

Vergaderjaar 2015–2016

**32 545**

## **Wet- en regelgeving financiële markten**

**Nr. 43**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 21 december 2015

Tijdens het wetgevingsoverleg op 8 september 2014 heb ik uw Kamer toegezegd het toezicht op de biedplicht te evalueren.<sup>1</sup>

In deze brief zal ik ingaan op de achtergrond van het toezicht op het verplicht bod. Daarna zal ik een kort overzicht geven van de relevante ontwikkelingen die nadien in dat kader hebben plaatsgevonden. Vervolgens zal ik ingaan op hetgeen uit de evaluatie naar voren is gekomen. Tot slot zal ik u berichten over mijn bevindingen.

#### **Achtergrond toezicht verplicht bod**

Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (hierna: de Overnamerichtlijn) bevat regels voor de procedure van en het toezicht op een openbaar overnamebod.<sup>2</sup> Een belangrijk gevolg van de implementatie van de Overnamerichtlijn is de introductie in de Nederlandse wet- en regelgeving van het verplichte openbaar bod. Degene die overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen zijn toegelaten tot een gereguleerde markt is verplicht een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van die beursvennootschap. Van overwegende zeggenschap is sprake indien iemand alleen of in onderling overleg met anderen ten minste 30% van het stemrecht in een algemene vergadering van aandeelhouders kan uitoefenen. De regeling van het verplicht bod strekt ertoe (minderheids)aandeelhouders te beschermen als de zeggenschap over de vennootschap is gewijzigd: de regeling biedt beleggers met een minderheidsbelang de mogelijkheid om hun aandelen van de hand te doen.

<sup>1</sup> Kamerstuk 33 918, nr. 14.

<sup>2</sup> 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.

Bij de implementatie van de Overnamerichtlijn in 2007 is ervoor gekozen om de handhaving van de biedplicht bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof in Amsterdam (hierna: de Ondernemingskamer) neer te leggen. Zodra een verplicht bod is aangekondigd, is het bod onderhevig aan bestuursrechtelijk toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM), dat zich bij het verplicht bod uitstrekt tot – kort gezegd – de biedingsregeling (biedingsbericht, bekendmaking van het bod, aanmeldingstermijn etc.). Vrijstellingen van de biedplicht zijn opgenomen in onder meer het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft. Aan de keuze van de Ondernemingskamer als handhavende instantie bij het al dan niet voldoen aan de biedplicht is blijkens de memorie van toelichting een aantal redenen ten grondslag gelegd. Zo beschikt de Ondernemingskamer over de benodigde (civielrechtelijke) expertise met betrekking tot openbare biedingen en besluit de Ondernemingskamer ook in andere procedures die op deze transactie betrekking hebben, zoals de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en het uitkoop- en uittreidrecht. Ook was de wetgever van mening dat het toezicht op de naleving van de biedplicht het beste kan worden afgedwongen door de betrokken doelvennootschap en de (minderheids)aandeelhouders daarvan. Deze partijen worden het meest in hun belang getroffen en verkeren in de positie dat zij het beste zicht hebben op de vraag of partijen onderling samenwerken waardoor een biedplicht zou ontstaan, aldus de wetgever. Van deze direct belanghebbenden werd verwacht dat zij van hun bevoegdheden gebruik maken c.q. hun eigen verantwoordelijkheid nemen. Daarbij werd het van belang geacht dat de minderheidsaandeelhouders en de doelvennootschap zelf in rechte moeten kunnen optreden zonder afhankelijk te zijn van de toezichthoudende autoriteit.

De meeste respondenten op de consultatie van een voorontwerp van het wetsvoorstel ter implementatie van de Overnamerichtlijn steunden de keuze om de handhaving van biedplicht bij de Ondernemingskamer neer te leggen. Wel vroeg de Raad van State aandacht te schenken aan een mogelijke rol voor de AFM bij de handhaving van de biedplicht, bijvoorbeeld door ook de AFM de bevoegdheid te geven om een verzoekschrift bij de Ondernemingskamer in te dienen. Er is destijds bewust voor gekozen deze mogelijkheid achterwege te laten, omdat het toezicht op de naleving van de biedplicht naar haar oordeel het beste kan worden afgedwongen door de betrokken doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan. Deze partijen verkeren in de positie dat zij het dichtst bij de bij de vennootschap betrokken personen staan. Omdat de doelvennootschap en (minderheids)aandeelhouders daarvan voorts het meeste belang hebben bij naleving van de biedplicht, kan verwacht worden dat zij van hun bevoegdheden gebruik zullen maken, aldus de afweging destijds. Hieraan werd toegevoegd dat het toekennen van een rol voor de AFM in dit kader naar verwachting geen toegevoegde waarde zou opleveren, maar veeleer het risico zou vergroten dat betrokkenen bij de doelvennootschap nalaten hun eigen verantwoordelijkheid te nemen (het risico op het zogenoemde «free-rider» gedrag).<sup>3</sup>

### **Ontwikkelingen toezicht verplicht bod na wettelijke introductie**

In 2011 heeft het Internationaal Monetair Fonds aanbevolen om een vorm van publiekrechtelijke handhaving aan de verplicht bod-regeling toe te voegen door bijvoorbeeld de AFM de bevoegde autoriteit te maken of de AFM de bevoegdheid te verlenen om dienaangaande een verzoekschrift

---

<sup>3</sup> Kamerstuk 30 419, nr. 3, p. 5–6.

bij de Ondernemingskamer in te dienen.<sup>4</sup> Mijn ambtsvoorganger heeft – onder verwijzing naar de memorie van toelichting bij de invoering van het verplicht bod – aangegeven geen aanleiding te zien om van deze structuur af te wijken c.q. hierin een wijziging aan te brengen.<sup>5</sup>

In haar wetgevingsbrief van 13 september 2012 heeft de AFM de Minister van Financiën gevraagd om een rol bij de transparantie rond het verplicht bod.<sup>6</sup> Mijn ambtsvoorganger heeft hierop aangegeven dat wanneer de AFM een rol wordt gegeven bij de bepaling van de aanwezigheid van een biedplicht, de AFM zelfstandig een oordeel zal moeten vormen over het bestaan van een eventuele biedplicht, terwijl de vraag of er een biedplicht is bij de introductie van de regeling omtrent het verplichte bod bewust aan de Ondernemingskamer is gelaten. Een rol van de AFM bij de bepaling van de biedplicht is een fundamenteel andere benadering en past niet in de huidige wetsystematiek. Mijn ambtsvoorganger gaf, samen met de toenmalige Minister van Veiligheid en Justitie, aan geen reden te zien om tot deze fundamenteel andere benadering van handhaving van de biedplicht over te gaan.<sup>7</sup>

De Europese toezichthouder «European Securities and Markets Authority» (hierna: ESMA) heeft in 2013 een standaard («public statement») gepubliceerd ter verduidelijking van het begrip «handelen in onderling overleg» in relatie tot het ontstaan van een biedplicht.<sup>8</sup> De verklaring bevat een zogenoemde «whitelist» van situaties die niet worden geacht te vallen onder het begrip «handelen in onderling overleg». Uit deze standaard kan worden afgeleid dat Nederland – in tegenstelling tot ons omringende landen – geen bevoegde autoriteit heeft tot wie belanghebbenden zich kunnen wenden voor voorafgaand overleg («guidance») met betrekking tot de vraag of er al dan niet sprake is van «handelen in onderling overleg» en daarmee van overwegende zeggenschap. De Ondernemingskamer kan immers vooraf geen «guidance» geven maar alleen in concrete zaken uitspraken doen over de biedplicht.

Enkele rechtsgeleerden c.q. advocaten hebben de afgelopen jaren gepleit voor een rol van de AFM bij de handhaving van het verplicht bod.<sup>9</sup> Anderen pleiten daarentegen voor handhaving van het verplicht bod bij de Ondernemingskamer.<sup>10</sup>

## Evaluatie

De afgelopen maanden zijn diverse belanghebbenden c.q. betrokkenen uitgenodigd om hun visie c.q. standpunt naar voren te brengen over de systematiek van handhaving van de biedplicht. Er hebben gesprekken plaatsgevonden met de AFM, de Ondernemingskamer, rechtsgeleerden (prof. mr. M.P. Nieuwe Weme en mr. J.H.L. Beckers), alsmede vertegenwoordigers van aandeelhouders (de VEB en Eumedion), beursonderne-

<sup>4</sup> Financial Sector Assessment Program Update the Kingdom of the Netherlands – Netherlands, IOSCO Principles and Objectives of Securities Regulation, Detailed Assessment of Observance, June 2011, 22 juli 2011, no. 11/204.

<sup>5</sup> Kamerstuk 32 013, nr. 16, p. 6/7.

<sup>6</sup> Kamerstuk 32 545, nr. 10, bijlage.

<sup>7</sup> Kamerstuk 32 545, nr. 10, bijlage.

<sup>8</sup> Appendix A uit de Guidance van ESMA van 12 november 2013, ESMA/2013-1642, [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1642\\_esma\\_public\\_statement\\_-\\_information\\_on\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert\\_under\\_the\\_takeover\\_bids\\_directive.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1642_esma_public_statement_-_information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_takeover_bids_directive.pdf), p. 8/9.

<sup>9</sup> Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme in Handboek openbaar bod, Serie Onderneming & Recht deel 46, Kluwer, Deventer, 2008 en mr. J.H.L. Beckers en C.J.C. De Brauw in het Financieele Dagblad van 12 april 2014.

<sup>10</sup> Mr. J.H.M. Willems in Handboek openbaar bod, Serie Onderneming & Recht deel 46, Kluwer, Deventer, 2008.

mingen (de VEUO en VNO-NCW) en een afspiegeling van advocaten die met regelmaat bieders en/of doelvennootschappen bijstaan bij overnamebiedingen (verbonden aan de advocatenkantoren Allen & Overy, Clifford Chance, De Brauw Blackstone Westbroek, Freshfields Bruckhaus Deringer, NautaDutilh, en Stibbe). Tevens is gesproken met het Ministerie van Veiligheid en Justitie en de Commissie vennootschapsrecht.

Tijdens de evaluatie is aan belanghebbenden c.q. betrokkenen de vraag voorgelegd hoe de huidige bevoegdheidsverdeling tussen de Ondernemingskamer en de AFM bij het verplicht bod naar hun oordeel functioneert en of er naar hun oordeel aanleiding is om de bevoegdheidsverdeling te wijzigen en zo ja, op welke wijze.

#### *Bescherming minderheidsaandeelhouders geborgd*

Alle belanghebbenden onderschreven dat de regeling van het verplichte openbaar bod is ingevoerd ter bescherming van minderheidsaandeelhouders en dat de regeling in dat opzicht (goed) functioneert: de positie van de minderheidsaandeelhouders is naar hun oordeel geborgd. Weliswaar gaven enkele partijen aan dat aandeelhouders in een beginstadium niet altijd optimaal zicht hebben op de vraag of er sprake is van «handelen in onderling overleg», maar tegelijkertijd werd gesignaleerd dat de aandeelhouders afdoende in staat zijn om hun verantwoordelijkheid te nemen bij het afdwingen van een verplicht bod en hiertoe ook bereid zijn. Dat er tot op heden nog geen zaak bij de Ondernemingskamer ter handhaving van het verplicht bod is aangebracht, doet hieraan volgens veel belanghebbenden niet af. Van de enkele mogelijkheid om via de Ondernemingskamer een verplicht bod af te dwingen kan een preventieve werking uitgaan. Zo brachten aandeelhouders naar voren dat zij potentiële bieders c.q. andere aandeelhouders ertoe hebben bewogen om een verplicht bod uit te brengen of de zeggenschap binnen de zogenoemde gratieperiode af te bouwen, door te wijzen op een mogelijke gang naar de Ondernemingskamer. Hierbij kwam tevens naar voren dat aandeelhouders én effectenuitgevende ondernemingen hechten aan een zelfstandige bevoegdheid om een verzoek tot handhaving van de biedplicht bij de Ondernemingskamer in te dienen en er mede om die reden geen voorstander van zijn om de handhaving van de biedplicht over te hevelen van de Ondernemingskamer naar de AFM.

#### *Gesignaleerde knelpunten*

Wel werden enkele knelpunten gesignaleerd. (Advocaten van) bieders en doelvennootschappen zouden graag op voorhand informeel (en vertrouwelijk) overleg willen voeren over de vraag of er al dan niet sprake is van «handelen in onderling overleg» c.q. de uitleg van de verplicht bod-regeling. Dit is niet mogelijk bij een rechterlijke instantie als de Ondernemingskamer die uitsluitend uitspraak doet in een aanhangig gemaakte zaak. In ons omringende landen bestaat een dergelijke mogelijkheid van voorafgaande «guidance» bij een (bestuursrechtelijke) toezichthouder wel. In de praktijk lijken betrokkenen er uit te komen, maar de genodigde advocaten en wetenschappers hebben aangegeven dat er wellicht sprake zou kunnen zijn van minder efficiënt vormgegeven (overname)structuren. Daarbij zouden partijen – gelet op de rechtsonzekerheid – grote voorzichtigheid betrachten en in het uiterste geval zelfs afzien van een overname. Ook is naar voren gebracht dat voornoemde standaard van ESMA met verduidelijking over het begrip «handelen in onderling overleg» onvoldoende doorwerking zou hebben in Nederland. Tot slot werd door sommigen geopperd dat handhaving van de biedplicht door de Ondernemingskamer op gespannen voet zou staan met de Overnamerichtlijn nu er geen actieve toezichthouder (voorafgaand)

toezicht houdt op de vraag of er sprake is van een verplicht bod.<sup>11</sup> Ondanks deze knelpunten gaven de meeste betrokkenen aan, dat ze de voorkeur geven aan de Ondernemingskamer als handhavende instantie, mede gelet op de civielrechtelijke aard van de materie.

Ter adressering van de gesignaleerde knelpunten zijn diverse oplossingsrichtingen aan de orde gekomen, zoals:

- (i) de AFM de bevoegdheid te geven ontheffing van de biedplicht te verlenen;
- (ii) de AFM een oordeel te laten vellen over het bestaan van de biedplicht in de vorm van een feitelijke constatering en het vervolgens aan betrokkenen, als aandeelhouders en doelvenootschappen, over te laten om de biedplicht al dan niet via de Ondernemingskamer af te dwingen;
- (iii) de AFM de bevoegdheid te geven om een verzoek tot handhaving van de biedplicht in te dienen bij de Ondernemingskamer; en
- (iv) het bestaande Vrijstellingsbesluit uit te breiden met nieuwe vrijstellingen van het verplicht bod.

Bij al deze opties werden ook diverse kanttekeningen c.q. nadelen geschetst en opgeworpen. Kern daarvan is dat het de vraag is of deze voorstellen de gesignaleerde knelpunten in afdoende mate zouden (kunnen) adresseren. Zo kan bij de opties (i) en (ii) (ontheffingsbevoegdheid AFM en feitelijk vooronderzoek AFM) de kanttekening worden geplaatst dat de AFM hiermee (indirect) zelfstandig een oordeel zal moeten vormen over het bestaan van een eventuele biedplicht, terwijl dit is voorbehouden aan de Ondernemingskamer. Dit betekent dat er twee trajecten naast elkaar kunnen gaan lopen (een bestuursrechtelijk traject bij de AFM enerzijds en een civielrechtelijk traject bij de Ondernemingskamer anderzijds) met een potentieel verschillende uitkomst. Dit draagt niet bij aan de rechtszekerheid. Daarnaast kan dit afbreuk doen aan de reputatie van zowel de AFM als de Ondernemingskamer ingeval van een andersluidend oordeel door de Ondernemingskamer. Bij optie (iii) (mogelijkheid AFM van verzoekprocedure bij de Ondernemingskamer) werd met name het risico op «free-rider gedrag» van aandeelhouders gesignaleerd. Een aandeelhouder zou mogelijk – vooral in de iets minder duidelijke gevallen – geneigd kunnen zijn om de AFM een handhavingsverzoek te laten indienen bij de Ondernemingskamer met alle kosten (van onderzoek e.d.) van dien, terwijl de aandeelhouder het meest in haar belang wordt getroffen en het beste in staat is haar belangen te behartigen. Daarbij zou een dergelijke verzoekmogelijkheid de gesignaleerde knelpunten onvoldoende adresseren. Tot slot werd bij optie (iv) (uitbreiding van de vrijstellingen) naar voren gebracht dat een dergelijke aanpassing doorgaans zal achterlopen op de praktijk omdat de vraag of er al dan niet sprake is van «handelen in onderling overleg» zeer casuïstisch is en wet- en regelgeving dit niet tijdig kan adresseren.

---

<sup>11</sup> De Europese Commissie heeft de (implementatie van de) Overnamerichtlijn onderzocht in het licht van de ervaring die met de toepassing ervan is opgedaan. Op 28 juni 2012 heeft de Commissie het evaluatierapport uitgebracht. Hierin heeft de Europese Commissie geconcludeerd dat de Overnamerichtlijn over het algemeen naar behoren functioneert en geen aanpassing behoeft. Stakeholders bleken over het algemeen tevreden te zijn met de duidelijkheid van de regels en de toereikendheid van de handhaving. Wel zag de Europese Commissie aanleiding voor verduidelijking op enkele onderdelen danwel nader onderzoek c.q. nadere stappen. In dit verband zag de Commissie aanleiding voor verduidelijking van het begrip «handelen in onderling overleg» in Europees verband. Hierop heeft ESMA in 2013 een standaard («public statement») gepubliceerd ter verduidelijking van het begrip «handelen in onderling overleg».

## Bevindingen

Uit de evaluatie en overleggen met diverse belanghebbenden is naar voren gekomen dat er geen ideale inrichting van het toezicht op de biedplicht is. Alle varianten kennen (in meer of mindere mate) voor- en nadelen.

Wat voorop staat is dat de regeling van het verplichte openbaar bod is ingevoerd ter bescherming van (minderheids)aandeelhouders en naar het oordeel van belanghebbenden in dat opzicht goed functioneert. Gelet hierop bestaat er naar mijn oordeel geen aanleiding voor een fundamentele stelselwijziging waarbij de handhaving van de biedplicht wordt overgeheveld van de Ondernemingskamer naar de AFM. Dit geldt temeer nu het merendeel van de gehoorde betrokkenen de voorkeur geeft aan handhaving van het verplicht bod door de Ondernemingskamer, mede gelet op de aard van de civielrechtelijke materie en de omvangrijke belangen die hiermee gemoeid zijn. De gronden die destijds ten gronde lagen aan de keuze voor de Ondernemingskamer, gelden ook nu nog.

Resteert de vraag of er andere aanpassingen moeten worden aangebracht in de wetsystematiek c.q. het stelsel van het toezicht op de biedplicht. Er zijn tijdens de evaluatie diverse mogelijke aanpassingen aangedragen, zoals het verlenen van een bevoegdheid aan de AFM om een ontheffing te verlenen en een verzoek tot handhaving van de biedplicht bij de Ondernemingskamer in te dienen. Hieraan kleven nadelen die afbreuk kunnen doen aan de handhaving van de biedplicht door de Ondernemingskamer danwel de gesignaleerde knelpunten niet in voldoende mate zouden adresseren. Daarbij is van belang dat onvoldoende vast is komen te staan dat een rol voor de AFM gerechtvaardigd c.q. noodzakelijk is ter borging van het publiek belang. Een biedplicht van een aandeelhouder die overwegende zeggenschap heeft verkregen is gerechtvaardigd vanuit het oogpunt van bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het ligt voor de hand dat het aan de rechthebbenden zelf is om te bepalen of zij hun rechten willen uitoefenen en verplichtingen nagekomen willen zien. Indien geen van de betrokkenen bij de vennootschap er behoefte aan heeft een verplicht bod af te dwingen, valt moeilijk in te zien met welk recht vanuit bestuursrechtelijk oogpunt daartegen zou moeten worden opgetreden. Het is aan direct betrokkenen zelf, zoals aandeelhouders en doelvennootschappen, om hun belangen te behartigen. (Vertegenwoordigers van) deze betrokkenen geven aan dat ze deze verantwoordelijkheid willen en kunnen nemen. Een uitbreiding van het Vrijstellingsbesluit met vrijstellingen van het verplicht bod, zie ik evenmin als gereede oplossing. Het overnameproces is dynamisch en casuïstisch. Een uitbreiding van wet- en regelgeving kan eventuele casuïstische aspecten naar mijn idee onvoldoende adresseren. Daarbij acht ik van belang dat uit de evaluatie naar voren is gekomen dat de (overname)praktijk er uitkomt ondanks het ontbreken van de mogelijkheid van voorafgaand overleg met een toezichthouder. De genodigde advocaten en wetenschappers hebben naar voren gebracht dat de huidige inrichting van het toezicht op de biedplicht ten koste kan gaan van de efficiëntie. Ook is het mogelijk dat de (overname)markt (te) grote voorzichtigheid betracht om te voorkomen dat de 30%-grens van overwegende zeggenschap wordt benaderd. Een rol voor de AFM brengt echter ook kosten met zich. Daarnaast lijkt (enige) voorzichtigheid in dit verband, gelet op de omvangrijke belangen die met overnames gemoeid zijn en het oogmerk van de verplicht bod-regeling, niet onoverkomelijk. Indien in de praktijk breed gedeelde behoefte blijkt te bestaan om voor bepaalde situaties meer duidelijkheid te creëren via een vrijstelling van de biedplicht, ben ik bereid hierover het gesprek met relevante partijen aan te gaan. Tot slot ga ik nog in op de doorwerking van de ESMA-standaard met betrekking tot het begrip «handelen in onderling

overleg». Deze «guidance» van ESMA biedt de markt meer duidelijkheid over de uitleg van de verplicht bod-regeling. Deze standaard vormt een weergave van staande Europese praktijk in dit kader c.q. geeft de stand van het Europese denken in dit verband weer. Mede gelet hierop ligt het in de rede dat de Ondernemingskamer ingeval van een verzoek strekkende tot handhaving van de biedplicht deze Europese standaard betreft bij haar overwegingen. In die zin maakt de ESMA-standaard deel uit van het toepasselijke normenkader van de verplicht bod-regeling.

Samenvattend geeft de evaluatie mij geen aanleiding tot het treffen van maatregelen. De regeling van het verplicht openbaar bod is er op gericht minderheidsaandeelhouders te beschermen en de regeling functioneert in dat opzicht goed. Aan door geraadpleegde partijen gesuggereerde aanpassingen van de wetsystematiek c.q. het stelsel van het toezicht op de biedplicht zijn nadelen verbonden terwijl onvoldoende naar voren is gekomen dat deze aanpassingen gerechtvaardigd c.q. noodzakelijk zijn ter borging van het publiek belang. Indien in de praktijk breed gedeelde behoefte blijkt te bestaan om voor bepaalde situaties meer duidelijkheid te creëren via een vrijstelling van de biedplicht, ben ik bereid hierover het gesprek met relevante partijen aan te gaan.

De Minister van Financiën,  
J.R.V.A. Dijsselbloem