



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD,
HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ EN HET COMITÉ VAN
DE REGIO'S**

Toepassing van Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod

(Voor de EER relevante tekst)

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD,
HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ EN HET COMITÉ VAN
DE REGIO'S**

Toepassing van Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod

(Voor de EER relevante tekst)

1. INLEIDING

1. In dit verslag wordt, overeenkomstig artikel 20 van de richtlijn, de toepassing van Richtlijn 2004/25/EG¹ betreffende het openbaar overnamebod (hierna: "de overnamerichtlijn" of "de richtlijn") onderzocht.
2. De overnamerichtlijn bevat minimumrichtsnoeren voor het verloop van overnamebiedingen, inclusief de openbaarmaking van het bod, waarbij effecten met stemrechten betrokken zijn van vennootschappen waarop de wetgeving van de lidstaten van toepassing is, indien al of sommige van deze aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.
3. De door de overnamerichtlijn nagestreefde doelstellingen zijn belangrijk voor de financiële markten en de stakeholders van beursgenoteerde ondernemingen. De doelstellingen van de richtlijn zijn meer bepaald:
 - rechtszekerheid over het verloop van overnamebiedingen en duidelijkheid en transparantie in de gehele Gemeenschap met betrekking tot overnamebiedingen;
 - bescherming van de belangen van de aandeelhouders, met name de minderheidsaandeelhouders, en van de werknemers en andere stakeholders door middel van transparantie en informatierechten wanneer een vennootschap het voorwerp is van een overnamebod of een wijziging van zeggenschap;
 - vergemakkelijking van overnamebiedingen door middel van versterking van de vrijheid van handelen in en stemmen op effecten van vennootschappen en voorkomen van handelingen die een bod kunnen dwarsbomen;
 - versterking van de eengemaakte markt door het mogelijk maken van het vrije verkeer van kapitaal in geheel de EU.
4. De overnamerichtlijn is op algemene beginselen gebaseerd², die in het kader van de omzetting van de richtlijn door de lidstaten moeten worden nageleefd. De beginselen omvatten:

¹ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PB L 142 van 30.4.2004, blz. 12-23. Beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_nl.htm

- gelijke behandeling van aandeelhouders;
- bescherming van minderheidsaandeelhouders bij wijziging van zeggenschap;
- verbod op marktmanipulatie of marktmisbruik; en
- de aandeelhouders moeten over voldoende tijd en informatie beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen.

Alle door de lidstaten verleende vrijstellingen van de regels van de richtlijn moeten aan deze beginselen alsook aan de andere in de richtlijn opgesomde beginselen blijven voldoen.

5. In dit verslag worden de gevolgen van de overnamerichtlijn en de wijze waarop zij werd nageleefd, beschreven (deel 2); vervolgens worden de belangrijkste vragen die naar aanleiding van de toepassing van de richtlijn zijn gerezen, behandeld (deel 3) en ten slotte wordt een aantal conclusies getrokken (deel 4).

2. GEVOLGEN EN NALEVING VAN DE OVERNAMERICHTLIJN

6. Volgens de voor de Commissie uitgevoerde externe studie over de toepassing van de overnamerichtlijn (hierna "de externe studie")³ heeft de overnamerichtlijn niet tot grote veranderingen geleid van het rechtskader van de lidstaten waarop de studie betrekking had⁴, omdat vóór de vaststelling van de richtlijn dergelijke regels op nationaal niveau reeds bestonden of in voorbereiding waren.
7. Met betrekking tot de omzetting van de facultatieve bepalingen van de overnamerichtlijn blijkt uit de externe studie, het verslag over de tenuitvoerlegging van de richtlijn van de diensten van de Commissie van 2007⁵ en verder door de Commissie uitgevoerd onderzoek dat 19 lidstaten⁶ de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan⁷ hebben omgezet, terwijl slechts drie lidstaten⁸ de doorbraakregel⁹ hebben omgezet. Overeenkomstig artikel 12, lid 3, van de

² Zie artikel 3 van de richtlijn.

³ Marcus Partners, in samenwerking met het Centrum voor Europese Beleidsstudies (juni 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm

⁴ België, Cyprus, Denemarken, Duitsland, Estland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Polen, Portugal, Roemenië, Slowakije, Spanje, Tsjechië, Verenigd Koninkrijk, Zweden.

⁵ Werkdocument van de diensten van de Commissie. Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, 21 februari 2007, SEC(2007) 268.

⁶ Bulgarije, Cyprus, Estland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Letland, Litouwen, Malta, Oostenrijk, Portugal, Roemenië, Slovenië, Slowakije, Spanje, Tsjechië, Verenigd Koninkrijk.

⁷ Volgens de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan (artikel 9 van de richtlijn) moet gedurende de biedperiode het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap van de algemene vergadering van aandeelhouders voorafgaande machtiging verkrijgen voordat het enige actie onderneemt die het bod zou kunnen dwarsbomen.

⁸ Estland, Letland en Litouwen.

⁹ De doorbraakregel (artikel 11 van de richtlijn) neutraliseert gedurende een overname de vóór het uitbrengen van het bod reeds bestaande beschermingsmaatregelen door bepaalde beperkingen (bv. beperkingen op de overdracht van aandelen of stembeperkingen) buiten werking te stellen gedurende de

richtlijn staat ongeveer de helft van de lidstaten¹⁰ vennootschappen die (wettelijk of statutair) aan de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan en/of de doorbraakregel onderworpen zijn toe de regel buiten toepassing te laten wanneer zij geconfronteerd worden met een bod van eenieder die niet aan dezelfde regel is onderworpen (wederkerigheid).

8. Met betrekking tot de toepassing van het rechtskader in de lidstaten is geen structureel nalevingsprobleem aan het licht gekomen.
9. Volgens de externe studie heeft de overnamerichtlijn tot verbeteringen ten aanzien van de doelstellingen ervan, bijvoorbeeld door middel van de invoering van coördinatieregels voor toezichthouders met betrekking tot grensoverschrijdende aanbiedingen, de algemene beginselen van de richtlijn, de regels inzake de openbaarmaking van het bod, de regel van het verplichte bod en de uitstotings- en verkooprechten bijgedragen.
10. Volgens de stakeholders die aan de ter voorbereiding van de externe studie uitgevoerde perceptie-enquête hebben deelgenomen, is de overnamerichtlijn nuttig voor de goede en efficiënte werking van de markt. De stakeholders zijn over het algemeen tevreden over de duidelijkheid van de in de richtlijn opgenomen regels en de toereikendheid van de handhaving ervan. De stakeholders zijn over het algemeen van mening dat de richtlijn de positie van de minderheidsaandeelhouders heeft versterkt en zijn positief over de in de richtlijn opgenomen regeling inzake de openbaarmaking van het bod, de regel van het verplichte bod en de uitstotings- en verkooprechten. De aan de hand van de perceptie-enquête geraadpleegde vertegenwoordigers van de werknemers zijn evenwel minder tevreden over de richtlijn. Met name hebben zij de zienswijze geformuleerd dat de richtlijn de werknemers niet voldoende beschermt tegen het risico van wijziging van de arbeidsvoorwaarden of van ontslag na een overname.
11. Wat de facultatieve bepalingen van de overnamerichtlijn betreft die het gebruik van beschermingsmaatregelen regelen, lijken de stakeholders te geloven dat deze weinig effect hadden. Zo blijkt uit de externe studie dat de stakeholders bemerken dat de richtlijn geen significant effect op het aantal biedingen had en dat, niettegenstaande het bestaan van de richtlijn, in Europa een groot aantal meestal vóór het uitbrengen van het bod reeds bestaande beschermingsmaatregelen worden gebruikt. Zij hebben echter ook de zienswijze geformuleerd dat er voldoende mogelijkheden zijn om de beschermingsmaatregelen te doorbreken ook al hebben de meeste lidstaten de doorbraakregel niet omgezet.
12. Het is moeilijk om de impact van de overnamerichtlijn op de economie te berekenen, vooral omdat er sinds de omzetting van de richtlijn¹¹ vanwege de economische situatie in de EU na de financiële crisis in de EU weinig overnamebiedingen zijn geweest¹². Bovendien hebben het feit dat de richtlijn in een minimale harmonisatie

overnameperiode en staat eenieder waarvan het bod succesvol is toe het zittend leidinggevend of bestuursorgaan van de doelvennootschap te ontslaan en de statuten ervan te wijzigen.

¹⁰ België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Italië, Luxemburg, Nederland, Polen, Portugal, Slovenië en Spanje.

¹¹ Behalve een overname'piek' in 2007, zie afbeelding 2 in de bijlage.

¹² Zie de afbeeldingen 1 en 2 in de bijlage bij dit verslag.

voorziet, dat de artikelen met betrekking tot de beschermingsmaatregelen optioneel zijn en dat op grond van artikel 4, lid 5, van de richtlijn door de lidstaten van de regels van de richtlijn kan worden afgeweken, tot een grote verscheidenheid van nationale regels op het gebied van overnamebiedingen geleid.

Meer algemeen blijkt uit economische analyse¹³ dat hoewel overnamebiedingen in theorie economische efficiëntie bevorderen, dit in de praktijk niet altijd het geval is omdat niet altijd aan de voorwaarden van rationeel gedrag, volledig geïnformeerde marktdeelnemers en afwezigheid van transactiekosten is voldaan (zo kan het voorkomen dat overnamebiedingen worden gedaan om een imperium op te bouwen en aandeelhouders met onvolledige informatie, hoge transactiekosten en druk om op het bod in te gaan, worden geconfronteerd). Bovendien vergemakkelijken sommige bepalingen van de richtlijn, bv. de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan, de doorbraakregel en het uitstotingsrecht, overnamebiedingen, terwijl andere, bv. de regel van het verplichte bod, een afschrikkende werking op overnamebiedingen kunnen hebben¹⁴.

13. Uit een vergelijking met derde landen blijkt¹⁵ dat de wetgeving inzake het overnamebod in die landen op vergelijkbare beginselen als die in de overnamerichtlijn is gebaseerd. Een uitzondering is het beginsel van de bescherming van de werknemers door middel van informatierechten, dat in de onderzochte derde landen over het algemeen niet aanwezig is. De duur van een overnamebod en de te verstrekken informatie is in de EU en in derde landen eveneens vergelijkbaar. De meeste onderzochte derde landen, met uitzondering van de Verenigde Staten, kennen een regel van het verplichte bod of een vergelijkbare regel in hun wetgeving op grond waarvan de zeggenschapsdrempel gewoonlijk ongeveer 30% of één derde is, hetgeen eveneens vergelijkbaar is met de EU (de overnamerichtlijn laat het aan de lidstaten over de zeggenschapsdrempel te bepalen, maar de meeste lidstaten hebben deze op 30% of één derde gesteld). Met betrekking tot de beschermingsmaatregelen blijkt uit de vergelijking dat deze in alle onderzochte derde landen worden gebruikt en dat de meeste van die landen (met uitzondering van de Verenigde Staten) een equivalent van de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan kennen. De wetgeving van de onderzochte derde landen bevat evenwel geen equivalent van de doorbraakregel. Over de uitstotings- en verkooprechten bestaan in een beperkt aantal onderzochte derde landen geen regels. Er zijn echter andere mechanismen voorhanden die vergelijkbare effecten hebben (bv. opvraagbare aandelen in Japan, onteigeningen in Australië en fusies tegen geld in Zwitserland). Sommige derde landen bieden ook de mogelijkheid de volledige eigendom van een vennootschap te verwerven door het gebruik van akkoorden met crediteuren.
14. Artikel 20 van de overnamerichtlijn bepaalt dat de Commissie bij haar onderzoek de zeggenschapsstructuren en beschermingsconstructies tegen openbare overnamebiedingen die niet onder deze richtlijn vallen moet betrekken. In de externe

¹³ Zie hoofdstuk 4 van de externe studie.

¹⁴ Zie afbeelding 3 in de bijlage bij dit verslag.

¹⁵ De externe studie heeft betrekking op de volgende derde landen: Australië, Canada, China, Hong Kong, India, Japan, Rusland, de Verenigde Staten en Zwitserland.

studie zijn piramidestructuren¹⁶ en wederzijdse participaties onderzocht, die niet onder de overnamerichtlijn vallen. Volgens de studie komen bij 18,1% van de in de studie opgenomen beursgenoteerde vennootschappen in de lidstaten piramidestructuren, bij 3,5% wederzijdse participaties voor¹⁷. Dit is in overeenstemming met het feit dat de continentale aandeelhoudersschapsstructuren in grote mate gebaseerd zijn op het blokkeringsbelang. De conclusie van de studie is dat, hoewel piramidestructuren een populair mechanisme blijven om met minder kapitaal zeggenschap over een vennootschap te behouden, beide mechanismen als zwakke beschermingsconstructies tegen overnames worden beschouwd. Volgens de externe studie creëren andere mogelijke belemmeringen voor overnames, zoals sectorspecifieke voorschriften, overheidsparticipaties, medezeggenschapsprocedures en werknemersaandeelhouderschap geen sterke of ongerechtvaardigde belemmeringen¹⁸.

3. ONDERZOEK VAN DE WERKING VAN DE RICHTLIJN: VASTGESTELDE PROBLEMEN

15. Door het onderzoek naar de werking van de overnamerichtlijn zijn een aantal problemen duidelijk geworden.

16. In de eerste plaats is er enigszins een probleem met de rechtszekerheid van het concept "in onderling overleg (...) handelende personen" en de toepassing ervan door de nationale reguleerders. Het concept "in onderling overleg (...) handelende personen" is belangrijk voor het berekenen of de zeggenschapsdrempel is overschreden en bijgevolg of er een biedplicht is ontstaan. Artikel 2, lid 1, onder d), van de overnamerichtlijn definieert "in onderling overleg (...) handelende personen" als volgt:

"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".

De lidstaten hebben de definitie op verschillende manieren omgezet. Zo blijven sommige lidstaten¹⁹ dicht bij de definitie van de overnamerichtlijn, terwijl andere²⁰ elementen van de definitie van "in onderling overleg (...) handelende personen" uit de transparantierichtlijn²¹ hebben overgenomen. Bovendien is het concept "in

¹⁶ Piramidestructuren zijn structuren waarbij een entiteit een meerderheidsbelang heeft in een vennootschap, die een meerderheidsbelang heeft in een andere vennootschap, die een meerderheidsbelang heeft in een andere vennootschap, enzovoorts.

¹⁷ Zie afbeelding 4 in de bijlage bij dit verslag.

¹⁸ Zie bladzijde 48 en 267 van de externe studie.

¹⁹ Bv. België, Cyprus, Denemarken, Hongarije, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Slowakije en het Verenigd Koninkrijk.

²⁰ Bv. België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Polen, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden.

²¹ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een geregelende markt zijn toegelaten. Artikel 10, onder a), van de richtlijn definieert "in onderling overleg (...) handelende personen" als volgt: "een derde (...), met wie deze persoon of entiteit een overeenkomst heeft gesloten die hen verplicht, door een onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het beheer van de betrokken uitgevende instelling te voeren".

onderling overleg (...) handelende personen" ook in de richtlijn verwervingen²² opgenomen. De brede definitie van de term, die is opgenomen in de richtsnoeren van niveau 3 van de richtlijn verwervingen²³, wordt evenwel door de reguleerders niet in verband met overnamebiedingen gebruikt. Om de onzekerheid rond de toepassing van het concept "in onderling overleg (...) handelende personen" te beperken, hebben sommige nationale reguleerders²⁴ interpretatieve richtsnoeren of vermoedens gepubliceerd. De inhoud van die richtsnoeren is evenwel niet dezelfde. Het bestaan van verschillende definities en interpretaties op nationaal niveau is een bron van onzekerheid voor internationale beleggers die met elkaar willen samenwerken en kan een beperkend effect hebben op hun bereidheid om actief betrekkingen aan te knopen met vennootschappen waarin wordt deelgenomen. Een en ander wordt bevestigd door respondenten op het groenboek van de Commissie over het ondernemingskader van de EU²⁵, die de zienswijze hebben geformuleerd dat de bestaande bepalingen over "in onderling overleg (...) handelende personen" moeten worden verduidelijkt²⁶.

17. In de tweede plaats rijst, gezien de grote verscheidenheid van nationale afwijkingen van de regel van het verplichte bod, de vraag of de regel van het verplichte bod minderheidsaandeelhouders op toereikende wijze beschermt in situaties van wijziging van zeggenschap. Artikel 4, lid 5, van de overnamerichtlijn staat de lidstaten toe in afwijkingen van de regels van de richtlijn te voorzien door de bepalen:

"Met inachtneming van de in artikel 3, lid 1, omschreven algemene beginselen kunnen de lidstaten in de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften voorzien in afwijkingen van die voorschriften:

- i) door dergelijke afwijkingen in hun nationale voorschriften op te nemen om rekening te houden met omstandigheden die op nationaal niveau worden vastgesteld, en/of
- ii) door hun toezichthoudende autoriteiten, op hun bevoegdheidsterreinen de bevoegdheid verlenen om van die nationale voorschriften af te wijken, teneinde rekening te houden met de in punt i) bedoelde omstandigheden of met andere specifieke omstandigheden, waarbij in het laatste geval een met redenen omkleed besluit moet worden vereist".

²² Richtlijn 2007/44/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft procedureregels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwervingen en vergrotingen van deelnemingen in de financiële sector.

²³ Volgens de richtsnoeren van niveau 3 van de richtlijn verwervingen gaat het om "in onderling overleg (...) handelende" personen" wanneer: ieder van hen besluit de rechten die verbonden zijn aan de aandelen die worden verworven uit te oefenen overeenkomstig een expliciete of impliciete overeenkomst tussen hen.

²⁴ Bv. Italië en het Verenigd Koninkrijk.

²⁵ Groenboek over het EU-kader inzake corporate governance, 4 april 2011, COM (2011) 164 definitief. Beschikbaar op:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2

²⁶ Zie: Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework. Beschikbaar op:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_nl.pdf

Alle lidstaten waarop de externe studie betrekking heeft, hebben in afwijkingen van de regel van het verplichte bod voorzien. De afwijkingen kunnen in een aantal categorieën worden onderverdeeld²⁷:

- discretionaire bevoegdheid van de nationale toezichhoudende autoriteit om een vrijstelling toe te staan. Slechts een paar lidstaten²⁸ hebben van deze mogelijkheid gebruik gemaakt;
- "whitewash"-procedures waarbij aandeelhouders kunnen besluiten dat er geen verplicht bod dient te worden gedaan;
- technische afwijkingen, zoals een afwijking voor open collectieve beleggingsregelingen (die buiten het toepassingsgebied van de richtlijn vallen), die het toepassingsgebied van de regel van het verplichte bod als vastgesteld in de richtlijn niet beperken;
- situaties waarin er geen sprake is van een echte wijziging van zeggenschap, bijvoorbeeld wanneer de wijziging van zeggenschap tijdelijk is of de verwerving binnen dezelfde groep vennootschappen of in onderling overleg handelende groep heeft plaatsgevonden. Deze afwijkingen doen geen afbreuk aan de doelstelling van de richtlijn om minderheidsaandeelhouders te beschermen in situaties van wijziging van zeggenschap;
- ter bescherming van de belangen van de bieder of de aandeelhouder met zeggenschap, bijvoorbeeld wanneer de wijziging van zeggenschap niet veroorzaakt werd door een vrijwillige handeling, de verwerving indirect was, of volgde op een private gebeurtenis, zoals een erfenis;
- ter bescherming van de belangen van een crediteur, bijvoorbeeld in situaties waarin de verwerving het gevolg is van een uitoefening van financiële zekerheid door een crediteur;
- ter bescherming van de belangen van andere stakeholders, bijvoorbeeld wanneer een belegger financieel noodlijdend is, wanneer zeggenschap wordt verworven door middel van een specifiek soort transactie tussen ondernemingen zoals een fusie of een akkoord met crediteuren, of wanneer zeggenschap wordt verworven na een verkoop van effecten door de staat.

Binnen de verscheidenheid aan verschillende nationale afwijkingen van de regel van het verplichte bod is niet altijd duidelijk hoe voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders wordt gezorgd. Zoals uit artikel 4, lid 5, van de richtlijn volgt, moeten lidstaten die in afwijkingen van de regels van de richtlijn voorzien, de algemene beginselen van de richtlijn respecteren. Een van de algemene beginselen is dat, als een persoon zeggenschap over de vennootschap verwerft, de andere houders van effecten moeten worden beschermd (artikel 3, onder a), van de richtlijn). De

²⁷ Voor een overzicht van de verschillende afwijkingen van de regel van het verplichte bod en de lidstaten waarin deze beschikbaar zijn, zie blz. 152 van de externe studie. In dit verslag worden de meest voorkomende afwijkingen samengevat en gecategoriseerd.

²⁸ Finland, Ierland en het Verenigd Koninkrijk. In Duitsland heeft Bafin een beperkte discretionaire bevoegdheid om van de regel van het verplicht bod af te wijken, terwijl in Frankrijk het hof van beroep een besluit van de AMF om een vrijstelling toe te staan, heeft bevestigd.

richtlijn bepaalt niet hoe lidstaten ervoor moeten zorgen dat de algemene beginselen van de richtlijn worden gerespecteerd.

18. In de derde plaats bepaalt artikel 5, lid 2, van de overnamerichtlijn dat de biedplicht niet langer van toepassing is wanneer de zeggenschap is verkregen als gevolg van een uitgebracht vrijwillig bod dat tot alle houders van effecten was gericht en op al hun effecten betrekking had. Het is de Commissie onder de aandacht gekomen dat deze vrijstelling door bieders kan worden gebruikt om geen bod tegen een billijke prijs te hoeven doen. Het voordeel voor de bieder is dat de richtlijn geen prijs bepaalt van een vrijwillig bod. De achterliggende gedachte in verband met de vrijstelling voor situaties waarin zeggenschap is verworven na een vrijwillig bod is dat de biedprijs hoog genoeg was om een significant deel van de aandeelhouders te overtuigen op het bod in te gaan, anders zou de bieder geen zeggenschap hebben verworven door middel van het bod. Als de bieder echter al een belang heeft dat zeer dicht bij de zeggenschapsdrempel ligt, kan het dat hij de zeggenschapsdrempel reeds overschrijdt als slechts enkele aandeelhouders hun aandelen aanbieden. Bijgevolg zal de bieder, ook al is zijn biedprijs zeer laag, door middel van het vrijwillig bod waarschijnlijk zeggenschap verwerven en is hij aldus in staat gebruik te maken van de vrijstelling van de regel van het verplichte bod. In dit geval kunnen de minderheidsaandeelhouders niet in de zeggenschapsvergoeding delen. In een aantal lidstaten is deze mogelijkheid echter niet voorhanden omdat de nationale wetgeving bepaalt dat bij het bod de voorwaarde moet gelden dat de bieder een minimumpercentage van de aandelen verwerft²⁹ of bij verdere verwervingen van aandelen een biedverplichting in werking treedt³⁰.

Naar verluid zouden bieders ook zonder een verplicht bod te hoeven doen een zeggenschapsbelang kunnen verwerven door, terwijl ze de facto zeggenschap hebben over de vennootschap, hun deelneming net onder de zeggenschapsdrempel te houden of door een derivatenpositie te verwerven³¹.

19. In de vierde plaats kan met betrekking tot de facultatieve artikelen van de overnamerichtlijn worden geconcludeerd dat, hoewel de regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan een relatief succes is³², de doorbraakregel niet zo succesvol is, aangezien slechts drie lidstaten deze hebben omgezet. Bij de vaststelling van de richtlijn werd gedacht dat de aandeelhouders er misschien zelf voor zouden zorgen dat de vennootschappen de facultatieve bepalingen zouden toepassen indien de lidstaten besloten deze niet om te zetten. Dit lijkt echter niet het geval te zijn geweest. Er kan bijgevolg worden gesteld dat de richtlijn niet zeer effectief is in het regelen van het gebruik van de beschermingsmaatregelen. Dit wordt door de stakeholders bevestigd. Zij hebben echter ook aangegeven dat er, niettegenstaande het gebrek aan omzetting van de doorbraakregel, voldoende mogelijkheden zijn om beschermingsconstructies tegen overnames te doorbreken (zie punt 11 van dit verslag).

²⁹ In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld moet bij het bod de voorwaarde gelden dat de bieder ten minste 50% van de aandelen verwerft.

³⁰ Voor een overzicht van de nationale voorschriften die bepalen wanneer bij verdere verwervingen een biedverplichting in werking treedt, zie blz. 130 van de externe studie.

³¹ Het voorstel tot wijziging van de transparantierichtlijn voorziet reeds in verplichte openbaarmaking van derivatenposities. Zie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_nl.pdf

³² Zie punt 7 van dit verslag.

20. In de vijfde plaats moeten op grond van de overnamerichtlijn de vertegenwoordigers van de werknemers van de doelvennootschap bij een overnamebod in detail geïnformeerd worden³³. De vertegenwoordigers van de werknemers moeten geïnformeerd worden over de plannen van de bieder met betrekking tot het voortzetten van de activiteiten van de doelvennootschap en over zijn mening omtrent de gevolgen voor de werkgelegenheid en de arbeidsvoorwaarden³⁴ en over de mening van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap omtrent het bod en de vermoedelijke gevolgen ervan voor de werkgelegenheid³⁵. Uit de externe studie blijkt dat de vertegenwoordigers van de werknemers niet tevreden zijn over de wijze waarop de richtlijn de belangen van de werknemers beschermt. Zij vermelden dat de vereiste informatie niet altijd tijdig wordt verstrekt, of niet toereikend is, en dat overnamebiedingen een significante impact hebben in termen van arbeidsvoorwaarden en ontslagen. Bovendien beweren zij dat er na het bod geen controle over is dat de bieder zal doen wat hij in de in het kader van de biedprocedure openbaargemaakte informatie verklaard heeft te zullen doen. Dit wordt echter niet in de richtlijn geregeld.

4. CONCLUSIES

21. Uit dit onderzoek van de werking van de overnamerichtlijn blijkt dat de bij de richtlijn ingestelde regeling over het algemeen bevredigend werkt. Met betrekking tot de toepassing van het rechtskader in de lidstaten zijn geen structurele nalevingsproblemen vastgesteld. De stakeholders zijn over het algemeen tevreden over de duidelijkheid van de regels in de richtlijn en de toereikendheid van de handhaving ervan en achten de richtlijn nuttig voor de goede en efficiënte werking van de markt. Volgens de externe studie heeft de overnamerichtlijn bijgedragen tot verbeteringen met betrekking tot de doelstellingen ervan.
22. Niettemin zijn er gebieden waar de regels van de overnamerichtlijn wat verduidelijkt zouden mogen worden om de rechtszekerheid voor de betrokken partijen en de effectieve uitoefening van (minderheids)aandeelhoudersrechten te verbeteren.
23. In de eerste plaats zou **het concept "in onderling overleg met... handelend"** op EU-niveau kunnen worden verduidelijkt om internationale beleggers meer rechtszekerheid te bieden over de mate waarin zij met elkaar kunnen samenwerken zonder geacht te worden in onderling overleg te handelen en het risico te lopen een verplicht bod te moeten doen. Er zou bijvoorbeeld verduidelijking kunnen worden verstrekt door de ontwikkeling van richtsnoeren van de Commissie en/of de ESMA. Door die verduidelijking zouden aandeelhouders beter in staat zijn het leidinggevend of het bestuursorgaan verantwoordelijk te stellen voor hun handelingen en zouden goede standaarden inzake corporate governance binnen beursgenoteerde vennootschappen in de EU worden bevorderd. Daardoor mogen echter de mogelijkheden van de bevoegde autoriteiten om partijen die zeggenschap willen verwerven te verplichten de wettelijke gevolgen van hun gezamenlijk optreden te accepteren niet worden ingeperkt. Eventuele initiatieven op dit gebied zouden in overeenstemming zijn met de doelstellingen van het groenboek over het EU-kader

³³ Zie de artikelen 6, lid 1, 6, lid 2, en 8, lid 2, van de richtlijn.

³⁴ Zie artikel 6, lid 3, onder i), van de richtlijn.

³⁵ Zie artikel 9, lid 5, van de richtlijn.

inzake corporate governance van de Commissie en de mededeling van de Commissie "Akte voor de interne markt"³⁶ die gericht zijn op het bevorderen van duurzame eigendom op lange termijn met het oog op duurzame groei van de Europese markt. De Commissie is voornemens in oktober 2012 aan te kondigen welke maatregelen zij voornemens is op dit gebied te nemen.

24. In de tweede plaats blijkt uit het onderzoek dat een groot aantal **nationale afwijkingen van de regel van het verplichte bod** bestaat en dat het niet altijd duidelijk is hoe het algemene beginsel van de richtlijn, op grond waarvan minderheidsaandeelhouders in situaties van wijziging van zeggenschap beschermd dienen te worden, wordt gerespecteerd wanneer een nationale afwijking geldt. Als mogelijke verdere stap is de Commissie voornemens nader te onderzoeken hoe minderheidsaandeelhouders worden beschermd wanneer een nationale afwijking van de regel van het verplichte bod geldt. Er is immers meer informatie nodig over de werkingssfeer van nationale afwijkingen van de regel van het verplichte bod, over de mate waarin nationale afwijkingen de bescherming van minderheidsaandeelhouders in situaties van wijziging van zeggenschap beperken en, in voorkomend geval, welke andere mechanismen in het nationale recht bestaan om in situaties van wijziging van zeggenschap de minderheidsaandeelhouders te beschermen. Als na het onderzoek de bescherming van minderheidsaandeelhouders ontoereikend blijkt te zijn, zal de Commissie (bv. door middel van inbreukprocedures) de noodzakelijke stappen doen om de effectieve toepassing van dit algemeen beginsel van de richtlijn te herstellen.
25. In de derde plaats blijkt uit het onderzoek dat door de vrijstelling in de overnamerichtlijn van de regel van het verplichte bod bij situaties waarin na een **vrijwillig bod op alle aandelen van de vennootschap** zeggenschap is verworven, bieders de regel van het verplichte bod kunnen omzeilen door een belang te verwerven dat dicht bij de drempel voor een verplicht bod ligt en dan een vrijwillig laag bod te doen. Het gevolg is dat de bidder de drempel voor het verplichte bod overschrijdt zonder dat de minderheidsaandeelhouders een eerlijke kans krijgen om hun aandelen te verkopen en in de zeggenschapsvergoeding te delen. Deze techniek is duidelijk niet in overeenstemming met de doelstellingen van de richtlijn om minderheidsaandeelhouders in situaties van wijziging van zeggenschap te beschermen, hoewel hij geen schending van de letter van de richtlijn lijkt in te houden³⁷. Uit voorbeelden in de nationale wetgeving, zoals bijkomende drempels voor de biedplicht³⁸ of minimumvoorwaarden voor het aanvaarden van overnamebiedingen³⁹ blijkt dat er mogelijkheden zijn om het gebruik van deze techniek te voorkomen. De Commissie zal, onder meer door middel van bilaterale besprekingen met de betrokken lidstaten of aanbevelingen van de Commissie, de passende stappen doen om het gebruik van deze techniek in geheel de Unie te ontmoedigen.
26. In de vierde plaats blijkt, wat de facultatieve **artikelen 9 en 11 van de overnamerichtlijn** betreft, uit het onderzoek dat, hoewel de regel van de neutraliteit

³⁶ Mededeling "Akte voor de interne markt", april 2011, COM(2011) 206 def. Beschikbaar op: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:EN:PDF>

³⁷ Zie artikel 5, lid 2, van de richtlijn, die verwervingen na een vrijwillig bod op alle aandelen van de vennootschap expliciet van de regels van het verplichte bod vrijstelt.

³⁸ Zie blz. 130 van de externe studie voor een overzicht van bijkomende drempels.

³⁹ Zie blz. 146 van de externe studie.

van het leidinggevend of het bestuursorgaan (artikel 9) door een relatief groot aantal lidstaten is omgezet, dit niet met de doorbraakregel (artikel 11) het geval is⁴⁰. Deze gebrekkige toepassing van de facultatieve regels lijkt echter geen grote belemmering voor overnamebiedingen in de EU te zijn geweest, aangezien stakeholders hebben aangegeven dat er voldoende mogelijkheden zijn om verdedigingsconstructies tegen overnames te doorbreken. In het licht hiervan en mede gezien het ontbreken van beschikbaar economisch bewijs om een wijziging van de situatie te rechtvaardigen, lijkt het in dit stadium bijgevolg niet passend voor te stellen de facultatieve artikelen van de richtlijn verplicht te maken.

27. Ten slotte hebben de vertegenwoordigers van de werknemers aangegeven dat zij, met name in verband met het risico van wijzigingen van de arbeidsvoorwaarden en werkgelegenheid, niet tevreden zijn over de manier waarop de overnamerichtlijn de **rechten van de werknemers** in een overnamesituatie beschermt. De Commissie zal met het oog op het onderzoeken van mogelijke toekomstige verbeteringen haar dialoog met de vertegenwoordigers van de werknemers voortzetten. Zij zal ook verder nagaan hoe in de praktijk de bepalingen van de richtlijn zijn ervaren op grond waarvan de plannen van de bieder voor de voortzetting van de activiteiten van de vennootschap en de arbeidsvoorwaarden ervan en de mening van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap hieromtrent alsook informatie betreffende de financiering van het bod en de identiteit van de bieder openbaar moeten worden gemaakt⁴¹.
28. De lidstaten, het Europees Parlement, het Europees Economisch en Sociaal Comité en andere belanghebbenden worden uitgenodigd hun zienswijze over het in dit verslag beschreven onderzoek in te dienen.

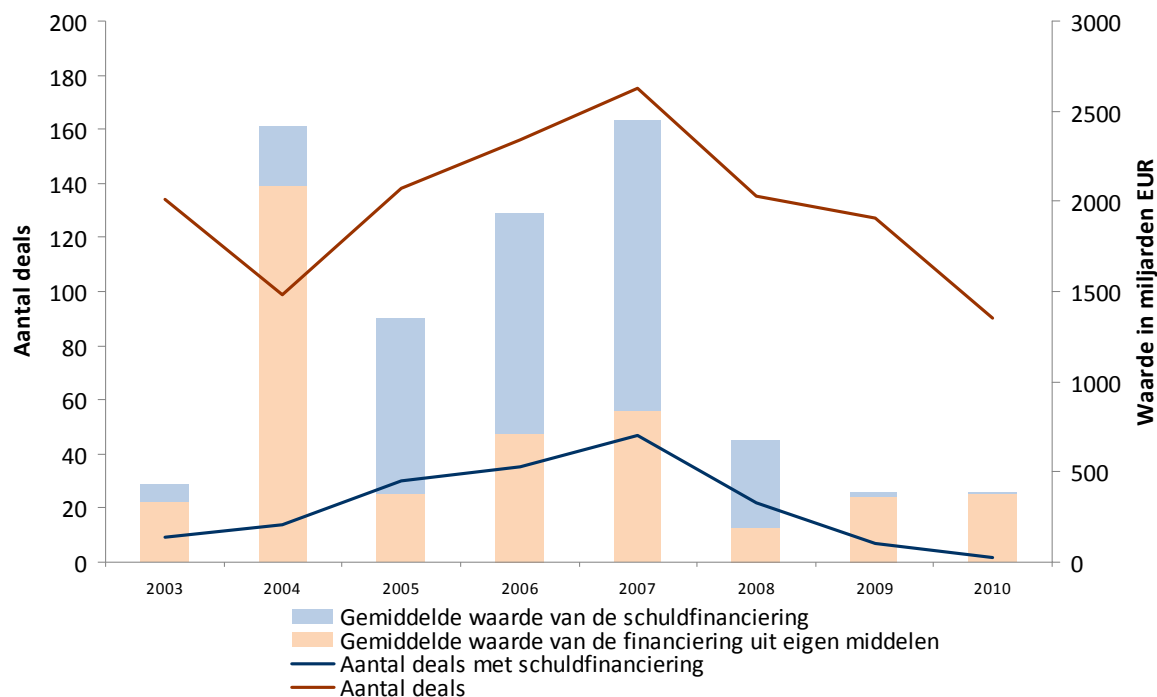
⁴⁰ Zie punt 7 van dit verslag.

⁴¹ Zie artikel 3, lid 1, onder b), artikel 6, lid 3, onder i), l) en m) en artikel 9, lid 5 van de richtlijn.

**BIJLAGE BIJ HET VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES
PARLEMENT, DE RAAD, HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL
COMITÉ EN HET COMITÉ VAN DE REGIO'S**

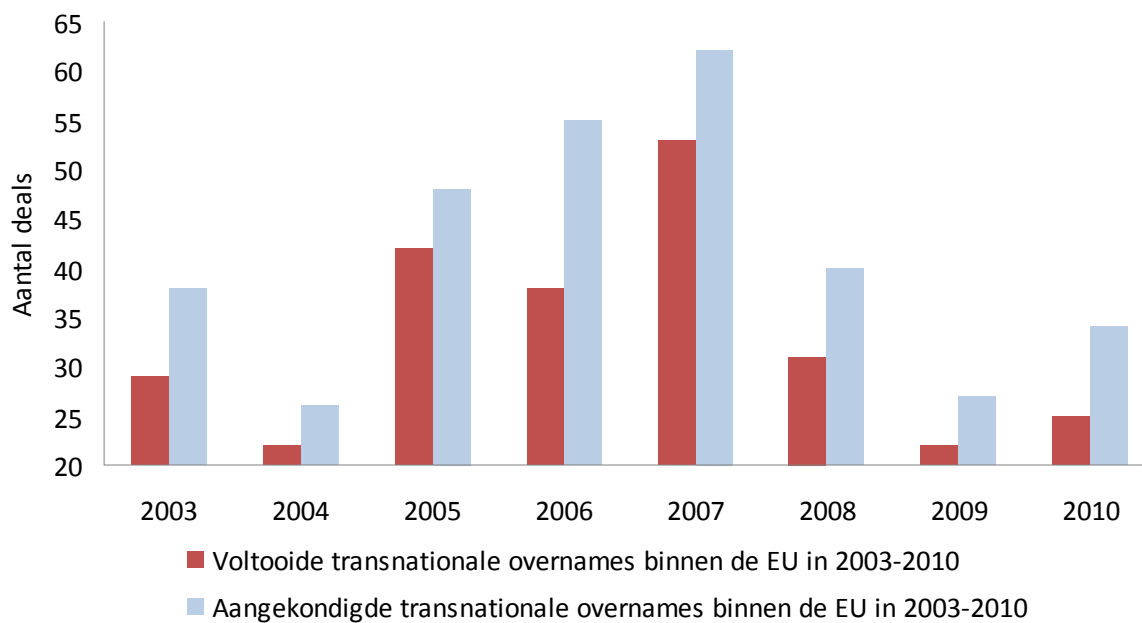
Toepassing van Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod

Afbeelding 1: Evolutie van de overnames in Europa



Bron: Externe studie, blz. 284

Afbeelding 2: Aantal overnamedeals in de EU in de periode 2003-2010



Bron: Externe studie, blz. 285

Afbeelding 3: Impact van de overnameregulering (+ relatie en intensiteit)

	Overnamevolume		Bescherming van (minderheids)aandeelhouders		Onevenredigheid tussen eigendom en zeggenschap	
	GECONCENTREERDE EIGENDOM	VERSNIPPERDE EIGENDOM	GECONCENTREERDE EIGENDOM	VERSNIPPERDE EIGENDOM	GECONCENTREERDE EIGENDOM	VERSNIPPERDE EIGENDOM
Regel van het verplichte bod	-	--	++	+	+	++
Eigendomstransparantie	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Uitstotingsregel	++	+	-	-	+	+
Verkoopregel	--	-	++	+	--	-
Doorbraakregel	++	+	++	+	++	+
Regel van de neutraliteit van het leidinggevend of het bestuursorgaan	++	+	+	-	+	++

Bron: Externe studie, blz. 29

Afbeelding 4: Belemmeringen voor overnames waarop de overnamerichtlijn niet van toepassing is. Percentage vennootschappen met een piramidestructuur of wederzijdse participaties

Piramides		
Algemeen	Recentelijk beursgenoteerd	Totaal
18,1%	27,5%	20,5%
Wederzijdse participaties		
Algemeen	Recentelijk beursgenoteerd	Totaal
3,5%	0%	2,6%

Bron: Externe studie, blz. 48