

VOORWOORD

Op 24 november 2016 promoveerde mr. J.H.L. Beckers aan de Radboud Universiteit Nijmegen op zijn studie naar “acting in concert” in het kader van het verplicht bod op effecten. Prof. mr. drs. M.P. Nieuwe Weme en prof. mr. G. van Solinge traden op als promotoren. Het proefschrift verschijnt hierbij als deel 136 van de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

Acting in concert is een specifiek onderdeel van de verplicht bod-regeling. De regeling verplicht degene die 30% of meer van de stemrechten in een Nederlandse beursvennootschap kan uitoefenen, tot het doen van een openbaar bod op alle effecten die niet in zijn bezit zijn; het verplicht bod moet worden gedaan tegen een wettelijk gereguleerde “billijke prijs”. Bij acting in concert gaat het in essentie om de vraag onder welke omstandigheden samenwerkende aandeelhouders biedplichtig kunnen worden. De verschillende deel- en vervolgvragen zijn echter talrijk en complex.

De acting in concert-regeling staat volop in de belangstelling. De Nederlandse wettelijke regeling die in 2007 tot stand kwam ter uitvoering van de EU-overname-richtlijn is sindsdien niet materieel gewijzigd, maar een rustig bezit is zij allerminst. Zo heeft de Europese koepelorganisatie van effectenmarkttoezichthouders ESMA eind 2013 op aandringen van de Europese Commissie beleidsregels betreffende acting in concert vastgesteld, maar die geven maar gedeeltelijk antwoord op de vele vragen.

In Beckers’ onderzoek vallen drie kernthema’s te onderscheiden. Het eerste is de onduidelijkheid van de acting in concert-regeling, die inmiddels bijna kenmerkend is geworden. En dit terwijl de sanctie op schending van de biedplicht zeer ingrijpend is; een verplicht bod op een Nederlands beursfonds kan snel in de miljarden lopen en is bovendien aan beperkingen gebonden. Het tweede kernthema stelt de vraag aan de orde of de acting in concert-regeling niet moet worden begrensd om te voorkomen dat aandeelhouders niet meer kunnen of durven te samenwerken. Een te strenge – of onduidelijke – regeling kan negatieve gevolgen hebben voor de corporate governance van beursvennootschappen. Beckers beargumenteert dat dit een reëel probleem is en presenteert een doordacht criterium om tot de gewenste begrenzing te komen. Het derde kernthema uit het onderzoek betreft het in Nederland gekozen systeem van toezicht en handhaving door de rechter; hoewel van belang voor het verplicht bod als zodanig, speelt dit in het bijzonder bij acting in concert een belangrijke rol. Volgens Beckers moet het huidige systeem heroverwogen worden.

Het onderzoek is geschreven met aandacht voor de behoeften van de praktijk. Alle vraagstukken passeren de revue en worden diepgaand geanalyseerd, waar relevant mede in het licht van buitenlands recht. Deze rechtsvergelijking komt niet alleen van pas in de talloze concrete situaties waarin de acting in concert-regeling voor problemen zorgt, maar ook ten aanzien van de meer dogmatische onderwerpen. Zo is het de

vraag of het huidige doelcriterium niet moet worden vervangen door een meer resultaat-georiënteerd criterium (hoofdstuk 6) en in hoeverre de duur van de samenwerking een relevante factor moet zijn (hoofdstuk 10).

Dit proefschrift past goed in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut. Het weerbarstige onderwerp wordt systematisch en op heldere wijze geanalyseerd. De inleidende beschouwingen over aandeelhouderssamenwerking en de betekenis daarvan voor de corporate governance binnen beursvennootschappen bieden veel stof tot nadenken en nodigen uit tot wetenschappelijk vervolgonderzoek. Wij zijn ervan overtuigd dat daarnaast de praktijk – in het bijzonder beursvennootschappen, (institutionele) beleggers en hun adviseurs – met deze studie een belangrijke leidraad in handen hebben.

G. van Solinge
M. van Olffen
M.P. Nieuwe Weme
C.D.J. Bulten

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	V
Hoofdstuk 1. Inleiding	1
1.1 Introductie van het onderwerp	1
1.1.1 Verplicht bod	1
1.1.2 De acting in concert-regeling inzake het verplicht bod	2
1.2 Aanleiding en achtergrond van het onderzoek	2
1.3 Doelstelling van het onderzoek	7
1.4 Terminologie	7
1.5 Rechtsvergelijking	9
1.6 Afbakening	10
1.6.1 Andere acting in concert-regels	10
1.6.1.1 Algemeen	10
1.6.1.2 De acting in concert-regeling in het kader van de meldingsplicht	11
1.6.2 Overig	13
Hoofdstuk 2. Aandeelhouderssamenwerking en corporate governance	15
2.1 Inleiding	15
2.2 Motieven voor samenwerking	15
2.2.1 Inleiding	15
2.2.2 Krachtenbundeling	16
2.2.2.1 Inleiding	16
2.2.2.2 Krachtenbundeling gericht op zeggenschap	16
2.2.2.3 Economische krachtenbundeling	17
2.2.3 Kostenbesparing	18
2.2.4 Informatievergaring	19
2.2.5 Omzeilen van wettelijke of statutaire regels	19
2.2.6 Samenwerking of transactie?	19
2.3 Instrumenten voor samenwerking	20
2.3.1 Inleiding	20
2.3.2 Overeenkomsten	20
2.3.3 Trusts en soortgelijke structuren	21
2.3.4 Volmachten	21
	IX

2.3.5	Synthetische instrumenten	22
2.3.6	Aandeelhoudersplatformen	23
2.3.7	De aandeelhouderscommissie en andere vormen van vertegenwoordiging	24
2.4	Aandeelhouderssamenwerking en corporate governance	25
2.4.1	Inleiding	25
2.4.2	Het klassieke corporate governance-probleem: effectief toezicht op het bestuur door aandeelhouders	26
2.4.2.1	Inleiding	26
2.4.2.2	De kern van het probleem	26
2.4.2.3	Waarom institutionele beleggers niet in staat zijn gebleken het probleem op te lossen	28
2.4.3	Oplossingsrichtingen en de rol van aandeelhouderssamenwerking daarin	31
2.4.3.1	Inleiding	31
2.4.3.2	Market for corporate control	32
2.4.3.3	Zeggenschap	34
2.4.3.4	Participatie	35
2.4.3.5	Engagement	36
2.4.4	Aandeelhouderssamenwerking en corporate governance in de economische literatuur	38
2.4.4.1	Inleiding	38
2.4.4.2	Economische modellen	38
2.4.4.3	Empirische ondersteuning	41
2.5	Conclusie	44
 Hoofdstuk 3. Europese achtergrond acting in concert-regeling		 45
3.1	Inleiding	45
3.2	De totstandkoming van de acting in concert-regels uit de Overnamerichtlijn	45
3.3	De mate van harmonisatie met betrekking tot acting in concert	49
3.3.1	Inleiding	49
3.3.2	Mate van harmonisatie Overnamerichtlijn	50
3.3.3	De toelaatbaarheid van strengere acting in concert-regels	51
3.3.4	De toelaatbaarheid van soepelere acting in concert-regels	53
3.3.4.1	Inleiding	53
3.3.4.2	In hoeverre is versoepeling toegestaan?	53
3.3.4.3	Op welke wijze kunnen de acting in concert-regels worden versoepeld?	55

3.4	Richtlijnconforme interpretatie	57
3.4.1	Inleiding	57
3.4.2	Richtlijnconforme interpretatie en minimumharmonisatie	57
3.4.3	Richtlijnconforme interpretatie en de rechtszekerheid	58
3.5	Kunnen minderheidsaandeelhouders zich in het kader van de biedplicht op de Overnamerichtlijn beroepen?	59
3.5.1	Inleiding	59
3.5.2	Geen directe werking	60
3.5.3	Indirecte horizontale werking?	61
3.5.3.1	Inleiding	61
3.5.3.2	Verplichting tot richtlijnconforme interpretatie	61
3.5.3.3	Algemene beginselen van EU-recht en art. 3 lid 1 sub a Overnamerichtlijn	62
3.6	Europese guidance inzake acting in concert	64
3.7	Conclusie	65
	Hoofdstuk 4. Ratio acting in concert-regeling	67
4.1	Inleiding	67
4.2	Ratio verplicht bod	67
4.2.1	Inleiding	67
4.2.2	Grondslagen	68
4.2.2.1	Inleiding	68
4.2.2.2	Voorkomen van machtsmisbruik	68
4.2.2.3	Evenredige verdeling van de controlepremie	69
4.2.3	Cumulatieve of alternatieve grondslagen?	72
4.3	Ratio acting in concert	73
4.3.1	Inleiding	73
4.3.2	Het anti-misbruikarakter van de acting in concert-regeling	73
4.3.3	De grondslagen van de biedplicht bij offensief acting in concert	74
4.3.3.1	Inleiding	74
4.3.3.2	Voorkomen van machtsmisbruik	74
4.3.3.3	Evenredige verdeling van de controlepremie	76
4.3.4	De grondslagen van de biedplicht bij defensief acting in concert	77
4.3.4.1	Inleiding	77
4.3.4.2	Voorkomen van machtsmisbruik	77
4.3.4.3	Evenredige verdeling van de controlepremie	79
4.3.4.4	Gevolgen onduidelijke ratio defensief acting in concert	81
4.4	Conclusie	82

Hoofdstuk 5. Nederlandse en buitenlandse acting in concert-regelingen	83
5.1 Inleiding	83
5.2 Nederland	84
5.2.1 Verplicht bod-regeling	84
5.2.2 Acting in concert-regeling	84
5.2.2.1 Inleiding	84
5.2.2.2 Elementen	85
5.2.3 Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	87
5.2.4 Vrijstelling en ontheffing	87
5.2.5 Toezicht en handhaving	88
5.3 Verenigd Koninkrijk	89
5.3.1 Verplicht bod-regeling	89
5.3.2 Acting in concert-regeling	90
5.3.2.1 Inleiding	90
5.3.2.2 Elementen	91
5.3.3 Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	96
5.3.4 Vrijstelling en ontheffing	97
5.3.5 Toezicht en handhaving	98
5.4 Duitsland	99
5.4.1 Verplicht bod-regeling	99
5.4.2 Acting in concert-regeling	100
5.4.2.1 Inleiding	100
5.4.2.2 Elementen	101
5.4.3 Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	106
5.4.4 Vrijstelling en ontheffing	107
5.4.5 Toezicht en handhaving	107
5.5 Frankrijk	108
5.5.1 Verplicht bod-regeling	108
5.5.2 Acting in concert-regeling	110
5.5.2.1 Inleiding	110
5.5.2.2 Elementen	111
5.5.3 Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	115
5.5.4 Vrijstelling en ontheffing	116
5.5.5 Toezicht en handhaving	117
5.6 Italië	118
5.6.1 Verplicht bod-regeling	118
5.6.2 Acting in concert-regeling	120
5.6.2.1 Inleiding	120
5.6.2.2 Elementen	122
5.6.3 Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	125
5.6.4 Vrijstelling en ontheffing	126
5.6.5 Toezicht en handhaving	127

5.7	België	128
5.7.1	Verplicht bod-regeling	128
5.7.2	Acting in concert-regeling	129
5.7.2.1	Inleiding	129
5.7.2.2	Elementen	130
5.7.3	Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	133
5.7.4	Vrijstelling en ontheffing	135
5.7.5	Toezicht en handhaving	135
5.8	Zwitserland	136
5.8.1	Verplicht bod-regeling	136
5.8.2	Acting in concert-regeling	137
5.8.2.1	Inleiding	137
5.8.2.2	Elementen	138
5.8.3	Ontstaan biedplicht wegens acting in concert	140
5.8.4	Vrijstelling en ontheffing	141
5.8.5	Toezicht en handhaving	142
5.9	Conclusie	143
Hoofdstuk 6. Onderwerp van de samenwerking I – het doelcriterium		147
6.1	Inleiding	147
6.2	Het doelcriterium	147
6.2.1	Inleiding	147
6.2.2	Alternatieven voor het doelcriterium	148
6.2.2.1	Inleiding	148
6.2.2.2	Het potentiële resultaat van de samenwerking	148
6.2.2.3	Het werkelijke resultaat van de samenwerking	149
6.2.2.4	Combinatie van het doel en het resultaat van de samenwerking	149
6.2.3	Discussie	151
6.2.3.1	Inleiding	151
6.2.3.2	De strekking van de biedplicht	151
6.2.3.3	Parallel met de gewone biedplicht	152
6.2.3.4	Praktische toepassing	152
6.2.3.5	Rechtspolitiek	156
6.2.3.6	Rechtsvergelijking	157
6.2.4	Synthese	157
6.3	De toepassing van het doelcriterium	157
6.3.1	Inleiding	157
6.3.2	Gaat het om een gezamenlijk doel?	157

6.3.3	Gaat het om de gezamenlijke overwegende zeggenschap als doel?	158
6.3.4	Wanneer is sprake van het doel overwegende zeggenschap te verwerven dan wel een openbaar bod te dwarsbomen?	159
6.4	Het vaststellen van het doel van de samenwerking	159
6.4.1	Inleiding	159
6.4.2	Uitleg van het doel aan de hand van objectieve maatstaven	160
6.4.3	Relevante feiten en omstandigheden	161
6.4.3.1	Inleiding	161
6.4.3.2	De tekst van de overeenkomst	162
6.4.3.3	De uitvoering van de overeenkomst	163
6.4.3.4	Overige feiten en omstandigheden	164
6.4.4	De beperkte betekenis van transparantieregels bij het achterhalen van het doel van de samenwerking	166
6.4.4.1	Inleiding	166
6.4.4.2	Transparantie op grond van de Wft	166
6.4.4.3	Transparantie op grond van het vennootschapsrecht	170
6.4.4.4	Transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers	171
6.4.5	De rol van de rechter	172
6.5	Conclusie	173
Hoofdstuk 7. Onderwerp van de samenwerking II – offensief acting in concert		175
7.1	Inleiding	175
7.2	Normadressaten	175
7.2.1	Inleiding	175
7.2.2	Overnamerichtlijn	176
7.2.3	Nederland	177
7.3	Het begrip “overwegende zeggenschap” bij acting in concert	178
7.3.1	Inleiding	178
7.3.2	Overwegende zeggenschap als formeel controlecriterium in art. 5:70 Wft	179
7.3.3	Overwegende zeggenschap in de acting in concert-definitie (art. 1:1 Wft)	180
7.3.3.1	Inleiding	180
7.3.3.2	Discussie	180
7.3.3.3	Conclusie: een begrip, twee interpretaties	185

7.4	Invulling van het begrip overwegende zeggenschap bij acting in concert: afwegingen en uitgangspunten	186
7.4.1	Inleiding	186
7.4.2	De noodzaak van een nieuw materieel controlecriterium	186
7.4.2.1	Inleiding	186
7.4.2.2	ESMA-white list is nuttig, maar beperkt	187
7.4.2.3	Het bestaande begrippenkader is ongeschikt	191
7.4.3	Randvoorwaarden voor het materiële controlecriterium	192
7.4.3.1	Inleiding	192
7.4.3.2	Het materiële controlecriterium moet bescherming van minderheidsaandeelhouders waarborgen	192
7.4.3.3	Het materiële controlecriterium moet samenwerking niet nodeloos hinderen	194
7.4.3.4	Het materiële controlecriterium moet praktisch hanteerbaar en zoveel mogelijk voorspelbaar zijn	199
7.4.3.5	Synthese	200
7.5	Invulling van het begrip overwegende zeggenschap bij acting in concert: de inhoud en toepassing van het materiële controlecriterium (wenselijk recht)	205
7.5.1	Inleiding	205
7.5.2	Uitoefenen	205
7.5.3	Doorslaggevende invloed	205
7.5.3.1	Inleiding	205
7.5.3.2	Motivering	205
7.5.3.3	Toepassing	207
7.5.4	Besluiten	208
7.5.4.1	Inleiding	208
7.5.4.2	Besluiten	208
7.5.4.3	Aandeelhoudersbesluiten en bestuursbesluiten	208
7.5.5	Identiteit of karakter van de vennootschap	211
7.5.5.1	Inleiding	211
7.5.5.2	Uitleg	211
7.5.5.3	Toepassing	212
7.5.6	Strategie van de verbonden onderneming	216
7.5.6.1	Inleiding	216
7.5.6.2	Uitleg	216
7.5.6.3	Toepassing	217
7.6	Invulling van het begrip overwegende zeggenschap bij acting in concert: de vormgeving van het materiële controlecriterium (wenselijk recht)	229
7.7	Conclusie	230

Hoofdstuk 8. Onderwerp van de samenwerking III – defensief acting in concert	231
8.1 Inleiding	231
8.2 Normadressaten	232
8.2.1 Inleiding	232
8.2.2 Aandeelhouders doelvennootschap	232
8.2.3 Doelvennootschap	233
8.2.4 Aandeelhouders bieder	234
8.3 De beperking tot samenwerking met de doelvennootschap	235
8.4 De beperking tot aangekondigde openbare biedingen in de zin van art. 5 Bob Wft	236
8.4.1 Inleiding	236
8.4.2 Aangekondigd openbaar bod in de zin van art. 5 Bob Wft	236
8.4.3 Gevolgen voor de reikwijdte van defensief acting concert	238
8.4.4 Toelaatbaarheid onder de Overnamerichtlijn	239
8.5 Dwarsbomen	241
8.5.1 Inleiding	241
8.5.2 Dwarsbomen: algemeen	241
8.5.3 Dwarsbomen: enkele gevallen uitgelicht	242
8.5.3.1 Inleiding	242
8.5.3.2 Emissie van beschermings aandelen in geval van een onvriendelijk openbaar bod	243
8.5.3.3 Emissie van beschermings aandelen in geval van aandeelhoudersactivisme	245
8.5.3.4 Verlening enquêtebevoegdheid aan een derde	248
8.5.3.5 Certificering	248
8.5.3.6 Alternatief bod (white knight)	249
8.5.3.7 Standstill-overeenkomst	252
8.5.3.8 Stichting belangenbehartiging	252
8.5.4 Dwarsbomen door een bewust onbeschermd venootschap (BOB) (art. 2:359b BW)	253
8.6 Conclusie	256
Hoofdstuk 9. Vorm van de samenwerking	257
9.1 Inleiding	257
9.2 Overeenkomst in de zin van art. 6:213 BW	258
9.3 Nadere analyse van het overeenkomst-vereiste bij samenwerking door aandeelhouders	259
9.3.1 Inleiding	259
9.3.2 Wilsovereenstemming als ondergrens	260

9.3.3	Geen bindende overeenkomst of afdwingbare verbintenis vereist	261
9.3.4	Voorwaardelijke verbintenissen	262
9.3.5	Geen “onderling afgestemde feitelijke gedragingen”	263
9.3.5.1	Inleiding	263
9.3.5.2	Onderling afgestemde feitelijke gedragingen	263
9.3.5.3	Moeten onderling afgestemde feitelijke gedragingen binnen het acting in concert-kader worden gebracht?	265
9.3.6	Praktijksituaties	266
9.3.6.1	Inleiding	266
9.3.6.2	“Wolf packs”	266
9.3.6.3	Informatie-uitwisseling en standpuntbepaling	269
9.3.6.4	Overleg en de verplichting tot vooroverleg	269
9.3.6.5	Lobbyen	270
9.3.6.6	Volmachtverlening	271
9.3.6.7	Het volgen van stemadviezen	271
9.3.6.8	Derivaten (repo’s, equity swaps en CFD’s)	272
9.3.6.9	Opties	273
9.4	Het bewijzen van samenwerking	274
9.4.1	Inleiding	274
9.4.2	Verdeling en omvang van de bewijslast	274
9.4.3	Waardering van het bewijs, stelplicht en bewijsaanbod	275
9.4.4	Bewijs van onderling overleg; relevante feiten en omstandigheden	278
9.4.5	Bewijsgaring door minderheidsaandeelhouders	279
9.4.5.1	Inleiding	279
9.4.5.2	Beperkte beschikbaarheid van publieke informatie	279
9.4.5.3	Mogelijkheden voor bewijsgaring in rechte	280
9.4.5.4	Een rol voor de AFM	282
9.5	Conclusie	283
Hoofdstuk 10. Duur van de samenwerking		285
10.1	Inleiding	285
10.2	De duur van de samenwerking naar huidig recht	285
10.2.1	Inleiding	285
10.2.2	De Nederlandse acting in concert-regeling kent het duurzaamheids criterium niet	286
10.2.3	Korte rechtsvergelijking	287
10.3	Waarom het duurzaamheids criterium niet geschikt is	288
10.3.1	Inleiding	288
10.3.2	Het verband tussen de duur van de samenwerking en controleverwerving	288

10.3.2.1	Inleiding	288
10.3.2.2	Uitgangspunt: doorgaans is voor controleverwerving duurzame samenwerking nodig	288
10.3.2.3	Echter: ook incidentele samenwerking kan tot controleverwerving leiden	293
10.3.3	De Overnamerichtlijn	298
10.3.4	Corporate governance	298
10.3.5	Incidentele overschrijding van de zeggenschapsdrempel (art. 5:72 lid 1 Wft)	299
10.3.6	Externe rechtsvergelijking	300
10.3.7	Interne rechtsvergelijking (meldingsplicht)	301
10.3.8	Rechtszekerheid	301
10.3.9	Wetssystematiek	302
10.3.10	De toepassing van het duurzaamheids criterium	302
10.3.10.1	Inleiding	302
10.3.10.2	Mogelijke aanknopingsfactoren	302
10.3.10.3	Afbakening duurzame en incidentele samenwerking	309
10.3.10.4	Beoordeling ex post	310
10.4	Conclusie	311
 Hoofdstuk 11. Vermoedens van acting in concert		 313
11.1	Inleiding	313
11.2	De functies van een vermoeden van acting in concert	313
11.3	Acting in concert in concernverhoudingen	314
11.3.1	Inleiding	314
11.3.2	Het aansluiten bij de jaarrekeningrechtelijke consolidatiecriteria	315
11.3.3	Categorie 1: rechtspersonen of vennootschappen die met elkaar deel uitmaken van een groep (art. 2:24b BW)	317
11.3.3.1	Inleiding	317
11.3.3.2	Consolidatiecriteria	317
11.3.3.3	Aandachtspunten voor het vermoeden van acting in concert	318
11.3.4	Categorie 2a: dochtermaatschappij als bedoeld in art. 2:24a BW	320
11.3.4.1	Inleiding	320
11.3.4.2	Consolidatiecriteria	320
11.3.4.3	Aandachtspunten voor het vermoeden van acting in concert	322
11.3.5	Categorie 2b: ondernemingen waarover een persoon overheersende zeggenschap heeft	325

11.3.5.1	Inleiding	325
11.3.5.2	Consolidatiecriteria	325
11.3.5.3	Aandachtspunten voor het vermoeden van acting in concert	327
11.4	Andere mogelijke acting in concert-vermoedens	328
11.4.1	Inleiding	328
11.4.2	Gevallen waarvoor een vermoeden van acting in concert zou moeten gelden en de juridische basis voor uitbreiding	328
11.4.2.1	Inleiding	328
11.4.2.2	À propos: de juridische basis voor uitbreiding	329
11.4.2.3	Deelgenoten in een gemeenschap	329
11.4.2.4	Echtgenoten/geregistreerd partners	330
11.4.2.5	Bloed- en aanverwanten	330
11.4.2.6	Overheidsinstellingen	331
11.4.3	Gevallen waarvoor geen vermoeden van acting in concert zou moeten gelden	332
11.4.3.1	Bestuurders en commissarissen en “hun” vennootschap	332
11.4.3.2	Oprichters en andere partijen die een bedrijf naar de beurs brengen en daarin een belang houden	333
11.4.3.3	Duurzame samenwerking	333
11.4.3.4	Blanco stemovereenkomsten	334
11.4.3.5	Afgestemde verwerving van aandelen of stemrechten	335
11.4.4	Negatieve vermoedens	335
11.4.4.1	Inleiding	335
11.4.4.2	Duiding	336
11.4.4.3	Negatieve vermoedens in de praktijk	336
11.4.4.4	Analyse	338
11.5	De weerlegbaarheid en weerlegging van vermoedens van onderling overleg	338
11.5.1	Inleiding	338
11.5.2	Weerlegbaarheid van de vermoedens	338
11.5.3	Weerlegging van vermoedens en de feiten waarop zij gebaseerd zijn	340
11.5.3.1	Onweerlegbare vermoedens (huidig recht)	340
11.5.3.2	Weerlegbare vermoedens (wenselijk recht)	340
11.6	Conclusie	341
	Hoofdstuk 12. Toerekening van stemrechten en acting in concert	343
12.1	Inleiding	343
12.2	Toerekening bij acting in concert	343
12.2.1	Inleiding	343
12.2.2	Aan wie kan worden toegerekend?	344

	12.2.3 Eenzijdige of wederzijdse toerekening?	345
	12.2.3.1 Inleiding	345
	12.2.3.2 Drie benaderingen	345
	12.2.3.3 Toerekening naar Nederlands recht	346
	12.2.4 Welke stemrechten kunnen worden toegerekend?	349
	12.2.4.1 Inleiding	349
	12.2.4.2 Stemrechten die worden gehouden in andere beursvennootschappen	349
	12.2.4.3 Toegerekende stemrechten	350
	12.2.4.4 Buiten het samenwerkingsverband gehouden stemrechten	352
	12.2.4.5 Stemrechten die niet uitgeoefend kunnen worden	353
	12.2.4.6 Stemrechten van een partij met een vrijstelling of ontheffing	354
	12.2.5 Omvang van de toerekening	354
	12.2.6 Geen samenloop tussen acting in concert-toerekeningsregels	355
12.3	Alternatieven voor toerekening via acting in concert	355
	12.3.1 Inleiding	355
	12.3.2 Het “kunnen uitoefenen” van stemrechten in de zin van de definitie van overwegende zeggenschap (art. 1:1 Wft)	356
	12.3.2.1 Inleiding	356
	12.3.2.2 Toerekeningsnorm?	356
	12.3.2.3 Reikwijdte	357
	12.3.2.4 Toepassing in acting in concert-situaties	359
	12.3.3 Indirecte of middellijke verwerving van overwegende zeggenschap (art. 5:70 lid 1 Wft)	361
	12.3.4 De definitie van bieder in art. 1:1 Wft	362
12.4	Toerekening in complexe verhoudingen	362
	12.4.1 Toerekening bij samenwerking op holding-niveau	363
	12.4.1.1 Inleiding	363
	12.4.1.2 Vermoeden van onderling overleg van toepassing	363
	12.4.1.3 Vermoeden van onderling overleg niet van toepassing	363
	12.4.2 Toerekening bij samenwerking als (personen)vennootschap	364
	12.4.3 Toerekening bij certificering	365
	12.4.3.1 Inleiding	365
	12.4.3.2 Onderling overleg tussen certificaathouders	366
	12.4.3.3 Vermoeden van onderling overleg tussen AK en certificaathouders	366
	12.4.4 Toerekening bij beleggingsinstellingen	368
	12.4.4.1 Inleiding	368
	12.4.4.2 “Toerekening” aan bewaarder	369

12.4.4.3	Toerekening aan beheerder	370
12.4.4.4	Toerekening aan deelnemers	371
12.4.5	Toerekening bij vermogensbeheer?	372
12.5	Uitzonderingen op de toerekening	373
12.5.1	Inleiding	373
12.5.2	“Disaggregation” à la art. 5:45 lid 11 Wft	373
12.5.2.1	Inleiding	373
12.5.2.2	Toerekening	374
12.5.2.3	Wenselijkheid	375
12.5.2.4	Vormgeving	375
12.5.2.5	Toezicht	377
12.5.2.6	Gevolgen van disaggregation	378
12.5.3	Andere gevallen	379
12.5.3.1	Inleiding	379
12.5.3.2	Wenselijkheid	379
12.5.3.3	Vormgeving	380
12.6	Conclusie	381
Hoofdstuk 13. De biedplicht bij acting in concert		383
13.1	Inleiding	383
13.2	Waardoor ontstaat de biedplicht bij acting in concert?	383
13.2.1	Inleiding	383
13.2.2	Verwerving van overwegende zeggenschap bij acting in concert	384
13.2.2.1	Inleiding	384
13.2.2.2	Verwerving in de zin van art. 5 lid 1 Overnamerichtlijn	384
13.2.2.3	Nederland	387
13.2.3	Modaliteiten van de verwerving van overwegende zeggenschap bij acting in concert	388
13.3	Op welk moment ontstaat de biedplicht bij acting in concert?	389
13.3.1	Inleiding	389
13.3.2	Principe	390
13.3.3	Uitzondering	391
13.4	Op wie rust de biedplicht bij acting in concert?	391
13.4.1	Inleiding	391
13.4.2	Biedplicht voor het samenwerkingsverband zelf?	392
13.4.2.1	Inleiding	392
13.4.2.2	Geen rechtssubjectiviteit	392
13.4.2.3	Wel rechtssubjectiviteit	393
13.4.3	Biedplicht voor de deelnemers	393
13.4.3.1	Inleiding	393
13.4.3.2	In beginsel: hoofdelijkheid	394

13.4.3.3	Verstoring van de hoofdelijkheid: op wie rust dan de biedplicht?	396
13.4.3.4	Keuzevrijheid bij het uitbrengen van het verplicht bod wegens acting in concert?	398
13.5	Conclusie	400
Hoofdstuk 14. Vaststelling van de billijke prijs bij acting in concert		401
14.1	Inleiding	401
14.2	Belangrijke begrippen	401
14.2.1	Inleiding	401
14.2.2	“bieder”	401
14.2.3	“personen die in onderling overleg handelen met de bieder”	403
14.2.4	“verwerving”	405
14.3	De hoogte van de billijke prijs	406
14.3.1	Inleiding	406
14.3.2	Het tijdvak voor de berekening van de hoogte van de billijke prijs	407
14.3.3	Verwerving door personen die met de bieder in onderling overleg handelen (extern)	408
14.3.4	Verwerving van personen die met de bieder in onderling overleg handelen (intern)	408
14.3.5	Indirecte verwerving	409
14.3.6	Het ontbreken van een verwerving door de bieder of personen die met hem in onderling overleg handelen (art. 5:80a lid 3 sub b Wft jo art. 25 lid 2 Bob Wft)	410
14.4	De verhoging van de billijke prijs (art. 5:80a lid 3 sub a Wft en art. 25 lid 1 Bob Wft)	411
14.5	De vorm van de billijke prijs	411
14.5.1	Inleiding	411
14.5.2	Het ruilbod	412
14.5.3	De verplichte cash-component	413
14.6	Openbaarmaking van verwervingen in het kader van de billijke prijs-regels en de rol van acting in concert daarbij	414
14.6.1	Inleiding	414
14.6.2	Bestaande meldingsregelingen rond een openbaar bod en acting in concert	414
14.6.3	Een eigen openbaarmakingsplicht voor de billijke prijs-regeling?	416
14.7	Conclusie	417

Hoofdstuk 15. Vrijstelling en ontheffing	419
15.1 Inleiding	419
15.2 Vrijstellingen naar thans geldend recht	420
15.2.1 Inleiding	420
15.2.2 Vrijstelling krachtens overgangsrecht	420
15.2.2.1 Inleiding	420
15.2.2.2 Vrijstelling voor deelnemers aan een voor 28 oktober 2007 bestaand samenwerkingsverband	420
15.2.2.3 Toetreding tot een bestaand samenwerkingsverband (art. 2 lid 5 Vrijstellingsbesluit)	423
15.2.3 Gratie (art. 5:72 Wft)	428
15.2.3.1 Inleiding	428
15.2.3.2 Verlies van overwegende zeggenschap in acting in concert-verband	429
15.2.3.3 De start van de gratietermijn bij acting in concert	429
15.2.3.4 Voorwaarde a: geen overdracht aan een persoon die een beroep kan doen op art. 5:71 lid 1 Wft	430
15.2.3.5 Voorwaarde b: geen stemrechtuitoefening in de gratieperiode	431
15.2.3.6 De gratiemogelijkheid bij verlies van de vrijstelling voor gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap (art. 5:72 lid 4 Wft)	432
15.2.4 Whitewash (art. 2 lid 1 sub a Vrijstellingsbesluit)	433
15.2.4.1 Inleiding	433
15.2.4.2 De reikwijdte van de vrijstelling bij acting in concert	433
15.2.4.3 Voorwaarden	434
15.2.4.4 Aandeelhoudersactivisme en de whitewash-vrijstelling	435
15.2.5 Gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap I: art. 5:71 lid 1 sub h Wft	436
15.2.5.1 Inleiding	436
15.2.5.2 Ratio	436
15.2.5.3 Het meeste stemrechten-criterium	437
15.2.5.4 Het verval van de vrijstelling van art. 5:71 lid 1 sub h Wft	438
15.2.6 Gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap II: art. 2 lid 2 Vrijstellingsbesluit	440
15.2.6.1 Inleiding	440
15.2.6.2 Ratio	441
15.2.6.3 Reikwijdte	442
15.2.6.4 Voorwaarde: het voldoen aan de biedplicht door een gezamenlijk aangewezen “bieder” uit de eigen gelederen	443

15.2.7	Intra-groepstransacties (art. 5:71 lid 1 sub e Wft)	443
15.2.8	Vrijwillig openbaar bod (art. 5:71 lid 1 sub b Wft)	445
15.2.8.1	Inleiding	445
15.2.8.2	Reikwijdte	446
15.2.8.3	Voorwaarden	450
15.2.9	Underwriting (art. 2 lid 1 sub b Vrijstellingsbesluit)	454
15.2.10	Irrevocables (art. 2 lid 1 sub d Vrijstellingsbesluit)	456
15.2.10.1	Inleiding	456
15.2.10.2	Voorwaarden	457
15.2.10.3	Toepassing in andere transactiestructuren dan een openbaar bod	460
15.2.11	Huwelijk en geregistreerd partnerschap (art. 5:71 lid 1 sub k Wft)	461
15.3	Gevallen waarvoor een vrijstelling zou moeten gelden	461
15.3.1	Inleiding	461
15.3.2	Wijziging in omvang of samenstelling van een bestaand samenwerkingsverband	462
15.3.2.1	Inleiding	462
15.3.2.2	Ratio vrijstelling	462
15.3.2.3	Uitwerking	463
15.3.3	Overgang van individuele naar gezamenlijke overwegende zeggenschap: handelen in onderling overleg met een vrijgestelde houder van overwegende zeggenschap	465
15.3.4	Overgang van gezamenlijke naar individuele overwegende zeggenschap: het uiteenvallen van het samenwerkingsverband	466
15.3.5	Doelvennootschap (defensief acting in concert)	466
15.4	Gevallen waarvoor geen vrijstelling zou moeten (gaan) gelden	468
15.4.1	Inleiding	468
15.4.2	Corporate governance	468
15.4.3	Samenwerking door institutionele beleggers	469
15.5	Oorzaken en gevolgen van het verlies van een vrijstelling	470
15.5.1	Inleiding	470
15.5.2	Oorzaken van het verlies van een vrijstelling	470
15.5.2.1	Inleiding	470
15.5.2.2	Het niet langer voldoen aan de voorwaarden	471
15.5.2.3	Change of control	472
15.5.3	Gevolgen van het verlies van een vrijstelling	472
15.5.3.1	Inleiding	472
15.5.3.2	Ontstaat er een biedplicht en voor wie?	473
15.5.3.3	Wanneer ontstaat de biedplicht? (terugwerkende kracht, gratie en ontheffing)	474

15.6	Ontheffing	475
15.6.1	Inleiding	475
15.6.2	Ontheffing wegens de financiële toestand van de doelvennootschap (art. 5:73 lid 3 Wft)	475
15.6.2.1	Inleiding	475
15.6.2.2	De OK als “toezichhoudende autoriteit” in het kader van de ontheffing	475
15.6.2.3	Verzoekgerechtigden	476
15.6.2.4	Financiële toestand van de doelvennootschap (art. 5:72 lid 3 Wft)	476
15.6.2.5	Omvang ontheffingsbevoegdheid OK	478
15.6.3	Pleidooi voor een ruimere ontheffingsbevoegdheid	478
15.6.3.1	Inleiding	478
15.6.3.2	Ratio	478
15.6.3.3	Uitwerking	479
15.7	Conclusie	479
	Hoofdstuk 16. Toezicht en handhaving	481
16.1	Inleiding	481
16.2	Toezicht	482
16.2.1	Inleiding	482
16.2.2	De “toezichhoudende autoriteit” als bedoeld in art. 4 lid 1 Overnamerichtlijn	482
16.2.3	Het toezicht op de naleving van de biedplicht	483
16.2.3.1	Inleiding	483
16.2.3.2	Huidig recht: geen toezicht	483
16.2.3.3	Waarom alsnog een toezichthouder inzake de biedplicht dient te worden aangewezen	485
16.2.3.4	De AFM als toezichthouder	490
16.2.4	Het toezicht op de naleving van de billijke prijs-regels	491
16.2.4.1	Inleiding	491
16.2.4.2	De OK als “toezichhoudende autoriteit”	491
16.2.4.3	De AFM is wel bevoegd, maar houdt geen toezicht	492
16.2.4.4	Pleidooi voor toezicht door de AFM	493
16.3	Handhaving	494
16.3.1	Inleiding	494
16.3.2	Het handhavingskader in de Overnamerichtlijn en het begrip “toezichhoudende autoriteit”	494
16.3.3	Handhaving door de OK (huidige situatie)	495
16.3.3.1	Inleiding	495
16.3.3.2	De keuze voor civielrechtelijke handhaving door de OK	495
16.3.3.3	Handhaving van de biedplicht door de OK	497

16.3.4	Pleidooi voor handhaving door de AFM (wenselijke situatie)	507
16.3.4.1	Inleiding	507
16.3.4.2	Argumenten	507
16.3.4.3	Uitwerking	509
16.3.5	Guidance met betrekking tot het handhaven van de biedplicht	515
16.3.5.1	Inleiding	515
16.3.5.2	Waarom meer guidance wenselijk is	516
16.3.5.3	Nederland	517
16.3.5.4	EU	520
16.4	Conclusie	525
	Slotbeschouwing	527
	Concluding observations	535
	Literatuur	541
	Rapporten, brochures en andere stukken	575
	Uitspraken en beslissingen	581
	Trefwoorden	591

Hoofdstuk 1

INLEIDING

1.1 Introductie van het onderwerp

1.1.1 *Verplicht bod*

Op 21 april 2004 werd de dertiende Europese richtlijn betreffende het openbaar overnamebod aangenomen (Overnamerichtlijn).¹ Op grond van art. 5 lid 1 Overnamerichtlijn zijn alle lidstaten gehouden een verplicht bod-regeling in te voeren. In de kern dient deze regeling er op neer te komen dat een partij die alleen of gezamenlijk met anderen de controle verkrijgt over een beursvennootschap, verplicht is een bod uit te brengen op de overige effecten van die vennootschap. In Nederland rust de biedplicht op degene die 30% of meer van de stemrechten in een Nederlandse beursvennootschap kan uitoefenen (art. 5:70 Wft en de definitie van “overwegende zeggenschap” in art. 1:1 Wft).

Aangenomen wordt dat de biedplicht ertoe strekt de premie die is betaald bij het verwerven van de controle evenredig over alle aandeelhouders te verdelen (§ 4.2.2.3); die premie zou niet slechts moeten toekomen aan degene die door de verkoop van zijn aandelen aan een ander de controle verschaft. Daarnaast strekt de verplicht bod-regeling tot bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen het gevaar van machtsmisbruik door degene die de controle heeft verworven.² Beide beschermingsdoeleinden worden gerealiseerd door het vereiste dat het verplicht bod wordt uitgebracht tegen een wettelijk gereguleerde “billijke prijs” (art. 5:80a Wft jo art. 25 en 26 Bob Wft).

1 Richtlijn 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 Overweging 2 van de Overnamerichtlijn.

1.1.2 De acting in concert-regeling inzake het verplicht bod

Om de daadwerkelijke invloed van een aandeelhouder in de vennootschap te bepalen en aldus adequate bescherming van minderheidsaandeelhouders³ te garanderen moet rekening worden gehouden met situaties waarin partijen gezamenlijk 30% van de stemrechten kunnen uitoefenen door samen te werken, al dan niet met omzeiling van de biedplicht als doel.⁴ In de Nederlandse regeling is gekozen voor de term “personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld” (definitie art. 1:1 Wft). In dit onderzoek wordt in navolging van de internationale praktijk hoofdzakelijk van *acting in concert* gesproken (§ 1.4).

De acting in concert-regeling is primair gericht op samenwerking door van elkaar onafhankelijke partijen. Hierbij kan worden gedacht aan aandeelhouders die hun stemgedrag in de algemene vergadering op elkaar afstemmen door middel van een stemovereenkomst. Naar Nederlands recht ontstaat een biedplicht wegens acting in concert als partijen samenwerken op basis van een overeenkomst die ertoe strekt overwegende zeggenschap te verwerven of een aangekondigd openbaar bod te dwarsbomen (art. 1:1 Wft, definitie “personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld”). Daarnaast kennen de meeste acting in concert-regelingen een aantal specifieke vermoedens voor afhankelijkheidsverhoudingen. Naar Nederlands recht worden groepsmaatschappijen en natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen en de door hen gecontroleerde ondernemingen “in elk geval” geacht in onderling overleg te handelen (hoofdstuk 11).

1.2 Aanleiding en achtergrond van het onderzoek

De Nederlandse verplicht bod-regeling, waarvan de acting in concert-regels deel uit maken, geldt sinds 28 oktober 2007. Er is inmiddels ruim voldoende ervaring opgedaan om een gedegen evaluatie te kunnen uitvoeren; dit is de eerste aanleiding voor dit onderzoek. Er zijn echter nog meer redenen voor nader onderzoek. Een belangrijke aanleiding voor dit onderzoek is de onduidelijkheid die de acting in concert-regeling kenmerkt; er zijn signalen dat dit in de praktijk voor problemen zorgt (sub I). Een tweede belangrijke aanleiding is dat bij het ontwerpen van de verplicht bod-regeling en de daarin belangrijke acting in concert-regeling enkel aandacht lijkt geweest

3 De ingeburgerde term minderheidsaandeelhouder werkt enigszins verwarrend. Een biedplicht ontstaat (in Nederland) bij het kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten; een minderheidsaandeelhouder kan strikt genomen dus zelf biedplichtig worden. Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme 1999, p. 473 (met verwijzingen).

4 Vgl. eerder Nieuwe Weme 2004, p. 143.

voor de belangen van minderheidsaandeelhouders. Dat is gelet op de ratio van de biedplicht niet verwonderlijk. Echter, deze eenzijdige focus leidt er weliswaar toe dat minderheidsaandeelhouders worden beschermd, maar mogelijk tegen een (te) hoge prijs. Als aandeelhouders niet meer durven samen te werken – door regels die ofwel te streng zijn of onduidelijk (zie sub I) – kan dat er onder meer toe leiden dat bepaalde elementaire corporate governance-verbeteringen niet meer kunnen worden afgedwongen. Dat zou in het nadeel van alle aandeelhouders zijn, inclusief de minderheid die de biedplicht juist beoogt te beschermen, en raakt uiteindelijk ook de aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt (sub II). In de derde plaats wil dit onderzoek het systeem van toezicht en handhaving ter discussie stellen. Er is in Nederland geen toezichthouder belast met het toezicht op de naleving van de biedplicht; dat is aan minderheidsaandeelhouders zelf overgelaten. De Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (OK) is aangewezen om de biedplicht te handhaven, maar zij houdt zelf geen toezicht (sub III).

I. Onduidelijkheid van de acting in concert-regeling

Een belangrijke reden voor dit onderzoek is de onduidelijkheid die vrijwel de gehele acting in concert-regeling kenmerkt. De meest fundamentele onduidelijkheid betreft de definitie van onderling overleg in art. 1:1 Wft zelf, maar ook talloze andere aspecten geven aanleiding tot vragen.

Onduidelijkheid rondom acting in concert kan ertoe leiden dat aandeelhouders elkaar ook niet meer durven opzoeken om het bestuur ter verantwoording te roepen, hetgeen een flinke verslechtering van de corporate governance zou betekenen omdat van aandeelhouders juist wordt verwacht dat ze hun krachten bundelen om hun rol te kunnen vervullen in het geheel van *checks and balances* (zie nader sub II). Onduidelijke regels maken het toezichthouders bovendien extra lastig; toezicht houden op acting in concert-regels is al geen *walk in the park*. Het risico bestaat dat minderheidsaandeelhouders daardoor niet de bescherming krijgen waar zij recht op hebben. In Nederland speelt dit in versterkte mate omdat minderheidsaandeelhouders zelf voor toezichthouder moeten spelen (zie hierna sub III).

De Nederlandse wetgever heeft weliswaar erkend dat de regels onduidelijk zijn, maar heeft – ondanks aandringen vanuit de praktijk en de literatuur – om verschillende redenen geen duidelijkheid willen verschaffen door middel van aanscherping van de regels. Inmiddels is vanuit Europa een poging gedaan een einde te maken aan de onduidelijkheid rond acting in concert. Nadat de Europese Commissie in 2012 haar zorgen had geuit over de problematische toepassing van de acting in concert-regels,⁵ heeft de Europese toezichthouder ESMA op instigatie van de Europese Commissie in 2013 beleidsregels geformuleerd voor nationale toezichthouders (zie nader

5 Europese Commissie 2012 – Verslag toepassing Richtlijn 2004/25/EG, nr. 16.

§ 3.6 en § 7.4.2.2). Deze beleidsregels, vervat in een zogeheten *white list*, lossen het probleem evenwel slechts gedeeltelijk op. Dat komt door de geselecteerde onderwerpen op de *white list* en omdat de *white list* werkt met weerlegbare vermoedens wanneer in beginsel *geen* sprake is van acting concert.

II. Herijking eenzijdige focus op belangen minderheidsaandeelhouders

Centraal bij de biedplicht staan de belangen van minderheidsaandeelhouders.⁶ De regeling strekt immers tot bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen onevenredige verdeling van de controlepremie en het gevaar van benadeling door een controlerende partij (hoofdstuk 4). De acting in concert-regels vormen daarin een onmisbare schakel. Minderheidsaandeelhouders verdienen ook bescherming als niet een individuele aandeelhouder de controle verwerft, maar meerdere aandeelhouders gezamenlijk. Deze minderheidsbescherming is uiteindelijk ook van belang voor een goed werkende kapitaalmarkt: het kan niet zo zijn dat enkele grote partijen in onderling overleg, als gevolg van te soepele of onduidelijke acting in concert-regels zonder consequenties de dienst uitmaken op de (internationale) kapitaalmarkt.⁷

Een gezichtspunt waarvoor pas sinds kort aandacht bestaat is of de acting in concert-regels niet te streng zijn en mogelijk verder gaan dan noodzakelijk vanuit de beschermingsgedachte van de biedplicht. Als dat zo is, dan zullen aandeelhouders onnodig terughoudend zijn in het aangaan van onderlinge samenwerking (§ 7.4.3.3). Dat risico bestaat overigens ook als de regels onduidelijk zijn; gelet op het ingrijpende karakter van een eventuele biedplicht zullen marktpartijen sneller op safe spelen (zie hierna sub II). Dit zou een flinke verslechtering van de corporate governance van beursvennootschappen kunnen betekenen. Van aandeelhouders wordt juist verwacht dat ze hun krachten bundelen om hun rol te kunnen vervullen in het geheel van *checks and balances*. Deze gedachte is terug te vinden in de belangrijkste corporate governance-codes wereldwijd (§ 2.4).

Het voorgaande heeft aan relevantie gewonnen door het aan het begin van dit millennium in Nederland opgekomen aandeelhoudersactivisme.⁸ Hoewel de hoogtijdagen 2005-2007 al enige tijd achter ons liggen,⁹ is aandeelhoudersactivisme niet meer

6 Overigens kunnen de belangen van minderheidsaandeelhouders onderling conflicteren. Een minderheidsdeelneming wordt soms gehouden uit strategisch oogpunt; andere minderheidsaandeelhouders hebben een zuiver financieel belang. Zie hierover De Jongh 2007, p. 38 met verwijzing naar Anabtawi 2006, p. 14 e.v. Zie specifiek over belangenconflicten die kunnen ontstaan als gevolg van aandeelhoudersactivisme Anabtawi/Stout 2008, p. 1283 e.v. Nu de biedplicht principieel draait om het belangenconflict minderheid-meerderheid komen belangenconflicten onder minderheidsaandeelhouders in mijn onderzoek slechts zijdelings aan de orde.

7 Vgl. Seifert/Voth 2006, p. 18.

8 Daaraan lag een aantal factoren ten grondslag: i) globalisering van het aandeelhouderstand; ii) opkomst van hedgefondsen; iii) lage rente waardoor vooral hedgefondsen optimaal profiteerden en iv) de versterking van de rechten van aandeelhouders. Zie o.a. Abma 2007, p. 102 (voetnoot 75).

9 Vgl. Zetsche 2010, p. 238-239. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/18 houden het er op dat het aandeelhoudersactivisme – althans tijdelijk – lijkt te zijn teruggedrongen.

weg te denken. Of we aan de vooravond staan van een tweede golf¹⁰, valt nog te bezien.¹¹ Heel in het algemeen kan aandeelhoudersactivisme worden geduid als iedere actieve bemoeienis met het strategische beleid van de onderneming.¹² Voor dit onderzoek zijn vooral interessant bepaalde vormen daarvan waarbij activistische aandeelhouders, meestal hedgefondsen, in samenwerking met anderen uit zijn op het verwezenlijken van specifieke, strategische, meestal korte termijn-doelen, zoals het afsplitsen van een bedrijfsonderdeel, het tegenhouden van een strategische transactie of het vervangen van het bestuur. Een greep uit de vele spraakmakende voorbeelden van gezamenlijk activisme van deze soort:

- Vendex KBB (2003, Nederland)
- Antonveneta (2005, Italië)
- VNU (2005, Nederland)
- Deutsche Börse (2005, Duitsland)
- Stork (2006, Nederland)
- Gecina (2007, Frankrijk)
- Eiffage (2007, Frankrijk)
- ATOS Origin (2008, Frankrijk)
- Cadbury Schweppes (2008, UK)
- ABN Amro (2008, Nederland)
- ASMI (2008, Nederland)

In verschillende opzichten vormt het fenomeen aandeelhoudersactivisme een zware test voor de acting in concert-regels. Een fundamentele vraag is wanneer een groep samenwerkende aandeelhouders dusdanige invloed heeft of nastreeft dat kan worden gesproken van de controle. Complicerende factor daarbij is dat activistische aandeelhouders niet zozeer hun invloed doen gelden in de aandeelhoudersvergadering, het traditionele forum daarvoor, maar zich rechtstreeks tot het bestuur wenden. Deze nieuwe dimensie in de strijd om de macht in de vennootschap moet uiteraard worden meegenomen in de analyse van de acting in concert-regeling (§ 7.4.2.3 en § 7.5.4.3).

10 In de VS is sinds 2010 al een duidelijke trend zichtbaar waarin activistische hedgefondsen nadrukkelijker op de voorgrond treden. Zie ook “An investor calls”, *The Economist* 7 februari 2015. Wereldwijd is het aantal campagnes door activistische aandeelhouders sinds 2010 toegenomen met 62%, zie “Shareholder Campaigns Double in Three Years”, *FT* 10 november 2013. Ook in Nederland zijn tekenen van activisme te zien en het is de verwachting dat dit verder naar Nederland zal overwaaien: 77% van de Europese beursfondsen verwacht een piek op korte termijn <www.iflr.com/Article/3397127/Corporate/77-European-companies-expect-activism-spike.html>. Er is bovendien een sterke toename in het aantal adviseurs dat gespecialiseerd is in aandeelhoudersactivisme en het aantal keren dat hun expertise wordt ingeroepen, zie “Investor Activism in Europe Attracts U.S. Advisers Law Firms, Banks, Communications Firms Prepare for Potential Surge in Business”, *Wall Street Journal* 27 april 2014. Zie ook “Na de VS lijkt Europa de logische volgende halte voor activistische aandeelhouders”, *HFD* 23 april 2014.

11 In die zin ook Overkleef 2012-1, p. 213-214.

12 Zie onder meer AFM 2011 – 10 jaar AFM toezicht op openbare biedingen, p. 16.

Ook op een ander vlak is aandeelhoudersactivisme *a tough nut to crack*. Er bestaan zowel goedaardige als minder gewenste varianten. Wordt een biedplicht wegens acting in concert te snel aangenomen dan bestaat het risico dat ook wenselijk activisme wordt geraakt met nadelige gevolgen voor de corporate governance (§ 7.4.3.3). Dit is pas betrekkelijk recent erkend, hetgeen in 2013 leidde tot de hiervoor al kort genoemde ESMA-*white list* (§ 3.6 en § 7.4.2.2). Indien daarentegen de controle-lat te hoog wordt gelegd, worden minderheidsaandeelhouders benadeeld, hetgeen in strijd is met de strekking van de Overnamerichtlijn (§ 7.4.3.2).

III. Problemen rond toezicht en handhaving

Er is in Nederland geen toezichthouder belast met het toezicht op de naleving van de biedplicht; dat is aan minderheidsaandeelhouders zelf overgelaten. De OK is aangewezen om de biedplicht te handhaven, maar zij houdt zelf geen toezicht. Dit onderzoek stelt het gekozen systeem ter discussie, vanuit het gezichtspunt van zowel minderheidsaandeelhouders als de overige aandeelhouders.

In de eerste plaats is de vraag of minderheidsaandeelhouders wel in staat zijn om zelf goed toezicht te houden. Als dat niet zo is, dan is dat niet slechts onwenselijk, maar bovendien in strijd met de Overnamerichtlijn. Hoewel het ontbreken van een toezichthouder van belang is voor de gehele verplicht bod-regeling, speelt dit met name bij acting in concert een belangrijke rol. Hier ontstaat immers de grootste kans op omzeiling van de regels met benadeling van minderheidsaandeelhouders als gevolg. Gesteld kan daarom worden dat samenwerking door aandeelhouders de zwaarste test case vormt voor het toezicht op de naleving van de verplicht bod-regels.

Een tweede vraag is of onder het gekozen systeem samenwerkende grootaandeelhouders voldoende gelegenheid hebben om duidelijkheid over de regels te krijgen. In andere lidstaten is het gebruikelijk om de toezichthouder te consulteren voorafgaand aan een transactie of andere handelingen. In Nederland bestaat die mogelijkheid niet. Dat is te meer interessant nu de ESMA-*white list* met beleidsregels voor de nationale toezichthouders in Nederland niet werkt; hier is de handhaving van de biedplicht bij de OK neergelegd, maar die is als onafhankelijke rechter niet gebonden aan de beleidsregels van ESMA.

Op het Nederlandse systeem van toezicht wordt al enige tijd kritiek uitgeoefend in de literatuur.¹³ Eind 2014 is opnieuw aandacht gevraagd hiervoor, dit keer vanuit de Tweede Kamer.¹⁴ In reactie daarop heeft de Minister een evaluatie toegezegd.¹⁵ De opmerkelijke conclusie daaruit:

13 In de literatuur werd al gewaarschuwd dat een van de moeilijkste implementatiekwesies zou zijn te beslissen welke instantie belast zou worden met toezicht en welke bevoegdheden deze zou moeten krijgen, zie Timmerman 1999, p. 1501.

14 Kamerstukken II, 2014/15, 33 918, nr. 14, p. 11.

15 Kamerstukken II, 2014/15, 33 918, nr. 14, p. 25.

“De regeling van het verplicht openbaar bod is er op gericht minderheidsaandeelhouders te beschermen en de regeling functioneert in dat opzicht goed. Aan de 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”.^{16,17}

1.3 Doelstelling van het onderzoek

Tegen de hierboven beschreven achtergrond heeft het onderhavige onderzoek ten doel licht te werpen op de vraag of de huidige Nederlandse acting in concert-regeling optimaal functioneert. Relevante deelvragen zijn of de acting in concert-regeling inderdaad te streng of onduidelijk is (vgl. § 1.2), wat de gevolgen daarvan zijn voor de corporate governance van beursvennootschappen, of hier destijds voldoende aandacht voor is geweest en of er aanleiding is om de gemaakte keuzes te heroverwegen. Een hiermee samenhangende deelvraag is of er – zowel bij minderheidsaandeelhouders als bij grootaandeelhouders, die samenwerking overwegen of dat al doen – behoefte is aan een toezichthouder en, zo ja, hoe dat toezicht eruit moeten zien. Ten slotte is een belangrijke doelstelling van het onderzoek het doen van suggesties voor verbetering.

1.4 Terminologie

Acting in concert

In de wet wordt gesproken van “personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld” (definitie art. 1:1 Wft). Omwille van de leesbaarheid en in navolging van de internationale praktijk gebruik ik ook wel de Angelsaksische term “*acting in concert*”, welke overigens inmiddels ook in de meeste continentale rechtsstelsels is ingeburgerd.

Institutionele beleggers en hedgefondsen

Over de kwalificatie van institutionele beleggers en hedgefondsen is veel geschreven.¹⁸ Ontwikkelingen in markt en regelgeving nopen inmiddels tot herziening van het begrippenkader. Zo is sinds het reguleren van de hedgefondsen-sector middels

¹⁶ Kamerstukken II, 2015/16, 32 545, nr. 43, p. 7.

¹⁷ In het kader van deze evaluatie is gesproken met marktpartijen, hun adviseurs en anderen, waaronder ondergetekende.

¹⁸ Ik noem zonder aanspraak te maken op volledigheid: Van der Elst/Aslan 2009, p. 23; Bratton 2007; Kahan/Rock 2006, p. 1 en Long 2005, p. 235.

de AIFM-richtlijn¹⁹ (Europa) en Dodd-Frank²⁰ (VS) het ontbreken van toezicht geen geschikt criterium meer voor hedgefondsen.²¹ In de literatuur worden overigens veel verschillende definities gehanteerd, hetgeen moet worden bedacht bij het interpreteren van onderzoeksresultaten.²²

Onder institutionele beleggers begrijp ik, in lijn met de in de Corporate Governance Code gehanteerde definitie (best practice bepaling IV.4.1): pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders.²³ Dit sluit ook aan bij wie Eumedion, het Nederlandse platform voor institutionele beleggers, als haar deelnemers toelaat. De Wft-definitie gaat uit van beleggingsinstellingen, levensverzekeraars en pensioenfondsen (art. 1:1 Wft).

Bij hedgefondsen gaat het om een heterogene groep beleggingsfondsen, waarbinnen verschillende, maar toch min of meer kenmerkende strategieën worden gehanteerd.²⁴ Die strategieën zijn vaak *event driven*, dat wil zeggen gericht op een *corporate event* zoals een strategische heroriëntatie, openbaar bod of dividenduitkering, zijn op de korte termijn gericht en worden vaak versterkt door een hoge *leverage*.²⁵ Omdat hedgefondsen relatief kleine belangen nemen, vergeleken met bijvoorbeeld private equity, is samenwerking met andere hedgefondsen of – in mindere mate – met andere beleggers een noodzakelijk onderdeel van de strategie.²⁶ Onder deze ruime omschrijving vallen niet activistische beleggers in het algemeen of activistische vermogensbeheerders.²⁷

Offensief en defensief acting in concert

In de acting in concert-definitie wordt onderscheid gemaakt tussen acting in concert met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap en acting in concert met als doel het dwarsbomen van een aangekondigd openbaar bod. Ik duid het eerste aan

19 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen tot wijziging van de richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, PB EU 2011, L 174/1.

20 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R. 4173, 111th Cong. (2010).

21 Vgl. Van der Elst/Aslan 2009, p. 23; Kahan/Rock 2006, p. 1 en Long 2005, p. 235.

22 Zo ziet het Centraal Bureau voor de Statistiek slechts pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen als institutionele beleggers.

23 *Idem* Abma 2007, p. 75 (voetnoot 1). Anders: Winter 2011, p. 41 die hieronder ook alternatieve beleggingsfondsen en private equity schaaft. In de wat oudere Amerikaanse literatuur worden zelfs retail- en investmentbanken als institutionele beleggers gezien, zie bijvoorbeeld Black 1992.

24 Vgl. AFM 2005 – Hedge funds study, p. 22.

25 Zie ook het kenmerken-overzicht in The Conference Board 2008 – Hedge fund activism, p. 21.

26 Vgl. RSM 2007 – Hedgefondsen en Private Equity in Nederland, p. 66.

27 Anders: Maatman/G. Raaijmakers 2006, p. 258.

als “offensief acting in concert” en het tweede als “defensief acting in concert” (zie ook § 7.1). In de literatuur worden de begrippen defensief en offensief ook wel andersom gebruikt.²⁸

Samenwerkingsverband

Onder “samenwerkingsverband” versta ik het georganiseerde geheel van samenwerkende partijen. In de biedingsregels wordt op verschillende plaatsen naar dit begrip verwezen.²⁹ Het is ontleend aan art. 1 sub a Wet conflictenrecht corporaties en ziet (derhalve) op alle ingevolge buitenlands vennootschapsrecht voorkomende vormen van samenwerking die niet kunnen worden gevat onder de begrippen rechtspersoon of vennootschap.³⁰

1.5 Rechtsvergelijking

Rechtsvergelijking is voor dit onderzoek van grote toegevoegde waarde. Alle lidstaten – alsmede de EER-landen Liechtenstein, Noorwegen en IJsland – hebben sinds de Overnamerichtlijn een verplicht bod-regeling. Gelet op het karakter van minimum-harmonisatie van die richtlijn (zie § 3.3) zijn grote verschillen ontstaan³¹, ook ten aanzien van acting in concert. Niet alleen worden de verschillen en overeenkomsten onder de loep genomen, maar ook wordt gekeken naar de ervaringen met de verschillende regelingen in de praktijk.

In de rechtsvergelijking betrek ik de volgende lidstaten: het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, Italië en België. Voor het Verenigd Koninkrijk en Duitsland spreekt dat zij reeds voorafgaand aan de Overnamerichtlijn ervaring hadden met het verplicht bod en acting in concert. Italië³² en Frankrijk zijn met name interessant omdat in deze landen een cultuur van aandeelhouderssamenwerking bestaat hetgeen vanzelfsprekend van invloed is geweest op het normatieve kader. Het Zwitserse recht

28 Armour/Cheffins 2009, p. 3 e.v. spreken van defensief aandeelhoudersactivisme indien een aandeelhouder met een fors belang (>15%) veranderingen wil. Bij offensief activisme is juist sprake van een aandeelhouder die een belang opbouwt in de verwachting dat de waarde hiervan verhoogt door veranderingen in het beleid of de structuur van de vennootschap. Het defensieve zit in hun ogen in de bescherming van de waarde van de bestaande deelneming.

29 Zie definitie van “bieder” in art. 1:1 Wft (vgl. reeds de bieder-definitie uit de Wte 1995) en de vrijstellingsregeling van art. 2 lid 5 Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft (waarover § 15.2.2.2).

30 Kamerstukken II, 1999/00, 27 172, nr. 3, p. 15.

31 Aldus ook Europese Commissie 2012 – Verslag toepassing Richtlijn 2004/25/EG, p. 4-5.

32 Zie met verwijzingen Sersale 2010, p. 189; het consultatiedocument van de Italiaanse beurstoezichthouder Consob van 6 oktober 2010, bijlage 6, p. 9 en Tucci 2005, p. 12 e.v. (met bijzondere aandacht voor acting in concert in het bankwezen). Zie voor een uitgebreide empirische analyse van het fenomeen aandeelhoudersovereenkomsten in Italië en de betekenis daarvan voor de corporate governance Baglioni 2008 en Gianfrate 2007, p. 122-132.

is in de rechtsvergelijking betrokken aangezien daar veel ervaring is opgedaan met het verplicht bod. Daarbij komt dat Zwitserland geen EU-lidstaat is en het Zwitserse recht dus niet rechtstreeks is beïnvloed door de Overnamerichtlijn. Dit is vanuit rechtsvergelijkend perspectief interessant. Vergelijking met de VS ligt niet voor de hand omdat het federale recht, alsmede het voor het ondernemingsrecht toonaangevende recht van de staat Delaware, de biedplicht niet kent.³³

Waar relevant verwijs ik in het onderzoek naar de buitenlandse regels. Omdat bij die verwijzing vaak de ruimte ontbreekt om die regels in al hun nuances aan te halen heb ik ervoor gekozen om de acting in concert-regels van de onderzochte landen in een afzonderlijk hoofdstuk weer te geven (hoofdstuk 5). Het voordeel daarvan is ook dat de verschillen in implementatie direct in het oog springen. Ten slotte wordt aldus een snelle toegang geboden tot het buitenlandse recht met het oog op de internationale praktijk en eventueel nader onderzoek.

1.6 Afbakening

1.6.1 Andere acting in concert-regels

1.6.1.1 Algemeen

De meeste regels die gevolgen verbinden aan het verwerven van een bepaald belang kennen acting in concert-regels.³⁴ In de Wft kan worden gedacht aan art. 5:45 lid 5 Wft³⁵ en aan art. 4:37x Wft in het kader van de regulering van beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (art. 4:37b e.v. Wft)^{36,37}. Ook boek 2 BW bevat acting in concert-achtige regels.³⁸ Men denke aan de toerekeningsnorm “onderlinge regeling

33 Zie ook Nieuwe Weme 2004, p. 66.

34 Vgl. in het algemeen over de noodzaak van acting in concert-bepalingen Davies 2002, p. 4.

35 Naar art. 5:45 lid 5 Wft wordt verwezen in de meldingsregeling voor substantiële deelnemingen (art. 5:38 e.v. Wft) en de regeling voor de verwerving van gekwalificeerde deelnemingen in en door financiële ondernemingen (art. 3:95 e.v. Wft). Er lijkt overigens in deze regelingen een verschillende interpretatie aan art. 5:45 lid 5 Wft te worden gegeven, zie Abma 2015-1, p. 389-390.

36 Deze regeling is op 22 juli 2013 in werking getreden, zie art. VIII van de Wet van 12 juni 2013 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174) (Stb. 2013/228).

37 Zie hierover nader Overkleef 2012-2, p. 110 en Eumedion 2012 – Brief implementatie AIMFD, p. 6.

38 Ook de zogenaamde doorbraakregeling uit het in 2002 ingetrokken “wetsvoorstel beschermingsconstructies” (Kamerstukken II, 1997/98, 25 732, nr. 2, p. 2) kende bepaalde acting in concert-regels. Deze zagen op het niet-meetellen van belangen bij de berekening van de doorbraakdrempel van 70%, zie hierover Schwarz 2000, p. 321; Schwarz 1999, p. 700 en Dortmund 1998, p. 133 (voetnoot 13).