

Ministerie van Financiën  
Directie Financiële Markten  
Postbus 20201  
2500 EE DEN HAAG

Amsterdam, 26 september 2011

Ref: B2011.40

Betreft: Consultatiedocument Wijzigingswet financiële markten 2013

Geachte heer/mevrouw,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op het consultatiedocument d.d. 29 augustus 2011 betreffende de Wijzigingswet financiële markten 2013 (hierna: het voorontwerp). Het commentaar van Eumedion is toegespitst op de voorstellen tot wijziging van de biedingsregels (onderdelen P t/m T). Uit ons commentaar volgt dat we deze onderdelen kunnen steunen, waarbij zij opgemerkt dat:

- a) het voorstel tot wijziging van conceptartikel 5:71 lid 1, onderdeel b, Wft dient te worden aangevuld met een additionele element, inhoudende dat het vrijwillige bod minimaal tegen de billijke prijs moet worden uitgebracht.
- b) het de voorkeur heeft om de reikwijdte van artikel 5:70 Wft uit te breiden van alleen stemrechten (aandelen) naar ook financiële instrumenten waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen (zoals cash settled equity swaps en cash settled opties).

#### **1. Minimumgestanddoeningspercentage vrijwillig openbaar bod**

De regering stelt de invoering voor van een wettelijk minimum voor de voor de het invoeren van een wettelijk minimum voor de gestanddoening van een volledig bod van 50% + 1 van de stemmen. Dit ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders die dan niet meer kunnen worden 'overvallen' door gestanddoening van een vrijwillig uitgebracht laag bod waarmee een

overwegende zeggenschap tussen de 30 en 50 procent wordt verkregen.

Eumedion verwelkomt dit voorstel. Het voorstel voorkomt namelijk dat een bidder die initieel in de doelvennootschap een belang net onder de biedgrens van 30 procent stemrechten houdt door middel van het uitbrengen van een relatief laag vrijwillig openbaar bod de verplicht bod-regels kan omzeilen. Indien er namelijk – als gevolg van de lage prijs – slechts enkele aandelen worden aangemeld onder het bod, maar de bidder daarmee wel meer dan 30 procent van de stemrechten verkrijgt, dan is de bidder namelijk vrijgesteld van het uitbrengen van een verplicht openbaar bod. Dat een dergelijke situatie niet denkbeeldig is, blijkt uit een recente casus in Duitsland. Het Spaanse Grupo ACS wist haar belang van 29,98 procent in het Duitse Hochtief uit te breiden naar 31,59 procent door middel van een openbaar bod met een relatief lage biedprijs. Omdat de verplicht bodgrens werd overschreden door middel van een openbaar bod was de bidder vervolgens vrijgesteld van het uitbrengen van een verplichte openbaar bod tegen een billijke prijs.

Daarom meent Eumedion dat de in artikel 5:71, eerste lid, onderdeel b, Wft opgenomen vrijstelling verder dient te worden aangescherpt. Bepaald zou moeten worden dat om voor de vrijstelling in aanmerking te komen het vrijwillige bod tegen een billijke prijs moet worden uitgebracht. In 2009 heeft de minister van Financiën in een brief aan de Tweede Kamer al aangekondigd dit te zullen regelen.<sup>1</sup> Tot op heden is er nog steeds geen voorgestelde wettelijke regeling bekend gemaakt. Opgemerkt zij dat in Duitsland de vrijstelling wel al voorwaardelijk is aan een billijke prijs. De Continental/Schaeffler-casus uit 2008 heeft daar laten zien dat een partij die ‘slechts’ uit is op het verwerven van een strategisch minderheidsbelang dit belang niettemin kan verwerven tegen een kunstmatig lage prijs door een *swaptransactie* met diverse banken aan te gaan. De minderheidsaandeelhouder wordt daardoor nog steeds geen reële exit geboden. Bij het definiëren van de “billijke prijs” dient hiermee door de wetgever rekening te worden gehouden.

## **2. Uitbreiding reikwijdte biedplicht naar bepaalde cash settled instrumenten**

In ons commentaar op het wetsvoorstel ter introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten<sup>2</sup> (hierna: wetsvoorstel 32 783) hebben wij gepleit voor een uitbreiding van de reikwijdte van het verplicht bod van alleen stemrechten naar (ook) bepaalde cash settled

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33.

<sup>2</sup> Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 2.

instrumenten, aangezien het kan voorkomen dat de partij die de onderliggende aandelen houdt zich schikt naar het stemgedrag van de wederpartij. Deze argumentatie wordt door de minister van Financiën ook gebruikt om de reikwijdte van de meldingsplicht uit te breiden. Verbaasd zijn wij dan ook dat de minister in de nota naar aanleiding van het verslag bij wetsvoorstel 32 783 deze suggestie, geopperd door de PvdA- en SP-fractie, afwijst. De minister stelt dat de verplicht bodgrens in de Europese Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod is gekoppeld aan stemrechten. Dat is juist, maar wij willen erop wijzen dat de overnamerichtlijn minimum-harmonisatie biedt; lidstaten mogen verder gaan wanneer dit ten goede komt aan de bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Dit is het geval als de reikwijdte van de biedplicht wordt uitgebreid naar (ook) bepaalde cash settled instrumenten.

De minister vindt verder dat callopties, converteerbare obligaties en andere instrumenten met potentieel stemrecht niet onder de definitie van het verplichte bod moeten worden gebracht, omdat de stemrechten pas werkelijk ontstaan als bijvoorbeeld de uitoefening van opties of omzetting van obligaties heeft plaatsgevonden. Dat zijn wij met hem eens; wij voelen ook niet voor uitbreiding van de biedplicht naar callopties en converteerbare obligaties. In het geval van cash settled instrumenten ligt dat anders: het 'stemrecht' is zagezegd al 'in de markt' en het komt voor dat de partij die de aandelen houdt zich bij haar stemgedrag gedurende de looptijd van de swap richt naar de wensen van zijn wederpartij die als gevolg van die swap het economische belang op deze aandelen houdt. Dit is ook de redenering die de minister gebruikt in zijn antwoorden op vragen van de fracties van de PvdA en het CDA over in hoeverre is onderzocht of de bank bij cash settled instrumenten daadwerkelijk genegen is om de stemvoorkeuren van de wederpartij te volgen (Nota naar aanleiding van het verslag, pagina 2).

Tot slot suggereert de minister dat in het Verenigd Koninkrijk cash settled instrumenten ook niet meetellen bij het bepalen van het bereiken van de verplicht bodgrens. Dat is onjuist. In november 2005 heeft het Britse Takeover Panel de Takeover Code (waarin de Britse biedingsregels zijn opgenomen) aangepast. Onder de Britse verplicht bod-regeling valt nu ook "a person who has a long economic exposure" (zie de definitie van 'interests in securities' in sectie C jo. sectie F rule 9.1 van de Takeover Code). Aangezien de Britse regels voor het melden van substantiële belangen een belangrijke inspiratiebron waren voor het wetsvoorstel 32 783 lijkt het onzes inziens gepast om ook bij de biedingsregels het Britse voorbeeld te volgen.

Wij houden nog steeds een voorkeur om de uitbreiding van de reikwijdte van het verplicht bod mee te nemen in wetsvoorstel 32 783. Mocht dit tijds technisch voor het ministerie lastig zijn, dan zouden wij erop willen aandringen de regeling op te nemen in de Wijzigingswet financiële markten 2013.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers ([wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl), tel. 020 70 85 882).

Met vriendelijke groet,



Rients Abma,  
Directeur Eumedion