*²²², dat belast is met de handhaving van de City Code, heeft hiermee een belangrijk instrument in handen bij de beoordeling van de vaak complexe situaties. Belangrijker nog is dat de notes zorgen voor de nodige rechtszekerheid in de praktijk; zij geven aan hoe het Panel in een bepaalde geval de Code zal uitleggen. Dit wordt versterkt doordat het *market practice* was en thans verplicht is om het Panel te consulteren.

Als belangrijke achtergrondinformatie heeft de regeling inzake investor relations in de Combined Code on corporate governance²²³ (regel D1²²⁴) te gelden. Deze haakt namelijk zwaar in bij de openbaring van motieven als leidraad voor de dialoog met de vennootschap. Hiermee omschrijft de Combined Code een gangbare praktijk in het Verenigd Koninkrijk. De regeling van acting in concert zoals die is neergelegd in de City Code is ondenkbaar zonder een dergelijke openbaarheid van intenties van beleggers. Er is een duidelijke parallel tussen het fenomeen investor relations en de zogenaamde kwalitatieve benadering van acting in concert, waarbij het afstemmingsdoel bepalend is voor de uitleg van het element duurzaamheid. Inmiddels begint een zelfde soort parallel zich ook in Duitsland af te tekenen, waar immers aan-

²²¹ “Control” is gedefinieerd als het houden van 30% of meer van de aandelen, zie Rule 9.1 sub a.

²²² Zie over samenstelling en status van het Panel, Introduction to the City Code, p. A1-A2 en over de bevoegdheden en het sanctie-instrumentarium van het Panel, Section 11 “Disciplinary Powers”.

²²³ Te downloaden via www.fsa.gov.uk.

²²⁴ “There should be a dialogue, based on mutual understanding of the *objectives*”, zie Honée (2007), p. 16.

deelhouders verplicht gaan worden hun intenties openbaar te maken en tegelijkertijd de wetgever voor de kwalitatieve benadering kiest. In het Verenigd Koninkrijk bestaat geen disclosureverplichting voor intenties van aandeelhouders. Wel kan de vennootschap vragen naar “*particulars of an interest in shares*”²²⁵”.²²⁶ Onder *particulars* dient te worden verstaan de identiteit van de aandeelhouder en informatie over eventuele stemovereenkomsten.²²⁷

Tot slot nog een opmerking over de aanpalende zogenaamde *Substantial Acquisition Rules* (SARs), een meldingsregeling die beoogt te voorkomen dat aandeelhouders in stilte snel een groot aandelenbelang kunnen opbouwen. Deze meldingsregeling, opgenomen in de Takeover Code, is aangepast op 20 mei 2006 met als gevolg dat de meldingsplichten en *standstills* ten aanzien van belangen onder de 30% zijn komen te vervallen. Men achtte obstructie van aankopen die niet leiden tot een controlewisseling niet langer nodig.²²⁸ Ten aanzien van dergelijke aankopen geldt echter de meldingsregeling van de Companies Act, afkomstig uit de Transparantierichtlijn, onverminderd. Samen met de afwezigheid van vergaande verplichtingen tot melding van intenties zoals die zijn voorgesteld in onder andere Nederland en Duitsland lijkt de afschaffing van de SARs onderdeel uit te maken van een dereguleringstrend ten aanzien van de biedingsregels. Zoals gezegd is in Nederland en Duitsland juist een tegenovergestelde trend zichtbaar.

4.3.2. Uitleg van de wettelijke regeling

Onder acting in concert wordt verstaan samenwerking gericht op controleverwerving (of -handhaving) en samenwerking met als doel het frustreren van een openbaar bod. In het kader van de implementatie van de Richtlijn is de bepaling uit de Code geschrapt dat de samenwerking haar beslag moet vinden in het gecoördineerd verwerven van effecten.²²⁹ Naar huidig Engels recht kan ook afgestemd stemgedrag tot acting in concert leiden. Voor het ontstaan van de biedplicht in geval van acting in concert is echter naast de bundeling van stemrechten altijd een transactie in effecten vereist (zie hierover uitgebreid § 3.3.).

²²⁵ Zie voor de uitleg van het begrip *interest in shares*, sections 820-824 van de nog niet geheel in werking getreden Companies Act 2006.

²²⁶ Section 793 Companies Act 2006. Deze bepaling strekt tot implementatie van de transparantierichtlijn (Richtlijn nr. 2004/109/EG). Voorheen werd deze materie bestreken door section 212 van de Companies Act 1985.

²²⁷ Zie section 793, § 5 sub b Companies Act 2006

²²⁸ The Takeover Panel (2006), p. 12. Zie ook PCP (2005/1).

²²⁹ Zie de reactie van het Panel op het consultatiedocument van het Department of Trade and Industry (DTI) over de implementatie van de dertiende richtlijn, Panel Consultation Paper, 2005/10, p. 20.

A Vorm van het onderlinge overleg

In de Code worden geen zware eisen gesteld aan de vorm van de samenwerking. Formele of informele *understanding* volstaat om aan te nemen dat partijen samenwerken. Het Panel zal bij de vaststelling hiervan op weinig anders dan zijn ervaringskennis, *common sense* en de concrete omstandigheden van het geval kunnen bogen.²³⁰ Relevante omstandigheden kunnen zijn: het feit dat een betrokkene zich persoonlijk garant stelt voor de verplichtingen van de overige betrokkenen, dat betrokken op hetzelfde adres kantoor houden en uitingen die duiden op bepaalde gedragsinstructies.²³¹

B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg

Uitgangspunt is dat incidenteel gelijk stemgedrag niet als acting in concert wordt aangemerkt.²³² Voor controleverwerving wordt dus net als in het Duitse recht (zie § 4.2.2.B.) duurzame samenwerking voorondersteld. Bij de uitleg van de Engelse regeling wordt weinig tot geen aandacht besteed aan de duurzaamheid van het overleg. Meer nog dan in Duitsland of Nederland staat het doel van het onderlinge overleg centraal.

C. Doel van het onderlinge overleg

Het uitgangspunt dat er sprake moet zijn van duurzame samenwerking wordt gepasseerd in geval van incidentele afstemming van het stemgedrag rond een zogenaamd “*board-control seeking proposal*”. Note 2 bij rule 9.1 gaat over gezamenlijke acties van aandeelhouders (*collective shareholder action*) die zijn gericht op het verwerven van de controle over het bestuur:²³³ “*The Panel will normally presume shareholders who requisition or threaten to requisition the consideration of a board control-seeking proposal either at an annual general meeting or at an extraordinary general meeting, in each case together with their supporters as at the date of the requisition or threat, to be acting in concert with each other and with the proposed directors.*” Het doel van de samenwerking is in de Code dus sterk geobjectiveerd (vgl. § 4.2.2.A. en § 3.2.3. voor resp. Duits en Nederlands recht). Note 2 bevat een opsomming aan de hand waarvan moet worden beoordeeld of een voorstel als board control seeking kan worden aangemerkt:

²³⁰ Eaborn (2005), p. 153.

²³¹ Ontleend aan Panel Statement 1992/9 van 26 maart 1992 inzake Dundee Football Club Plc. en Panel Statement 1989/13 van 14 juli 1989 inzake Guinness.

²³² Zie Note 2: “*The Panel does not normally regard the action of shareholders voting together on a particular resolution as action which of itself indicates that such parties are acting in concert.*”

²³³ Zie Panel Consultation Paper, shareholder activism and acting in concert, revision proposals relating to note 2 on rule 9.1 of the Takeover Code van 14 maart 2002.

(a) the relationship between any of the proposed directors and any of the shareholders proposing them or their supporters. Relevant factors in this regard will include:

(i) whether there is or has been any prior relationship between any of the activist shareholders, or their supporters, and any of the proposed directors;

(ii) whether there are any agreements, arrangements or understandings between any of the activist shareholders, or their supporters, and any of the proposed directors with regard to their proposed appointment; and

(iii) whether any of the proposed directors will be remunerated in any way by any of the activist shareholders, or their supporters, as a result of or following their appointment.

(b) the number of directors to be appointed or replaced compared with the total size of the board.

(c) the board positions held by the directors being replaced and to be held by the proposed directors;

(d) the nature of the mandate, if any, for the proposed directors;

(e) whether any of the activist shareholders, or any of their supporters, will benefit, either directly or indirectly, as a result of the implementation of the proposal other than through its interest in shares in the company; and

(f) the relationship between the proposed directors and the existing directors and/or the relationship between the existing directors and the activist shareholders or their supporters.

Bij de beoordeling of er een reden kan zijn om aan te nemen dat partijen niet langer in onderling overleg handelen, houdt het Panel rekening met de volgende factoren:

(a) whether the parties have been successful in achieving their stated objective;

(b) whether there is any evidence to indicate that the parties should continue to be held to be acting in concert;

(c) whether there is any evidence of an ongoing struggle between the activist shareholders, or their supporters, and the board of the company;

(d) the types of activist shareholder involved and the relationship between them; and

(e) the relationship between the activist shareholders, or their supporters, and the proposed/new directors.

Als samenwerkende partijen worden in geval van een board control seeking proposal aangemerkt: de aandeelhouder die het voorstel doet om een bestuur(der) te benoemen of te ontslaan, de betrokken bestuurder(s) en de aandeelhouders die het voorstel steunen. Overigens moet er op worden gewezen dat het Panel in zijn Consultation Paper van 14 maart 2002 stelt dat er ook sprake kan zijn van acting in concert bij voorstellen ten aanzien van belangrijke veranderingen in het beleid van een vennootschap.²³⁴ Hoewel dit niet in note 2 bij rule 9 is opgenomen, moet hieraan toch een zeker gewicht worden toegekend. Het valt niet uit te sluiten dat het Panel een geval waarin aandeelhouders een beleidswijziging voorstellen, zal kwalificeren als acting in concert. Het Panel zal normaliter coördinatie van stemgedrag ten aanzien van een enkele aandeelhoudersresolutie niet als acting in concert zien. Dit impliceert dat het Panel herhaaldelijke afstemming wel zal aanmerken als samenwerking die een biedplicht doet ontstaan.

4.4. Rechtsvergelijkende synthese

De dertiende richtlijn heeft ervoor gezorgd dat inmiddels alle lidstaten een verplicht bodregeling kennen. De uitwerking van de verplicht bodregeling is echter verschillend per land. Dit heeft te maken met het feit dat met de Richtlijn slechts minimumharmonisatie is beoogd. De Nederlandse wetgever heeft zich te weinig laten inspireren door de regelingen van andere lidstaten. In deze paragraaf vergelijk ik de Nederlandse, Duitse en Engelse regeling met elkaar en doe ik aan de hand van het Duitse en het Engelse recht suggesties voor verbetering van de Nederlandse regeling. De twee voornaamste toetsingscriteria zijn: (i) of de regeling een juiste analyse bevat van feitelijke controleposities in de vennootschap door samenwerkende partijen (alleen dan is er immers behoefte aan bescherming van de minderheidsaandeelhouder) en (ii) of de regeling zoveel mogelijk op voorhand duidelijkheid schept over het bestaan van acting in concert in een concreet geval. Het belang van dit laatste blijkt onder meer uit het feit dat in

²³⁴ Zie Panel Consultation Paper (2002), nr. 2.3.

het Verenigd Koninkrijk verreweg de meeste geschillen inzake de verplicht bodregeling betrekking hebben op de uitleg van het begrip acting in concert.²³⁵

A. Vorm van het onderlinge overleg

Het Engelse en Duitse recht stellen weinig eisen op dit punt. Hiertoe verplicht de Richtlijn ook. De ratio is helder: omdat afspraken in elke denkbare vorm kunnen plaatsvinden, is flexibiliteit noodzakelijk. Het Nederlandse recht hoeft op dit punt ook niet aangepast te worden.

B. Duurzaamheid van het onderlinge overleg

Het systeem van de Richtlijn is dat in beginsel elke samenwerking die leidt tot het verkrijgen van overwegende zeggenschap tot een biedplicht kan leiden (zie eerder p. 38 e.v.). De Lidstaten hebben op verschillende manieren geprobeerd de reikwijdte van deze regeling in te perken. In elk van de onderzochte rechtsstelsels kwalificeert in beginsel slechts duurzame samenwerking als acting in concert. Aandeelhouders die incidenteel samenwerken, worden niet als een controlerende factor beschouwd. Dit ligt ook dogmatisch voor de hand. Immers, slechts als verschillende aandeelhouders over een langere periode een machtsblok vormen, is bescherming van de minderheidsaandeelhouder gelegitimeerd.

Hierbij moeten twee kanttekeningen worden geplaatst. In de eerste plaats leidt niet elke vorm van duurzame samenwerking tot controleverwerving. Pensioenfondsen die zich gezamenlijk inzetten voor het mogelijk maken van een aandeelhoudersdemocratie hebben niet de feitelijke controle. Daarnaast kan onder omstandigheden ook incidentele samenwerking leiden tot controleverwerving. Alledrie de lidstaten zoeken de correctie op het uitgangspunt dat duurzame samenwerking kwalificeert als acting in concert met een mogelijke biedplicht tot gevolg, in het doel van de samenwerking. De manier waarop wordt aangesloten bij het doel van de samenwerking is echter zeer verschillend.

C. Doel van het onderlinge overleg

De Nederlandse wetgever heeft ten aanzien van het doelcriterium een grote mate van rechtsonzekerheid geschapen. Afstemming op punten van ondergeschikt belang of corporate governance zal doorgaans niet leiden tot een biedplicht wegens acting in concert, maar wat zijn

²³⁵ Introduction of the notes on Rule 9.1 City Code.

punten van ondergeschikt belang? Wat valt nog onder corporate governance²³⁶ en wat onder corporate *policy* of zelfs corporate *control* (zie eerder § 3.2.C.)? De eindeloze discussies in de Duitse literatuur, de uitspraak van het BGH inzake WMF (zie § 4.2.2.C) en de afkeuring daarvan door de wetgever vormen signalen dat gestreefd moet worden naar duidelijkheid op voorhand. Anders dan het BGH²³⁷ en de Nederlandse wetgever (zie hoofdstuk 3) meenden, is het wel degelijk mogelijk te bepalen wanneer sprake is controleverwerving. De Engelse City Code is hiervan een goed voorbeeld. Deze regeling moet dan ook als model worden gebruikt voor een verbeterde Nederlandse regeling. In de Engelse acting in concertregeling staat de vraag centraal of samenwerking van aandeelhouders ziet op een zgn. *board control seeking proposal*. Zij verschaft veel duidelijkheid op voorhand door de opsomming van factoren die van belang zijn bij de vaststelling of een bepaald voorstel board control seeking is. Naar mijn mening dient dit systeem navolging te krijgen in Nederland.²³⁸ De regeling is echter niet beperkt tot dergelijke voorstellen. Dit blijkt ook uit de opmerking van het Panel dat er ook sprake kan zijn van acting in concert bij voorstellen ten aanzien van belangrijke veranderingen in het beleid van een vennootschap.²³⁹ De *guidance* ten aanzien van andere gevallen dan *board control seeking proposals* is echter beperkt. Het verdient aanbeveling om in de Nederlandse regeling een bredere focus aan te leggen. De acting in concertregeling moet ook in geval aandeelhouders samenwerken om de vennootschap in de richting van een alternatieve strategie te sturen, voldoende duidelijkheid op voorhand bieden wat wel en wat niet als acting in concert kwalificeert.²⁴⁰

Hiervoor kan worden aangesloten bij het Duitse recht dat aan de gecoördineerde uitoefening van het stemrecht een concreet, uitgewerkt plan ten grondslag moet liggen dat zich onderscheidt van algemeen gehouden doelen (§ 4.2.A). Hieronder valt bijvoorbeeld wel een plan om de onderneming in delen te verkopen, maar niet een reorganisatieplan waarmee slechts verbetering van de winstmarges is beoogd.²⁴¹ Uit de concrete, uitgewerkte doelstelling moet vervolgens blijken of partijen beogen de controle te verwerven. Deze benadering is om twee

²³⁶ Zie in een ander verband Van Schilfgaarde/Winter (2006), p. 339: “Corporate governance is een onbepaald begrip en als zodanig ongeschikt om concrete juridische verplichtingen [...] op te baseren”.

²³⁷ Zie § 4.2.2.B.

²³⁸ Zo ook Eumedion position paper acting in concert (2005), p. 4; De Serière (2000), p. 109 en waarschijnlijk ook Nieuwe Weme (2004), p. 219.

²³⁹ Zie Panel Consultation Paper (2002), nr. 2.3.

²⁴⁰ Voorbeelden van dergelijke acties zijn het gezamenlijk optreden van Hermes en Fursa bij ASMI en dat van Centaurus en Paulson bij Stork.

²⁴¹ In de zaak Pixelpark ging het onder meer om de vraag of een gedeeld voornemen tot hervatting van een reeds voorliggend reorganisatieplan tot een biedplicht moest leiden. Het OLG Frankfurt beantwoordde deze vraag ontkennend. Zie OLG Frankfurt am Main, 25-06-2004, ZIP 2004, p. 1309-1312.

redenen interessant.²⁴² In de eerste plaats omdat hierin tot uiting komt dat de samenwerking in principe duurzaam moet zijn; van partijen die een dergelijk plan of een gefundeerde visie niet hebben, kan moeilijk worden volgehouden dat zij samen de controle (gaan) uitoefenen. In de tweede plaats omdat de eis van een “*masterplan*” voorkomt dat elk ontslag van een bestuurder, dat onder het huidige wetsvoorstel mogelijk tot een biedplicht zou leiden, daadwerkelijk tot een biedplicht leidt. Het bestuur moet ter verantwoording geroepen kunnen worden²⁴³; dit is ook in het belang van de minderheidsaandeelhouders. Hierin voorziet overigens ook de regeling in het Verenigd Koninkrijk door aandacht te schenken aan onder andere het mandaat van de aandeelhouders aan het nieuwe bestuur en de relatie tussen de “activistische” aandeelhouders en de voorgestelde/nieuwe bestuurders (zie nader § 4.3.2.C.).

Als voorbeeld van een dergelijk *masterplan* kunnen worden gezien de plannen van Hermes en Paulson met betrekking tot de toekomst van ASMI, de drie-pijler-strategie van Centaurus en Paulson bij Stork en, al enige tijd geleden, het plan van Westfield dat voorzag in het externe beheer van de onroerend-goed portefeuilles van RNA. Het voorstel werd door het bestuur afgewezen waarna Westfield een BAvA bijeen deed roepen waarop het beleid en het ontslag van bestuurders en commissarissen van Rodamco was geagendeerd. Mits er sprake is van samenwerkende aandeelhouders, kan een dergelijk plan in combinatie met het agenderen van het ontslag van het bestuur en rvc leiden tot een biedplicht. Het feit dat een alternatieve strategie van aandeelhouders onverantwoord wordt bevonden in het licht van alle bij de vennootschap en haar onderneming betrokken belangen²⁴⁴ zoals in de Stork-zaak gebeurde, maakt het gezamenlijk opgestelde plan geen minder relevante factor.²⁴⁵

Zie hoofdstuk 6 voor de concrete uitwerking van deze *best of both worlds*-benadering.

²⁴² Ook pensioenfonds Hermes stelt voor om hierbij aan te sluiten. Zij willen aan een biedplicht in geval van acting in concert een “*weitreichendes und konkretes unternehmerisches Gesamtkonzept*” ten grondslag leggen, zie advies d.d. 5 oktober 2007 aan de Duitse minister van financiën. Zie voor de vindplaats eerder voetnoot 126.

²⁴³ Zie eveneens in deze zin het consultatiedocument van de Monitoring Commissie, Bijlage bij Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code nrs. 4 en 5, december 2006.

²⁴⁴ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 m.nt. Blanco Fernández.

²⁴⁵ Een positief gevolg hiervan van de andere kant is dat een acting in concertregel die aansluit bij een masterplan kan verhinderen dat al te lichtvaardig plannen worden opgeworpen. Dit past ook goed in de huidige tendens om aandeelhouders die zich met de strategie bemoeien, verantwoordelijkheden op te leggen. Zie in dit verband ook de voorgestelde 180-dagen *standstill* in geval van discussie over de strategie, zie eerder voetnoot 7.

5. Toezicht en handhaving

5.1. Inleiding

De Richtlijn eist dat voor het toezicht op de verschillende aspecten van een openbaar bod de lidstaten een toezichthoudende autoriteit c.q. autoriteiten aanwijzen (art. 4 Richtlijn). Toezicht vormt het sluitstuk van de verplicht bodregeling.²⁴⁶ Nederland maakt een onderscheid tussen het toezicht op de procedure van het openbaar bod en vraagstukken van vennootschapsrecht.²⁴⁷ De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is aangewezen als de instantie die toezicht houdt op de procedure van het openbaar bod. Over vraagstukken van vennootschapsrechtelijke aard, zoals het oordeel over het bestaan van overwegende zeggenschap, oordeelt de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam (OK). Handhaving van de biedplicht vindt plaats doordat deze op verzoek van de doelvennootschap of een (groep van) minderheidsaandeelhouder(s) een aantal maatregelen kan treffen (art. 5:73 Wft)²⁴⁸. Op grond van de wettelijke regeling houdt dus geen enkele instantie toezicht op het ontstaan van de biedplicht.²⁴⁹ De bevoegdheid van de AFM om inlichtingen hieromtrent in te winnen is zelfs uitdrukkelijk uitgesloten. In § 5.2. betoog ik dat deze keuze onjuist is. In § 5.3. zal aandacht worden besteed aan enkele aspecten van toezicht met specifieke relevantie voor acting in concert in het kader van het verplicht bod.

5.2. Toezichthouder

In de literatuur doen verschillende opvattingen over het toezicht op het verplicht bod de ronde. De een is van mening dat de OK terecht is aangewezen als toezichthouder, terwijl een ander betreft dat de AFM is gepasseerd voor deze rol. Aangezien deze discussie in het bijzonder relevant is voor het leerstuk acting in concert wordt hieraan in deze paragraaf aandacht besteedt.

5.2.1. Wettelijke regeling: OK

²⁴⁶ Nieuwe Weme (2004), p. 217.

²⁴⁷ Laatstelijk Kamerstukken I, 2006-2006, 30 419, C, p. 6.

²⁴⁸ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 5.

²⁴⁹ Weliswaar heeft het OM (lees: FIOD-ECD) een handhavende rol inzake de biedplicht waarvan niet-naleving immers een economisch delict is, zie Grundmann-van de Krol (2008), p. 901 (nog te verschijnen), maar hiervan moeten geen wonderen worden verwacht.

In art. 5:73 lid 1 Wft staat dat de OK de bevoegde instantie is om te oordelen over de naleving van de biedplicht. De AFM heeft hierin geen rol, zo blijkt uit art. 5:73 lid 2 Wft, waarin art. 2:172 Wft, de AFM is de bevoegde instantie inzake de naleving van de Wft, en art. 2:174 Wft, de inlichtingenbevoegdheid van de AFM, buiten toepassing zijn verklaard. Pas als is komen vast te staan dat een partij verplicht is een openbaar bod uit te brengen en deze partij het verplichte bod heeft uitgebracht, dan vangt de biedingsprocedure aan en heeft de AFM, net als bij vrijwillige biedingen het geval is, wel de bevoegdheid om inlichtingen te winnen.²⁵⁰ Naast het bevel tot het uitbrengen van een openbaar bod, art. 5:73 lid 1 Wft, kan de OK op grond van art. 5:73 lid 4 Wft (in iedere fase) van de procedure op verzoek een of meer voorlopige voorzieningen treffen. Daarnaast kan de OK tegelijkertijd met het opleggen van het bevel tot het uitbrengen van een openbaar bod een of meer maatregelen treffen zoals omschreven in art. 5:73 lid 2 Wft.²⁵¹

Aan de keuze voor de OK als enige handhavende instantie ligt volgens de Memorie van Toelichting een aantal redenen ten grondslag. In de eerste plaats beschikt de OK over de nodige specifieke expertise met betrekking tot openbare biedingen en besluit zij ook in andere procedures die op deze transacties betrekking hebben, zoals de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en het uitkoop- en uittreedrecht.²⁵² Ten tweede wordt van belang geacht dat degenen die het meest in hun belang worden getroffen, de minderheidsaandeelhouders en de doelvennootschap²⁵³, zelf in rechte kunnen optreden, zonder afhankelijk te zijn van de toezichthoudende autoriteit. Bijkomend voordeel van handhaving door de OK is de mogelijkheid om civielrechtelijke sancties op te leggen. De suggestie van de Raad van State en de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht om de AFM ook de bevoegdheid te geven een verzoekschrift in te dienen bij de OK, heeft het kabinet bewust niet overgenomen omdat hij van

²⁵⁰ Zie ook Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 27.

²⁵¹ a. schorsing van de uitoefening van het stemrecht door degene die overwegende zeggenschap heeft verworven gedurende een door de ondernemingskamer te bepalen periode; b. een verbod aan degene die overwegende zeggenschap heeft verworven op deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders gedurende een door de ondernemingskamer te bepalen periode; c. tijdelijke overdracht ten titel van beheer van aandelen door degene die overwegende zeggenschap heeft verworven; en d. schorsing of vernietiging van besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders.

²⁵² Zie ook de concept-Memorie van Toelichting bij het voorontwerp, p. 22 waarin wordt gesteld dat de vaststelling van overwegende zeggenschap is voorbehouden aan de burgerlijke rechter.

²⁵³ Zie ook Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 4, p. 12. Het aanmerken van de doelvennootschap als belanghebbende is in mijn ogen onjuist. De beschermings sfeer van het verplicht bod strekt zich niet uit tot de doelvennootschap. Dat de controlepremie aan de vennootschap toebehoort en niet aan de verkopende aandeelhouders, doet hieraan niet af. De vennootschap verdeelt de premie over de resterende aandeelhouders; het vormt daarom geen deel van haar vermogen. Ware dit anders, dan leidt consequente toepassing van de stelling dat alle aandeelhouders gelijkgerechtigd zijn tot het vennootschapsvermogen tot de wat vreemde constructie dat ook de (nieuwe) controlerende aandeelhouder hierin deelt. Anders: Nieuwe Weme (2004), p. 12.

mening was dat de naleving het beste kan worden afgedwongen door de direct betrokkenen.²⁵⁴ Dit standpunt wordt in de Nota naar aanleiding van het verslag²⁵⁵ herhaald. Het toekennen van een rol aan de AFM levert naar verwachting geen toegevoegde waarde op, maar veeleer het risico vergroten dat betrokkenen bij de doelvennootschap nalaten hun eigen verantwoordelijkheid te nemen (het risico op het zogenoemde “free rider”-gedrag).²⁵⁶ In de literatuur kan de keuze voor de OK, vooral inzake het beantwoorden van de vraag of in een bepaald geval sprake is van controle en derhalve een verplicht bod moet worden uitgebracht, op enige steun rekenen.²⁵⁷ Opmerkelijk is echter dat de Memorie van Toelichting stelt dat de meeste respondenten op de consultatie van een voorontwerp van het wetsvoorstel openbaar overnamebod de keuze voor de OK als toezichthouder steunden, terwijl volgens *Nieuwe Weme* uit de reacties juist het tegenovergestelde blijkt.²⁵⁸

5.2.2. Alternatief: AFM

Naar mijn mening is de OK niet de juiste toezichthouder op de naleving van de biedplicht.²⁵⁹ In de eerste plaats heb ik mijn twijfels bij het argument dat belanghebbenden zelf het beste weten wat er speelt. Dat moge zo zijn, maar om daadwerkelijk de relevante informatie boven tafel te krijgen is het noodzakelijk om de AFM met haar inlichtingenbevoegdheid een grotere rol te geven. De aandeelhouders zitten met een groot bewijsprobleem (waarover § 5.3.).²⁶⁰ Dat aandeelhouders wellicht zelf niet in staat zijn om “toezicht” te houden, erkent de Minister zelf overigens ook.²⁶¹ Het “*free rider*-argument” tegen de suggestie om de AFM toe te voegen aan de lijst met verzoekers van art. 5:73 lid 1 Wft wordt mijns inziens ten onrechte aangevoerd. Immers, juist als aan belanghebbenden wordt overgelaten om actie te ondernemen gebeurt er niets nu het voor kleine aandeelhouders op individuele basis vaak te duur is om een procedure te bij de OK te beginnen in een situatie waarin de opbrengsten bij winst aan alle

²⁵⁴ Zie voor dit alles Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 3, p. 6.

²⁵⁵ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 20.

²⁵⁶ *Ibid.*

²⁵⁷ Voor verwijzingen zie *Nieuwe Weme*, p. 218, voetnoot 6.

²⁵⁸ *Nieuwe Weme* (2004), p. 217, voetnoot 1.

²⁵⁹ *Nieuwe Weme* gaat nog verder en betoogt dat er in het geheel geen plaats is voor toezicht door de OK, anders dan als appèlrechter voor besluiten van de AFM. Ik wil echter de rol van de OK op de overige onderdelen van het biedingsproces onbekritiseerd laten. Dat de OK de bijvoorbeeld de aangewezen autoriteit is om te oordelen over de billijke prijs, zie art. 5:80b Wft, wordt slechts door een enkeling betwijfeld. Dat de burgerlijke rechter uiteindelijk moet oordelen over de biedplicht lijkt mij zeker verdedigbaar. Zie ook Lemstra (2006), p. 48. Ik beperk mijn kritiek tot de keuze om de AFM buitenspel te zetten inzake het toezicht op het verplicht bod.

²⁶⁰ Zie ook Den Boogert in de discussie na afloop van de vergadering van de Vereeniging Handelsrecht.

²⁶¹ Zo ook Doorman (2008), p. 537 (nog te verschijnen). De Minister heeft toegezegd om bij de evaluatie van de biedingsregeling kritisch te kijken of aandeelhouders in staat zijn geweest aannemelijk te maken dat door personen in onderling overleg wordt gehandeld. Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 20.

aandeelhouders toevallen.²⁶² Voor minderheidsaandeelhouders als groep, al dan niet via een rechtspersoon als bedoeld in art. 3:305a BW (zie art. 5:73 lid 1 Wft), zou het economisch gezien wel verstandig zijn.²⁶³ Het *free rider*-argument waarop de Minister doelt, is dan ook ongeldig en wordt in het huidige systeem slechts ingeruild voor het “klassieke” *free rider*-probleem²⁶⁴.²⁶⁵ Overigens kan het *free rider*-probleem op een ander terrein wel op erkenning rekenen van de Minister. In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel toezicht financiële verslaggeving wordt dit als een van argumenten genoemd om de AFM in dat wetsvoorstel wel een rol als toezichthouder te geven.²⁶⁶

Een ander argument voor een grotere rol voor de AFM vormt de door mij voorgestane verplichting voor partijen om de controleverwerving openbaar te maken (zie hieronder § 5.3.1.). In Duitsland geldt ook een openbaarmakingsverplichting bij controleverwerving. Dit moet aan de Bafin gemeld op grond van § 35 jo § 10 WpÜG. Als dit in Nederland wordt ingevoerd, waartoe de Richtlijn de mogelijkheid biedt, is het geen goed idee om deze melding aan de OK te laten doen.²⁶⁷ De AFM heeft hiervoor de faciliteiten gecreëerd in het kader van de meldingsplicht van o.a. art. 5:45 Wft. Daarnaast heeft de AFM een uitgebreid inlichtingenarsenaal tot haar beschikking,²⁶⁸ terwijl de OK de middelen noch de kennis heeft om onderzoek te doen naar vermeende misstanden. Als steunargument voor een grotere rol van de AFM kan ook nog worden aangevoerd een extra²⁶⁹ *incentive* in de vorm van civielrechtelijke aansprakelijkheid. Het civiele aansprakelijkheidsrecht fungeert zo als meta-toezichthouder. Bij het toezicht door de OK wordt dit “disciplineringsmechanisme” afgezwakt door de ondoorzichtige toepassing van het leerstuk van de overheidsaansprakelijkheid voor onrechtmatige rechtspraak.

²⁶² Doorman (2008), p. 536.

²⁶³ Lemstra (2006), p. 44. Er is dan sprake van een collectieve actie.

²⁶⁴ Zie S. Grossman en O. Hart, Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, 11 The Bell Journal of Economics 1980. Dit probleem is overigens niet beperkt tot het vennootschapsrecht. Ook in economische- en politieke wetenschappen en de psychologie vormt dit een klassiek leerstuk.

²⁶⁵ Volgens Doorman (2008), p. 537 wordt dit verzacht door het feit dat de minderheidsaandeelhouder zijn vermoeden kenbaar kan maken bij (het bestuur van) de doelvennootschap die vervolgens naar de OK stapt. Een zorgvuldige invulling van de bestuurstaak brengt in het belang van alle aandeelhouders met zich dat het in geval van redelijk vermoeden van schending van de biedplicht naar de OK stapt, zie hierover § 5.3.1.

²⁶⁶ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 336, nr. 3. Zie hierover Lemstra (2006), p. 44. Niet valt in te zien waarom dit probleem zich inzake het verplicht bod niet zal voordoen. Zo ook Willems (2008), p. 983 en voetnoot 10 (nog te verschijnen).

²⁶⁷ In gelijke zin Nieuwe Weme (2004), p. 218.

²⁶⁸ Waarover Grundmann-van de Krol (2008), p. 911-913 (nog te verschijnen).

²⁶⁹ Naast de wettelijke plicht om tot handhaving over te gaan zoals § 4 lid 2 WpÜG die in Duitsland voor de Bafin formuleert en in Nederland in het algemeen in art. 1:25 Wft is opgenomen. Volgens dit artikel heeft de AFM op grondslag van de Wft tot taak het gedragstoezicht op financiële markten uit te oefenen en te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot die markten.

Last maar zeker niet *least* is het de vraag of de door Nederland gekozen benadering in overeenstemming is met de Richtlijn.²⁷⁰ Op de naleving van de regels met betrekking tot het ontstaan van de biedplicht is geen toezicht. De inlichtingenbevoegdheid van de AFM is expliciet uitgesloten terzake van dit punt. Hiertoe lijken preambules 5 en 15²⁷¹ van de Richtlijn echter wel toe te verplichten. Daarnaast schrijft art. 4 Richtlijn voor dat de lidstaten de autoriteit of autoriteiten aanwijzen die belast zijn met het toezicht op een bod dat onder de krachtens deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften valt (lid 1, eerste zin) en dat deze autoriteiten beschikken over alle bevoegdheden die nodig zijn voor de uitoefening van hun taken, waartoe met name behoort de taak er zorg voor te dragen dat de partijen bij het bod de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde voorschriften naleven (lid 5). Op twijfels ten aanzien van de richtlijnconformiteit van de taakverdeling tussen OK en AFM van enkele leden van de Eerste Kamer heeft de Minister gereageerd met de opmerking dat de Richtlijn het aanwijzen van twee toezichthouders toestaat.²⁷² Er is niet van gedachten gewisseld over de lacune die mogelijk is ontstaan met betrekking tot het toezicht op de naleving van de verplicht bodregeling.

Hoe moet de rol van de AFM er dan in concreto uitzien? Hiervoor moet mijns inziens inspiratie worden opgedaan bij de Engelse regeling waarin de zeer (pro-)actieve FSA een centrale rol speelt bij de uitleg van rule 9, in het bijzonder in het kader van acting in concert.²⁷³ In Nederland zou in ieder geval de mogelijkheid voor de AFM moeten worden ingericht om bij de OK een verzoekschrift in te dienen.²⁷⁴ Daarnaast is het wenselijk om de AFM een rol te geven bij het opstellen van meer *guidance* met betrekking tot de naleving van de biedplicht. Deze rol zal verder worden uitgewerkt in § 5.3.2. en hoofdstuk 6.

²⁷⁰ Zo ook Doorman (2008), p. 536 (nog te verschijnen); Grundmann-van de Krol (2008), p. 901 (nog te verschijnen); Lemstra (2006), p. 43-44 en Josephus Jitta (2006), p. 230.

²⁷¹ Preambule 5: elke lidstaat dient een of meer toezichthouders aan te wijzen die belast zijn met het toezicht op de onder deze richtlijn vallende aspecten van het bod en die ervoor zorgen dat de partijen bij openbare overnamebiedingen de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften naleven. Al deze autoriteiten moeten onderling samenwerken. Preambule 15: Teneinde hun taken naar behoren te kunnen vervullen, moeten de toezichthoudende autoriteiten te allen tijde van de partijen bij het bod kunnen verlangen dat deze inlichtingen over zichzelf verschaffen, op efficiënte en doeltreffende wijze meewerken en onverwijld inlichtingen verstrekken aan andere autoriteiten die toezicht houden op de kapitaalmarkten.

²⁷² Kamerstukken I, 2006-2007, 30 419, C, p. 6.

²⁷³ Vgl. ook De Serière (2000), p. 109.

²⁷⁴ Voor deze mogelijkheid hebben zich voorafgaand aan de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel uitgesproken: de Commissie Vennootschapsrecht, zie advies d.d. 23 december 2004, p. 3; de VEB, zie reactie op het consultatiedocument d.d. 2 mei 2005. Ook Nieuwe Weme (2004), p. 217 spreekt zich uit voor een zelfstandige toezichthoudende taak voor de AFM. Zie voor de afwijzing van deze mogelijkheid door de Minister, Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 6.

5.3. Aspecten van toezicht

De interpretatie van de acting in concertbepaling is naar huidig recht voorbehouden aan de OK. Het zwaartepunt van de handhaving wordt op de tere schouders van de minderheidsaandeelhouders geladen. Naast de vragen die hierboven zijn gesteld, komen ook meer praktische vragen naar boven. Hoe waarschijnlijk is het dat de OK ooit in actie moet komen?²⁷⁵ In de praktijk blijken aandeelhouders met hun samenwerking de publiciteit te mijden. Daarnaast is de wettelijke omschrijving te vaag om goed toegepast te kunnen worden. In de derde plaats hebben aandeelhouders die vermoeden dat er sprake is van acting in concert weinig mogelijkheden om dit aan te tonen. Zij hebben met andere woorden een bewijsprobleem. Aan deze aspecten van de biedingsregeling besteed ik hieronder aandacht.

5.3.1. Bewijspositie van de minderheidsaandeelhouder

In een procedure tot naleving van de biedplicht voor de OK hoeven de verzoekers geen bewijs te leveren dat sprake is van handelen in onderling overleg, maar moeten zij aantonen dat sprake is van gegronde redenen om aan te nemen dat sprake is van dergelijk handelen.²⁷⁶ Dit neemt echter niet weg dat de waardering van het bewijs aan het oordeel van de OK is overgelaten.²⁷⁷ Het bewijsprobleem van de minderheidsaandeelhouder geldt dus onverminderd. In deze paragraaf ga ik nader in op de bewijspositie van de minderheidsaandeelhouder.

In de literatuur is ervoor gepleit om aan de controleverwerving een openbaarmakingsplicht te koppelen.²⁷⁸ De minderheidsaandeelhouder moet immers weten of hij wel of niet een bod kan verwachten. Zie in dit verband ook preambule 12 van de Richtlijn. In Duitsland is dit geregeld in § 35 lid 1 WpÜG²⁷⁹. Daar moet krachtens § 10 aan de Bafin worden gemeld dat er contro-

²⁷⁵ Geabstraheerd van het feit dat aandeelhouders het in de praktijk niet zover laten komen dat ze biedplichtig worden door onder de 30% te blijven. Doorman (2008), p. 538 noemt als belangrijkste gevolg van de verplicht bodregeling haar preventieve werking.

²⁷⁶ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 4, p. 12.

²⁷⁷ Dit als gevolg van de hoofdregel van art. 152 lid 2 Rv.

²⁷⁸ Van Solinge en Hijmans van den Bergh (2000), p. 53 stelden voor om het ontstaan van de biedplicht en de intenties van de bieder te koppelen aan de (toenmalige) Wmz 1996-melding. Zie ook Nieuwe Weme (2004), p. 148-149 en De Vlaam (2006), p. 603.

²⁷⁹ Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 und 2 zu veröffentlichen. Die Frist beginnt mit dem Zeitpunkt, zu dem der Bieter Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, dass er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat. In der

leverwerving heeft plaatsgevonden. De Bafin ziet overigens ook toe op de naleving van de meldingsverplichtingen ex §§ 21 en 22 WpHG.²⁸⁰ De Richtlijn verzet zich niet tegen een dergelijke regeling. Hierdoor zou de bewijspositie van de minderheidsaandeelhouder sterk verbeterd worden. Bovendien wordt het door mij bepleite toezicht door de AFM vergemakkelijkt. Vergelijkbare aanknopingspunten voor de minderheidsaandeelhouder als de door mij voorgestane openbaarmakingsverplichting, biedt het voorstel tot invoering van een meldingsplicht met betrekking tot de intenties van aandeelhouders die met hun, alleen of gezamenlijk gehouden, zeggenschapsdeelneming een bepaalde grenswaarde overschrijden (waarover eerder § 3.2.B.). De openbaarmakingsplicht bij controleverwerving is in vergelijking hiermee echter veel eenvoudiger en derhalve beter hanteerbaar in de praktijk. Niet ondenkbaar is dat invoering van een openbaarmakingsplicht bij controleverwerving de negatieve consequenties van het ontbreken van toezicht op de naleving van de biedplicht dermate kan verzachten dat een mogelijke inbreukprocedure op dit punt zal afketsen.

Het bewijsprobleem van de minderheidsaandeelhouder wordt verzacht door de verplichting voor de vennootschap waarop het (vermeende) onderlinge overleg betrekking heeft om koersgevoelige informatie openbaar te maken. De informatie moet dan wel rechtstreeks op deze vennootschap betrekking hebben. Onder omstandigheden kan acting in concert wel als zodanig kwalificeren.²⁸¹ In een dergelijk geval moet de vennootschap het feit dat er samengewerkt wordt, openbaar maken. Als de samenwerkende aandeelhouders als bieder zijn aan te merken, geldt art. 4 lid 3 Bob dat een openbaarmakingsplicht bevat voor partijen die niet onder art. 5:59 Wft vallen.²⁸² Het belang van deze bepaling voor het leerstuk acting in concert moet echter om twee redenen gerelativeerd worden. In de eerste plaats zijn de samenwerkende personen (nog) niet als bieder aan te merken. Art. 1:1 Wft definieert “bieder” immers als:

Veröffentlichung sind die nach § 30 zuzurechnenden Stimmrechte für jeden Zurechnungstatbestand getrennt anzugeben. § 10 Abs. 2, 3 Satz 3 und Abs. 4 bis 6 gilt entsprechend.

²⁸⁰ Zie § 29 WpHG. Deze meldingsplicht is afkomstig uit de Transparantierichtlijn en is derhalve vergelijkbaar met art. 5:45 Wft.

²⁸¹ De opbouw van een belang dat, vanwege de concentratie van zeggenschap, zal leiden tot een strategische koerswijziging of een verandering in de bestuursamenstelling, kan (al naar gelang de waarschijnlijkheid dat dit gevolg intreedt) een koersgevoelig feit zijn dat wel rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft. Een strategische deelname zal dus eerder tot een publicatieplicht aanleiding geven dan een financiële. De intenties die deze aandeelhouder uitsprekt kunnen daarbij van belang zijn, maar zijn niet doorslaggevend, zie Nieuwe Weme en Stevens (2008), p. 206.

²⁸² Art. 4 lid 3 bepaalt: Een bieder van wie geen door hem uitgegeven of aangeboden financiële instrumenten met zijn instemming zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland, doet een openbare mededeling over informatie als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, van de wet voor zover die rechtstreeks op hem betrekking heeft of verband houdt met het voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte openbaar bod.

*Een natuurlijk persoon, rechtspersoon of vennootschap, dan wel enig naar buitenlands recht daarmee vergelijkbaar lichaam of samenwerkingsverband, door wie of namens wie al dan niet tezamen met een of meer andere natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen of daarmee vergelijkbare lichamen of samenwerkingsverbanden een openbaar bod wordt voorbereid of uitgebracht, dan wel is uitgebracht.*²⁸³

De samenwerking tussen partijen kan niet worden aangemerkt als de voorbereiding van een openbaar bod. Art. 4 lid 3 Bob komt derhalve pas in zicht als in rechte is komen vast te staan dat partijen in concert handelen. In de tweede plaats geldt art. 4 lid 3 Bob slechts voor niet-genoteerde bieders of bieders die uitsluitend in het buitenland zijn genoteerd.^{284 285} Dit wordt op zijn beurt weer gerelativeerd door het feit dat het gros van de grote overnames buitenlandse bieders betreft.²⁸⁶

Er is ook voor gepleit om de vennootschap waarop het onderling overleg betrekking heeft een grotere rol te geven bij de openbaarmaking van controleverwerving via de taak van het bestuur van deze vennootschap.²⁸⁷ Via de meldingsverplichtingen van art. 5:38 en 5:45 Wft heeft het bestuur van de vennootschap inzicht in haar aandeelhoudersbestand. Deze meldingen moeten weliswaar aan de AFM worden gedaan, maar de AFM moet deze doorgeleiden op grond van art. 5:49 Wft. Daarnaast zal het bestuur ook op de hoogte zijn van de intenties van aandeelhouders als gevolg van one-on-ones of andere investor relations-activiteiten. Een zorgvuldige invulling van de bestuurstaak brengt in het belang van alle aandeelhouders met zich dat het bestuur in geval van redelijk vermoeden van schending van de biedplicht naar de OK stapt. Dit is een mogelijke oplossing van het “klassieke” free rider-probleem. De individuele aandeelhouder kan de doelvennootschap van zijn vermoeden op de hoogte stellen; (het bestuur van) de doelvennootschap moet dan een oordeel aan de OK vragen. In hoeverre

²⁸³ Wte 1995, versie geldend op 31 december 2006. De definitie is in de Wte 1995 opgenomen door de Wet van 22 maart 2001 tot opname in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten (Wet OBE).

²⁸⁴ Nieuwe Weme en Stevens (2008), p. 198. Ook zij kunnen een beroep op de uitstelregeling van art. 5:59 lid 3 Wft doen, zie art. 4 lid 1 Bob en NvT Bob, p. 35. Hierbij is onduidelijk hoe het element “rechtmatig belang van de uitgevende instelling” moet worden gelezen. Gaat het om het rechtmatig belang van de uitgevende instelling of toch om dat van deieder?

²⁸⁵ Zie Nieuwe Weme en Stevens (2008), p. 193-194 over de wenselijkheid van een openbaarmakingsplicht voor anderen dan de uitgevende instelling.

²⁸⁶ Zie De beursgraadmeter loopt steeds verder leeg – De Amsterdamse AEX-index zag in de 25 jaar van zijn bestaan helft van de bedrijven vertrekken, NRC Handelsblad d.d. 1 december 2007.

²⁸⁷ Doorman (2008), p. 537 (nog te verschijnen).

het redelijk is om het bestuur met deze taak op te zadelen is echter de vraag. Weliswaar is het aandeelhoudersbelang een van de belangen die het bestuur moet afwegen bij al zijn beslissingen, maar de inspanningsverplichting om een exitmogelijkheid te realiseren gaat mijns inziens de bestuurstaak te buiten.

De laatste en tevens meest ingrijpende manier om de bewijspositie van minderheidsaandeelhouders te verbeteren, is het werken met bewijsvermoedens.²⁸⁸ Het opnemen van bewijsvermoedens leidt naast verbetering van de bewijspositie van de minderheidsaandeelhouder tot een meer voorspelbare regeling voor alle marktpartijen. Deze duidelijkheid is essentieel voor een goed werkende kapitaalmarkt en voor de corporate governancedialoog tussen aandeelhouders onderling en tussen aandeelhouders en vennootschappen (zie eerder § 3.2.2.C). Overweging verdient in bijvoorbeeld het Bob enkele specifieke gevallen te noemen waarvan wordt vermoed dat het acting in concert betreft.²⁸⁹ Aan de hand van de praktijk kan het Bob dan worden aangepast. Het noemen van voorbeelden in de toelichting op de wet heeft dat voordeel niet. Nadere regelgeving door de AFM moet op dit punt worden vermeden.²⁹⁰ Wel is het wenselijk dat de AFM *guidance* in de vorm van een brochure, al dan niet met het karakter van een beleidsregel, biedt ten aanzien van het handhavingsbeleid. De AFM moet ook een rol krijgen bij de aanpassing van de lijst met bewijsvermoedens aan de eisen van de rechtspraak. Uit het fenomeen securities lending blijkt hoezeer wet en praktijk kunnen divergeren.

5.3.2. Gratie

De gratieperiode van dertig dagen gaat lopen zodra er sprake is van controleverwerving. Hoe reëel die gratieperiode is in geval van acting in concert, hangt af van wat het relevante moment van controleverwerving is. Is dit het moment van sluiten van de overeenkomst of moet hiervoor worden aangesloten bij het moment dat partijen daadwerkelijk uitvoering geven of hun intentie met betrekking tot het verkrijgen van overwegende zeggenschap zich openbaart? Zie eerder hierover § 3.4.2. Daar heb ik betoogd dat moet worden aangesloten bij het moment waarop het objectieve doel van de samenwerking zich manifesteert. Op dat moment moet mijns ook de openbaarmakingsverplichting bij controleverwerving ontstaan (zie hierover § 5.3.). Schending van de openbaarmakingsplicht moet naar mijn mening leiden tot verval van

²⁸⁸ Hiermee wordt dan afgeweken van de hoofdregel van art. 150 Rv.

²⁸⁹ Hijmans van den Bergh en Van Solinge (2000), p. 55. Zo ook De Serière (2000), p. 109.

²⁹⁰ Hijmans van den Bergh en Van Solinge (2000), p. 55.

de mogelijkheid om een beroep op de gratieregeling te doen.²⁹¹ Als niet wordt gekozen voor dit moment, maar voor het moment waarop de overeenkomst wordt gesloten, bestaat het risico dat de gratieregeling illusoir wordt. Dit kan worden ondervangen door i) een langere gratieperiode, ii) verlenging van de gratietermijn in bijzondere gevallen door de toezichthouder, of iii) verlening van ontheffing van de biedplicht door de toezichthouder. Optie 1 heeft echter als nadeel het vergroten van de mogelijkheden voor ontduiking van de biedplicht, terwijl opties 2 en 3 geen regeling vinden in het geldende recht. Geen enkele instantie is bevoegd om ontheffing van de biedplicht te verlenen in apert onredelijke situaties.²⁹² Mijns inziens vormt dit probleem een extra reden om, naar de huidige stand van het recht, voor het ontstaan van de biedplicht niet als relevant moment het sluiten van de overeenkomst te nemen.

5.4. Conclusie

Toezicht door de OK betekent feitelijk dat het aan betrokkenen wordt overgelaten om de naleving van de biedplicht te controleren en te ageren bij overtreding daarvan.²⁹³ De Minister heeft toegezegd om na enkele jaren te evalueren of belanghebbenden voldoende is staat zouden zijn [bedoeld is: zijn geweest, JB] om aannemelijk te maken dat personen in onderling overleg handelen en, mocht dat niet het geval zijn, te bezien of hier voor de AFM een weggelegd zou zijn.²⁹⁴ De verwachting is dat er op deze manier weinig gevallen van acting in concert aan de OK zullen worden voorgelegd. Wil de acting in concertregeling handen en voeten krijgen en de bescherming van de minderheidsaandeelhouders ook in dit geval een rol van betekenis spelen, is het noodzakelijk om de AFM een grotere rol te geven. Daarnaast is ook de praktijk gediend bij een flexibele toezichthouder. Dat dit tot meer rechtsonzekerheid zou leiden, lijkt mij gelet op de huidige situatie ten enenmale onmogelijk.

²⁹¹ Zo ook De Vlaam (2006), p. 603.

²⁹² Doorman (2008), p. 538. De OK kan ontheffing weliswaar ontheffing verlenen, maar slechts in verband met de financiële toestand van de doelvennootschap, zie art. 5:72 lid 3 Wft. In het oorspronkelijke wetsvoorstel had de OK nog een discretionaire bevoegdheid om een openbaar bod te gelasten, zie Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 2, p. 4. Waarover Lemstra (2006), p. 41, voetnoot 3. In de tweede Nota van Wijziging is deze bevoegdheid komen te vervallen.

²⁹³ Nieuwe Weme (2004), p. 101 schetst dit scenario in geval van afwezigheid van een toezichthouder.

²⁹⁴ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 419, nr. 8, p. 6 en 20.

6. Conclusies en aanbevelingen

6.1. Inleiding

In 2011 wordt de richtlijn geëvalueerd (zie art. 20 Richtlijn). Denkbaar is dat de uitkomsten van de evaluatie leiden tot een wijziging van de richtlijn waardoor uiteindelijk ook de nationale regels aangepast zullen worden. Bij deze evaluatie zal naar mijn inschatting veel aandacht uitgaan naar de acting in concertregeling. Uit het voorgaande is gebleken dat er ruimte is voor verbetering. Dit hoofdstuk bevat de conclusie en een voorstel voor een verbeterde regeling naar Nederlands recht.

6.2. Conclusie

Uit het voorgaande moge blijken dat acting in concert als onderdeel van de verplicht bodregeling de nodige vragen oproept. Naast vragen van praktische aard, zoals welke toezichthouder moet worden aangewezen (waarover § 5.2.), spelen er ook enkele fundamentele punten. Wanneer worden samenwerkende aandeelhouders geacht *en bloc* de controle te kunnen uitoefenen? Onduidelijk is of hiervoor het formele criterium, zoals voorgeschreven door de Richtlijn, geldt of dat er toch moet worden gekeken naar de feitelijke controle (zie § 3.2.C.). En, wanneer moet worden aangenomen dat de biedplicht ontstaat: op het moment van sluiten van de samenwerkingsovereenkomst of op het moment dat de samenwerking daadwerkelijk effect krijgt (§ 3.4.2.)? Een andere fundamentele vraag is of aandeelhoudersamenwerking die leidt tot een verbetering van de corporate governance van een vennootschap nog wel mogelijk is zonder een bod te hoeven uitbrengen (zie § 3.2.C.).

Ter beantwoording van deze vragen terugvallen op de Richtlijn heeft weinig zin gelet op haar karakter van beginselverklaring (zie § 2.3.) en het ontbreken van een toelichting²⁹⁵. Het zou voor de hand hebben gelegen dat de Nederlandse wetgever over de grens had gekeken omdat men bijvoorbeeld in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk al langer een biedplicht kende. Onduidelijkheden omtrent acting in concert hadden zo waarschijnlijk niet geheel vermeden kunnen worden, maar wel ernstig verminderd. In § 4.4. zijn al belangrijke conclusies uit het rechtsvergelijkend onderdeel van het onderzoek getrokken. Het doelelement in de diverse

²⁹⁵ Zie eerder hierover voetnoot 45.

acting in concertregelingen blijkt aanleiding te geven tot de meeste vragen en derhalve tot de meeste onzekerheid in de praktijk. De onderzochte landen benaderen dit probleem elk op een andere manier. In het Verenigd Koninkrijk wordt aangenomen dat samenwerking ten aanzien van een zgn. *board control seeking proposal* acting in concert oplevert. Er is een lijst met factoren aan de hand waarvan moet worden beoordeeld of een voorstel *board control seeking* is. In Duitsland heeft men in eerste instantie niet voor deze benadering gekozen. De wettelijke regeling bood daarom weinig duidelijkheid. In de jurisprudentie is uitgemaakt wanneer er sprake is van acting in concert. Inmiddels is er echter een wetwijziging in werking getreden die de jurisprudentie op een aantal belangrijke punten corrigeert (zie § 4.2.3.). Als gevolg van deze wijziging kan nu ook in Duitsland samenwerking ten aanzien van een voorstel om (de meerderheid van) het bestuur te ontslaan tot een biedplicht leiden. Het blijft echter onduidelijk wanneer zo'n situatie zich voordoet en hoe deze regeling zich verhoudt tot ontslag van het bestuur zonder de intentie om de controle uit te oefenen. In § 4.4. heb ik gepleit voor een *best of both worlds*-benadering. Deze zal in de volgende paragraaf concreet worden gemaakt.

De belangrijkste conclusie uit hoofdstuk 5 is dat de AFM hierbij een grotere rol dient te krijgen. Hieronder geef ik aan op welke punten de huidige regeling aangepast dient te worden.

6.3. Aanbevelingen voor een verbeterde acting in concertregeling

In het Bob moet een nieuw artikel worden opgenomen waarin enkele bewijsvermoedens worden opgenomen met betrekking tot de biedplicht in geval van acting in concert. Deze bewijsvermoedens geven nadere invulling aan de regeling van art. 5:79 lid 1 jo art. 1:1 Wft. Dit zijn echter niet de enige gevallen die hieronder vallen. Acting in concert wordt in ieder geval weerlegbaar aanwezig geacht als, duurzaam of incidenteel, wordt samengewerkt ten aanzien van:

- i) het ontslag van (de meerderheid van) het bestuur of de rvc²⁹⁶
- ii) het afdwingen van een alternatieve strategie

Relevante factoren²⁹⁷ bij de vaststelling wanneer in de praktijk sprake is van acting in concert zijn²⁹⁸:

²⁹⁶ Vgl. Hijmans van den Bergh en Van Solinge (1999), p. 62.

- i) de mate waarin de betreffende aandeelhouders onafhankelijk van elkaar opereren;²⁹⁹
- ii) de verhouding van de betreffende aandeelhouders met de door hen aangedragen bestuurders van de vennootschap in geval van samenwerking ten aanzien van (de meerderheid van) het ontslag van het huidige bestuur;
- iii) de invloed van de samenwerkende aandeelhouders op het nieuw te benoemen of reeds benoemde bestuur;³⁰⁰
- iv) de omstandigheid of er een concreet en uitgewerkt plan ten grondslag ligt aan het ontslag of aan de alternatieve strategie (zie eerder § 4.4.C.);
- v) het soort besluit waaromtrent aandeelhouders gezamenlijk optrekken;³⁰¹ en,
- vi) eventuele vergoedingen die zijn overeengekomen tussen aandeelhouders.

Rol AFM

- De AFM dient te worden opgenomen in de lijst van verzoekers van art. 5:73 lid 1 Wft.
- Art. 5:70 lid 2 Wft dient te worden geschrapt.
- De AFM dient een brochure “acting in concert” op te stellen waarin zij tekst en uitleg geeft over haar handhavingsbeleid en waarin zij relevante factoren opstelt voor de beoordeling of en zo ja wanneer er sprake is van controleverwerving³⁰². Aan de totstandkoming van deze brochure ligt bij voorkeur een consultatieronde ten grondslag.
- De AFM dient te worden betrokken bij het, al dan niet periodiek, herzien van de bewijsvermoedens op te nemen in het Bob.

²⁹⁷ Het verdient aanbeveling dat de AFM deze factoren neerlegt in een brochure acting in concert, die al dan niet het karakter van een beleidsregel heeft. Zie ook hieronder de aanbevelingen ten aanzien van de rol van de AFM. Hierin zou de AFM ook aan de wensen van institutionele beleggers tegemoet kunnen komen door te stellen dat samenwerking ten aanzien van informatie-uitwisseling niet als acting in concert kwalificeert.

²⁹⁸ Enkele van deze factoren zijn ontleend aan het Eumedion Position Paper acting in concert (2006).

²⁹⁹ Denk aan de opstelling van Centaurus inzake ASMI. Zie eerder voetnoot 187.

³⁰⁰ Hiermee is een onderscheid te maken tussen aandeelhouders die het bestuur ontslaan omdat het zijn werk niet goed doet, in welk geval er doorgaans sprake is van “shared benefits of control” (waarover Nieuwe Weme (2004), p. 22) en aandeelhouders die een bestuurder ontslaan om hun invloed te vergroten. Zie ook De Vlaam (2006), p. 600.

³⁰¹ Naast de gevallen waarop het bewijsvermoeden ziet dus.

³⁰² Zie over dit laatste, § 3.4.2. De keuze voor relevante factoren is uiteraard afhankelijk van de gekozen vermoedens.

Geraadpleegde literatuur

- Abma (2006)*, R. Abma, Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends, Tv-OB 2006-5, p. 169-177
- Van Bael & Bellis (2005)*, I. van Bael & J.F. Bellis, Competition law of the European Community, Deventer: Kluwer 2005
- Berle & Means (1932)*, A.A. Berle & G.C. Means, The modern corporation and private property, New York 1932; London: Transaction Publishers 2006 (facsimile)
- Den Boogert (2006)*, M.W. Den Boogert, Beschermingsconstructies, in: Openbaar bod en bescherming, Serie interim-adviezen vanwege de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2006
- Brenninkmeijer (1973)*, A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders, De gebondenheid aan stemovereenkomsten, tegen de achtergrond van het Franse en Duitse vennootschapsrecht (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1973
- Van Dijk Tekst en Commentaar Wft (2007)*, J.M. van Dijk, Tekst en Commentaar Wft, in: Tekst en Commentaar Ondernemingsrecht en Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2007
- Doorman (2006)*, A. Doorman, Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 2 november 2005 over 'Openbaar bod en bescherming', Ondernemingsrecht 2006, p. 235-241
- Van der Elst (2001)*, C. van der Elst, Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen, Economisch juridische analyse (diss. Gent), Brussel: Larcier 2001
- Eumedion Evaluatie aandeelhoudersvergaderingenseizoen (2007)*, Eumedion, Evaluatie aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2007, brief aan de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, d.d. 21 juni 2007, www.eumedion.nl
- Eumedion Position Paper acting in concert (2006)*, Eumedion, Position Paper acting in concert, bijlage bij commentaar wetsvoorstel 30419, 17 november 2006, www.eumedion.nl
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2006)*, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Advies van 1 maart 2006 over wetsvoorstel 30419 tot implementatie overnamerichtlijn, Den Haag 2006
- Grundmann-van de Krol (2008)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Toezicht door de AFM, in: M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (red.), Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008 (nog te verschijnen)
- HFD (2006)*, Auteur onbekend, Hedge funds vergroten belang Stork, HFD 8 september 2006
- Hijmans van den Bergh en Van Solinge (2000)*, H.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Implementatie van de dertiende richtlijn, een terreinverkenning, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Zwolle: Tjeenk Willink 2000
- Honée (2008)*, C. Honée, Investor relations en "de kunst van het laveren", in: De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, Serie Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen deel 57, Deventer: Kluwer 2008
- Jones & Sufrin (2001)*, A. Jones & B. Sufrin, EC Competition Law, Oxford: Oxford University Press 2001
- Josephus Jitta (2006)*, M.W. Josephus Jitta, De rol van de AFM en die van de Ondernemingskamer in het Wetsvoorstel betreffende het openbaar overnamebod, Ondernemingsrecht 2006, p. 230-235
- Lemstra (2006)*, J.H. Lemstra, De rol van de OK en de AFM in het voorontwerp Openbaar Overnamebod, in: Openbaar bod en bescherming, Serie interim-adviezen vanwege de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2006
- De Mol van Otterloo (2006)*, H.M. de Mol van Otterloo, Ondernemingsrecht 2006, p. 206-210

- Maatman en Raaijmakers (2006)*, R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, Hedge funds, virus of vaccin?, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 256-262
- Meijer (2008)*, R. Meijer, Staatsaansprakelijkheid wegens schending van Europees gemeenschapsrecht. De invloed van het Europese recht op het nationale stelsel van overheidsaansprakelijkheid (diss. Groningen), Serie recht en praktijk deel 156, Deventer: Kluwer 2007.
- Monitoring Commissie Corporate Governance (2007)*, Monitoring Commissie Corporate Governance, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de code, mei 2007, www.corpgov.nl
- Nieuwe Weme (2002)*, M.P. Nieuwe Weme, Het consultatiedocument verplicht bod, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 206-213
- Nieuwe Weme (2004)*, M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht bod op effecten, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80, Deventer: Kluwer 2004
- Nieuwe Weme (2006)*, M.P. Nieuwe Weme, De komende verplicht bod-regeling, in: Openbaar bod en bescherming, Serie interim-adviezen vanwege de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2006
- Nieuwe Weme en Van Solinge (1999)*, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën en het Ministerie van Economische Zaken naar het functioneren van hoofdstuk I van het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, Serie Onderneming en Recht deel 16, Deventer: Kluwer 1999
- Nieuwe Weme en Van Solinge (2006)*, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 211-220
- Nieuwe Weme en Stevens (2008)*, M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, De verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie, in: Handboek Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht deel 34 (tweede druk), Deventer: Kluwer 2008
- Nowak (2006)*, R.G.J. Nowak, Het EU-richtlijnvoorstel inzake uitoefening van stemrecht door aandeelhouders, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 263-268
- Van Olffen (1999)*, M. van Olffen, Definitief (?) ontwerp 13^e EG-richtlijn, WPNR 99/6378, p. 844-846.
- Van Olffen (2008)*, M. van Olffen, De statutair (on)beschermd vennootschap en art. 2:359b BW, in: M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (red.), Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008 (nog te verschijnen)
- Pennington (1974)*, P. R. Pennington, Rapport betreffende overnemingen en andere biedingen, Commissie van de Europese Gemeenschappen, COM XI/56/74-N, Brussel 1974
- Perrick (1990)*, S. Perrick, Het nieuwe ontwerp voor een dertiende richtlijn inzake het vennootschapsrecht, TVVS 1990, p. 297-302
- Perrick en Chang (2008)*, S. Perrick en V.K. Chang, Tipverbod en preventieve maatregelen, in: M.P. Nieuwe Weme en D.R. Doorenbos (red.), Handboek Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht deel 34 (tweede druk), Deventer: Kluwer 2008
- Prechal (2005)*, S. Prechal, Directives in EC Law, Oxford EC law series, Oxford: Oxford University Press 2005
- Reactie Eumedion (2006)*, reactie Eumedion op wetsvoorstel Overnamerichtlijn, Schiphol 16 februari 2006, www.eumedion.nl
- Rebers en Maatman (2008)*, E.H. Rebers en R.H. Maatman, De rol van aandeelhouders bij een openbaar bod, in: M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (red.), Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008 (nog te verschijnen)
- De Serière (2000)*, V.P.G. de Serière, Invoering van het verplichte bod in Nederland, Voor Nederland relevante ervaringen in het Verenigd Koninkrijk opgedaan bij de invoering en

- toepassing van de desbetreffende bepalingen in de “take-over code”, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 104-110
- Sanders (2006)*, M.P.H. Sanders, Tweede Nota van Wijziging wetsvoorstel openbaar overnamebod, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 435-437
- Slagter (1984)*, W.J. Slagter, Gebundelde actiën, in: *Goed en trouw, Opstellen aangeboden aan W.C.L. van der Grinten*, Deventer: Kluwer 1984
- Stevens (2008)*, T.M Stevens, Het fusieprotocol, in: M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (red.), *Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46*, Deventer: Kluwer 2008 (nog te verschijnen)
- Tali (2008)*, Z. Tali, Nieuwe regels voor openbare biedingen: het Besluit openbare biedingen Wft, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 58-65
- Tiemstra en de Keijzer (2008)*, J.S.T. Tiemstra en J. de Keijzer, Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 192-197
- Van Schilfgaarde/Winter (2006)*, P. van Schilfgaarde en J. Winter, *Van de NV en de BV*, Deventer: Kluwer 2006
- Van Veen (2006)*, L. van Veen, Is acting in concert een ongewenste rem op aandeelhoudersactivisme?, *TvOB* 2006-6, p. 203-209
- Verdam (2006)*, A.F. Verdam, Vennootschappelijk belang; op de korte termijn? Redactioneel, *NTBR* 2006/6, p. 201
- Verslag vergadering Vereeniging Handelsrecht (2006)*, Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 2 november 2005 over Openbaar bod en bescherming, naar aanleiding van de voordracht van prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, prof. mr. M.W. den Boogert, Mr. J.H. Lemstra, Deventer: Kluwer 2006
- Vletter-van Dort (2007)*, H.M. Vletter-van Dort, Het stemgedrag van institutionele beleggers, *TvOB* 2007-5, p. 163-170
- Vossestein (2002)*, G.J. Vossestein, De bevoegdheid van de EG tot regeling van het vennootschapsrecht, *WPNR* 2002/6481, p. 247-253
- De Vlaam (2006)*, A.V.V. de Vlaam, Acting in concert – samenwerkende aandeelhouders in beursfondsen, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 599-606
- Willems (2008)*, J.H.M. Willems, De rol van de ondernemingskamer bij het verplichte overnamebod, in: M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge (red.), *Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46*, Deventer: Kluwer 2008 (nog te verschijnen)
- Wissink (2001)*, M.H. Wissink, Richtlijnconforme interpretatie van burgerlijk recht, *Serie recht en praktijk deel 115*, Deventer: Kluwer 2001

Duitsland

- Von Bülow en Bücker (2004)*, Ch. von Bülow en Th. Bücker, Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 2004, p. 669-720
- Casper (2003)*, M. Casper, Acting in Concert – Grundlagen eines neuen Kapitalmarkt-rechtlichen Zurechnungstatbestandes, *ZIP* 2003, p. 1469-1477
- Liebscher (2002)*, T. Liebscher, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG – Auslegung und Abgrenzung der übernahme- und kapitalmarktrechtlichen Zurechnungsvorschriften gem. § 22 WpHG, § 30 WpÜG, *ZIP* 2002, p. 1005-1017
- Kumpan (2007)*, C. Kumpan, Private equity und der Schutz deutscher Unternehmen, *AG* 2007, p. 461-472
- Pentz (2003)*, A. Pentz, Actin in concert – Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2003, p. 1478-1491

- Persmededeling BaFin (2004)*, BaFin, “Kein acting in concert bei Beiersdorf AG”, 23-01-2004, www.bafin.de
- Schmidtbleicher (2008)*, R. Schmidtbleicher, Das neue „acting in concert“ – ein Fall für den EuGH?, AG 2008/3, p. 73-78
- Schockenhoff en Schumann (2005)*, M. Schockenhoff en A. Schumann, Acting in concert – geklärte und ungeklärte Rechtsfragen, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2005, p. 568-610
- Seibt (2004)*, C.H. Seibt, Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 abs. 2 WpÜG (acting in concert) ZIP 2004, p. 1829-1837
- Spindler (2007)*, G. Spindler, Acting in concert – Begrenzung von Risiken durch Finanzinvestoren? WM 2007/51, p. 2357-2364
- Timman & Birkholtz (2007)*, J. Timmann & M. Birkholz, Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz, AG 2007/51, p. 2749-2753
- Zschocke (2006)*, Chr. Zschocke, Erwartungen der Praxis an die Überarbeitung des Übernahmerechts, in: Th. Baums (e.a.), Die Umsetzung der Übernahmerrichtlinie in Europa, Berlin 2006, p. 154-156

Verenigd Koninkrijk

- Eaborn (2005)*, G. Eaborn, Takeovers: Law and Practice, Lexis Nexis Butterworths 2005
- Johnston (1980)*, A. Johnston, The City Take-over Code, Oxford: Oxford University Press 1980
- Panel Consultation Paper (2002)*, Panel Consultation Paper, shareholder activism and acting in concert, revision proposals relating to note 2 on rule 9.1 of the Takeover Code van 14 maart 2002, www.thetakeoverpanel.org.uk
- Panel Consultation Paper (2005/1)*, Panel Consultation Paper, 2005/4, Proposed abolition of the rules governing acquisitions of shares, 2 november 2005, www.thetakeoverpanel.org.uk
- Panel Consultation Paper (2005/2)*, Panel Consultation Paper 2005/10, reactie van het Panel op het consultatiedocument van het Department of Trade and Industry (DTI) over de implementatie van de dertiende richtlijn, www.thetakeoverpanel.org.uk
- Panel Statement (1989)*, Panel Statement 1989/13 van 14 juli 1989 inzake Guinness, www.thetakeoverpanel.org.uk
- Panel Statement (1992)*, Panel Statement 1992/9 van 26 maart 1992 inzake Dundee Football Club Plc, www.thetakeoverpanel.org.uk
- The Takeover Panel (2007)*, The Takeover Panel, Report and account for the year ended 31 March 2006, www.thetakeoverpanel.org.uk

Frankrijk

- Urbain-Parleani (2006)*, I. Urbain-Parleani, The implementation of the Thirteenth Directive 2004/25, Country Report on France, in: Th. Baums & A. Cahn (red.), Die Umsetzung der Übernahmerrichtlinie in Europa, Institute for Law and Finance Series, Berlin: Walter de Gruyter 2006

Vindplaatsen jurisprudentie

Duitsland

- LG München I, 11-03-2004, ZIP 2004, p. 1101 -1102

OLG Frankfurt am Main, 25-06-2004, ZIP 2004, p. 1309-1312 (Pixelpark)
OLG München, 27-04-2005, 7 U 2792/04, ZIP 2005, p. 856-859 (WMF)
BGH, 18-09-2006, II ZR 137/05, ZIP 2006, p. 2077-2079 (WMF)