

HET "TAKE OVER BID" NAAR BELGISCH RECHT

door Hans VAN HOUTTE

1. Het *take over bid*, of het openbaar koop- of ruilaanbod van aandelen aan toonder, heeft n.a.v. de recente pogingen van het Franse glasconcern B.S.N. om de onderneming van zijn konkurrent, St.-Gobain, over te nemen, een plotse belangstelling gekregen.

Het is onze bedoeling, na een uiteenzetting van de werking van een *take over bid* en een kort relaas van de poging die B.S.N. ondernomen heeft, de vereisten te bespreken waaraan een dergelijke *take over* volgens de Belgische wet moet voldoen.

2. Het *take over bid* is gesteund op het principie dat men in feite, om een vennootschap te controleren, slechts over 20 tot 30 % van de aandelen moet beschikken, en niet over de helft plus één. Vele aandeelhouders komen immers niet naar de algemene vergadering en nemen aan de besluitvorming van de vennootschap geen deel, daar ze menen dat de beslissing, die op deze algemene vergadering getroffen wordt, door hen niet zal beïnvloed worden (1). Aldus is het mogelijk, in de grote vennootschappen, met twee tot drie tienden van het aandelenkapitaal, langs de algemene vergadering om, de beheerraad samen te stellen en de vennootschap te leiden.

Wanneer de beurswaarde van de aandelen ver beneden de werkelijke waarde ligt, omdat de vennootschap met haar winsten stille en geheime

(1) J. VAN RIJN, *Principes*. 1, nr. 578, p. 381, Brussel, 1954.

reserves aangelegd heeft in plaats van hogere dividenden uit te keren, en wanneer aldus het vertrouwen van de op winstuitkering bedachte beleggers in deze vennootschap gedaald is, is ze rijp voor een *take over*.

Al wie 20 tot 30 % der aandelen van deze vennootschap in handen kan krijgen, heeft ze in haar macht en kan voordeel halen uit het verschil dat er bestaat tussen de werkelijke waarde en de beurswaarde van de aandelen. Het staat deze meerderheidsgroep – want dat is zij zoals hoger werd aange-toond – vrij om de overgenomen onderneming naar eigen goeddunken te beheren of zelfs om ze te vereffenen (2). Het voordeel van deze werkwijze is dubbel voor de ondernemende groep : de leiding van de onderneming wordt overgenomen door de groep die nochtans maar een minderheid der aandelen bezit en de beurswaarde der aandelen is lager dan hun werkelijke waarde.

Er zijn verschillende middelen om een dergelijke overname te verwezenlijken ; alleen het *take over bid* is, o.i., het meest efficiënte.

Wanneer de aandelen ter beurse gekocht worden, zal de opkoop spoedig onmogelijk worden : de opkoper zal bereid blijven te kopen, ook al is de prijs, naar beursverhoudingen, sterk gestegen wegens de grote vraag ; speculanten, door deze prijsstijging aangelokt, zullen zich op de aandelen werpen, en de aandeelhouders van de vennootschap zullen hun aandelen niet meer willen verkopen, daar ze een nog hogere koers voorzien. Op deze wijze zal de beurskoers onvermijdelijk stijgen tot een bedrag, waartegen het voor de opkoper niet meer interessant is de operatie door te voeren.

Onderhandelingen met de aandeelhouders persoonlijk zijn ook praktisch uitgesloten, zodat er maar één middel overblijft : het *take over bid*. Hiervoor is vereist dat degene die de *take over* wil uitvoeren, de aandelen van de over te nemen vennootschap, buiten de beurs om, verkrijgt. Hij kan de aandelen kopen tegen een prijs die hoger ligt dan de beurswaarde, of hij kan de aandelen ruilen voor andere aandelen, voor door hem uitgegeven obligaties al of niet in aandelen konverteerbaar. Steeds moet het aanbod zo zijn dat de aandeelhouder van de over te nemen vennootschap er onmiddellijk voordeel bij heeft op het *take over bid* in te gaan.

3. Ter verduidelijking van de werking van het *take over bid*, lijkt het nuttig een kort relaas te geven van de strijd die zich in januari 1969 afgespeeld heeft tussen St.-Gobain en B.S.N.

De beurswaarde der aandelen van de Franse vennootschap St.-Gobain, de grootste Europese glasproducent, waren in de laatste tien jaren met 25 % gedaald. De dividenden waren laag ondanks het feit dat de onderneming winst maakte : de vennootschap leidde in werkelijkheid een eigen bestaan en vervreemde van de aandeelhouders. B.S.N., een andere Franse onderneming

(2) G. SCHRANS, Het openbaar koopaanbod van aandelen aan toonder, *T.P.R.* 1965, p. 19-21.

en Europa's tweede glasproducent, bezat slechts een derde van het maatschappelijk kapitaal van St.-Gobain, terwijl haar omzet slechts een derde bedroeg van de laatstgenoemde vennootschap.

De beurswaarde der aandelen van deze aktive, jonge onderneming was in de laatste tien jaar meer dan verdubbeld (3).

De beheerraad van B.S.N. achtte het ogenblik gekomen om een *take over bid* uit te voeren t.a.v. St.-Gobain en, nadat hij de toelating van de Franse "Commission de contrôle des banques" (instelling te vergelijken met onze Bankkommissie) verkregen had, meldde hij dat alle aandeelhouders van St.-Gobain hun aandelen, door bemiddeling van een bepaalde bank, aan de algemene vergadering konden aanbieden. Deze vergadering zou dan, indien er 30% van de aandelen van St.-Gobain aangeboden zouden worden, op dit aanbod ingaan en in ruil voor de aandelen van St.-Gobain, in aandelen konverteerbare obligaties van B.S.N. uitgeven.

In financiële kringen — de algemene vergadering is immers nog niet doorgegaan — wordt aangenomen dat B.S.N. slechts 9% der aandelen kreeg aangeboden, zodat vrijwel vaststaat dat de *take over* mislukt is (4).

4. Deze werkwijze, die in de anglo-amerikaanse landen frekwent voorkomt maar op het Europese vasteland vrijwel ongebruikelijk is, maakt het ondernemen, die een zeker vertrouwen genieten bij de aandeelhouders, mogelijk om andere grote ondernemingen op te kopen, zonder hun reserves te moeten uitputten. De kosten van de *take over*, die aldus geschiedt, zijn uiterst gering: tot 1972 zou, in het besproken geval van B.S.N. en St.-Gobain, door B.S.N. een rente van 4,5% moeten uitbetaald worden voor de obligaties die deze onderneming uitgegeven heeft, voor een nominaal bedrag dat iets hoger ligt dan de som van de beurswaarde van 30% van de aandelen van St.-Gobain (5).

Het is alleen nodig dat de aandeelhouders van de vennootschap, die het voorwerp uitmaakt van een *take over bid*, genoeg vertrouwen hebben in de vennootschap die deze *take over* wil uitvoeren opdat zij bereid zouden zijn hun aandelen in te ruilen tegen waardepapieren van deze laatste vennootschap.

5. Hoe zou een *take over bid* naar Belgisch recht kunnen geschieden? Eerstens is, volgens artikel 26 van het K.B. m.b.t. het uitgifteregime voor titels en effecten, de kennisgeving aan de Bankkommissie vereist van een plan om een *take over bid* uit te voeren (6).

(3) *De Financieel-Economische Tijd*, 18 januari 1969.

(4) *Ibid.*, 8 februari 1969.

(5) *Ibid.*, 18 januari 1969.

(6) K.B. 9 juli 1935, *B. Stbl.*, 10 juli 1935.

Volgens artikel 28 van hetzelfde K.B. kan de Bankkommissie immers maatregelen nemen om te beletten dat de kapitaalmarkt ontwricht zou worden. (De strengste maatregel die de Bankkommissie evenwel kan treffen is een verbod voor 3 maanden om de operatie uit te voeren, wat men moeilijk een efficiënte regeling kan noemen).

Waar deze maatregel vóór 1964 alleen gold wanneer er sprake was van het openbaar te koop stellen, te koop bieden of de verkoop van obligaties en aandelen van vennootschappen, is door de wet van 10 juni 1964 deze maatregel ook verplichtend gesteld voor de overname van aandelen tegen betaling in geld. Artikel 22 § 2 van deze wet luidt als volgt : "Onder publieke tekoopstellingen, tekoopbiedingen en verkopen moet worden verstaan, voor de toepassing van artikelen 26 tot 34 (van het K.B. van 9 juli 1935) ... elk aanbod ... tot aankoop ..." (7).

Een bijkomend probleem ligt in het feit dat de vennootschap die de *take over* wil uitvoeren, volgens artikelen 26 en 27 van het K.B. van 9 juli 1935, aan de Bankkommissie inlichtingen moet verschaffen over haarzelf en over de vennootschap die zij wil overnemen. De Bankkommissie echter, die een neutrale positie moet innemen en aan een strenge geheimhoudingsplicht gebonden is, zou echter onmogelijk zelf de vereiste inlichtingen kunnen inwinnen bij de over te nemen vennootschap. Het is een open vraag welke houding de Bankkommissie dan zal moeten aannemen. In het verleden verwtigden de vennootschappen, die in België een *take over bid* wilden uitvoeren, de andere vennootschap steeds, zodat het probleem zich in ons land nog niet gesteld heeft (8).

6. Het is niet nodig dat het *take over bid* gebeurt door de diensten van een bank. Door de wijziging van artikel 75 § 2 Beurswet (Titel V W.v.K.) ingevolge K.B. van 10 november 1967, werd het *take over bid* uitdrukkelijk geregeld m.b.t. tot dit probleem (9). Elke cessie van openbare fondsen moet geschieden langs wisselagenten, wisselkorrespondenten of bankiers om, tenzij het gaat om uitgifte, door een vennootschap, van eigen effecten, of, wat ons hier aanbelangt, om een publiek aanbod tot omruiling of tot aankoop van effecten.

7. Door hetzelfde K.B. van 1967 werd echter ook aan de regering de mogelijkheid gegeven om, op een meer ingrijpende wijze dan de Bankkommissie, een standpunt m.b.t. het *take over bid* aan te nemen. Waar de Bankkommissie enkel het *take over bid* mag goed- of afkeuren, met als voornaamste gevolg dat de onderneming, die de overname wil uitvoeren, haar

(7) *B. Stbl.*, 20 juni 1964.

(8) G. SCHRANS, *o.c.*, p. 47-48.

(9) *B. Stbl.*, 14 november 1967.

plan drie maanden moet schorsen, heeft de regering een ruimere bevoegdheid t.a.v. *take over bids* voor rekening van buitenlanders.

Artikels 13 van het K.B. van 10 november 1967, één van de talrijke uitvoeringsbesluiten van de koepelwet, regelt de vervanging van artikel 108 Beurswet. Aldus is een machtiging van de Minister van Financiën nodig "voor ieder publiek aanbod tot omruiling of tot aankoop van Belgische openbare fondsen door of voor rekening van natuurlijke of rechtspersonen, openbare of private, welke hun gewoon verblijf of zetel in het buitenland hebben, of van Belgische vennootschappen, welke rechtstreeks of onrechtstreeks onder vreemd toezicht staan". Opmerkenswaard is het dat de wetgever door de woorden : " ... onder vreemd toezicht staan ..." de in vreedstijd uitzonderlijke controle op de Belgische vennootschappen toepast : de nationaliteit van de meerderheidsgroep heeft, naast de maatschappelijke en statutaire zetel van de vennootschap, belang om het toepassingsveld van deze maatregel te kunnen bepalen.

Artikel 108 § 3 geeft dan aan de Minister van Financiën de toelating om in het Belgisch Staatsblad ter kennis te brengen dat geen vergunning werd verleend voor de uitvoering van een *take over bid*. "Vanaf de bekendmaking is het aan wie ook, en meer in het bijzonder aan de bankiers, wisselagenten en wisselagentencorrespondenten verboden, op welke wijze en in welke hoedanigheid ook, mee te werken aan de kwestieuze verrichting". Door dit verbod wordt een *take over* praktisch onuitvoerbaar.

Uit het verslag aan de Koning, dat het K.B. van 1967 voorafgaat, blijkt dat deze maatregel het de regering moet mogelijk maken de kapitaalmarkt te beschermen tegen onberade aanvragen.

De controle van de Bankkommissie heeft een inhoud die relatief verschillend is van deze welke de Minister van Financiën kan uitoefenen.

Begrensd en nauwkeurig omschreven als zij is, beoogt de eerste controle inderdaad de wettelijke belangen van het spaarwezen te verdedigen, o.a. ook m.b.t. de klaarheid en de nauwkeurigheid waarin de bewoordingen van de publieke offerte moeten zijn gesteld. De bevoegdheid van de Minister van Financiën heeft een andere draagwijdte, aangezien opportuniteitsoverwegingen meespelen : de Minister zal de onderscheiden economische en financiële belangen zorgvuldig moeten afwegen en zal moeten verhinderen dat door de *take over*, de buitenlandse druk op onze ondernemingen zou toenemen.

8. Wie moet het besluit tot een *take over bid* nemen : de beheerraad dan wel de algemene vergadering ?

De statuten geven de beheerraad meestal de bevoegdheid daden van beheer te verrichten, zodat deze een *take over bid* mag uitvoeren wanneer de aandelen van de over te nemen vennootschap gekocht worden. Het aankopen van aandelen tegen baar geld is immers een beheersdaad, zodat deze vorm van *take over bid* geregeld wordt door artikel 54 van de Vennootschapswet. In het reeds vernoemde artikel over de *take over*, vernoemt G. SCHRANS ook de

ruil van aandelen (10). Dit veronderstelt echter, o.i., dat de vennootschap, wanneer zij vreemde aandelen tegen eigen ruilt, deze laatste ingekocht heeft, zodat zij tegelijkertijd debiteur en crediteur is voor dezelfde aandelen. Dit feit wordt veroordeeld door de Bankkommissie (11).

Volgens artikel 72 van de Vennootschapswet, moet de algemene vergadering over elke verhoging van het maatschappelijk kapitaal beslissen, zodat het in haar bevoegdheid ligt over de take over te beslissen wanneer deze gepaard gaat met de uitgifte van aandelen of van in aandelen konverteerbare obligaties.

Toch is de take over niet realiseerbaar wanneer de algemene vergadering het initiatief ertoe moet nemen. Haar dagorde moet gepubliceerd worden (behoudens wanneer de vennootschap uitsluitend naamaandelen heeft uitstaan), zodat het verrassingselement verdwenen is : de over te nemen vennootschap zal tegenmaatregelen nemen en de beurskoers zal onmiddellijk stijgen. Een unieke methode is deze die door B.S.N. gebruikt werd : de beheerraad beslist tot een *take over bid* over te gaan, maar het is de algemene vergadering die de definitieve beslissing neemt : zo wordt het verrassingselement behouden en is de operatie in overeenstemming met de wet.

9. Soms wordt door de rechtsleer beweerd dat het eventueel mogelijk is de take over nietig te verklaren op grond van artikelen 1170 en 1174 B.W. betreffende de potestatieve voorwaarde. Deze artikelen zouden elke verbintenis waarin degene die zich verbindt, willekeurig, zijn koopaanbod mag herroepen, nietig verklaren, bv. wanneer men de take over onmogelijk acht omdat er te weinig aandelen verkregen werden (12).

Op de werkwijze die door B.S.N. gevolgd werd, zijn artikels 1170 en 1174 echter niet van toepassing ; de beheerraad lokte enkel het aanbod uit ; het zou de algemene vergadering zijn die vrij kan beslissen of zij op het aanbod ingaat of niet. Bij de potestatieve voorwaarde daarentegen onderwerpt de aanbieder zijn aanbod aan bepaalde voorwaarden (13). Wanneer het orgaan van de vennootschap, dat tot het *take over bid* overgaat, zich het recht voorbehoudt de transactie te weigeren, indien er bv. minder dan 30 % der aandelen overgedragen zou worden, is dit daarom nog geen zuivere potestatieve voorwaarde : het orgaan van de vennootschap beslist niet willekeurig of zij tot de overname van de aandelen al dan niet overgaat ; zij maakt deze beslissing afhankelijk van een objectief gegeven.

(10) G. SCHRANS, *o.c.*, p. 50.

(11) Acquisition par une société de ses propres actions, (Extrait du Rapport 1966 de la Commission bancaire), *Rev. Banque*, 1968, p. 452.

(12) R. WITTERWULGHE, 'A propos des offres publiques d'acquisition', *J.T.* 1969, p. 57.

(13) DE PAGE, I., nr. 155, p. 229 en v.

10. Een mogelijkheid om de gedane *take over* te laten rechten, ligt niet in het nationale recht, maar wel in het Europese recht. Artikel 86 van het E.E.G.-verdrag verbiedt immers elk misbruik van een machtspositie dat van aard is de handel tussen de lidstaten ongunstig te beïnvloeden. Wanneer, na de *take over*, het concern zodanig zou gegroeid zijn dat de gelijkaardige ondernemingen in de andere lidstaten van de E.E.G. ervan een grote hinder ondervinden, bestaat de mogelijkheid de fusie nietig te laten verklaren.

Volgens de Kommissie zou artikel 86 niet alleen van toepassing zijn, wanneer de handel tussen de lidstaten ongunstig beïnvloed wordt, maar ook wanneer, door een concentratie van ondernemingen, de inlandse concurrentie uitgeschakeld wordt (14). Of dit echter in de praktijk zal toegepast worden is een open vraag.

SOMMAIRE

L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT D'ACTIONS EN DROIT BELGE (TAKE OVER BID)

A l'occasion des tentatives récentes d'absorption de St.-Gobain par B.S.N., l'article traite de la procédure à suivre selon le droit belge dans des circonstances semblables.

La loi belge n'exige pas que le *take over bid* s'effectue par l'intermédiaire d'une banque. Puisque l'initiative de procéder à un *take over bid* revient au conseil d'administration, la solution choisie par B.S.N. serait la seule possibilité légale.

Une annulation éventuelle d'un contrat qui a le *take over* pour objet ne pourrait se baser sur les articles 1170 et 1174 C.C. qui traitent de la condition purement potestative. On pourrait éventuellement se baser sur l'article 86 du Traité C.E.E.

L'auteur n'oublie pas de mettre en évidence le rôle de la Commission Bancaire et du Ministre des Finances.

SUMMARY

THE "TAKE-OVER BID", UNDER BELGIAN LAW

Following the recent take-over bid by B.S.N. on St.-Gobain, this article attempts to lay down the conditions which the Belgian Law requires for such an action.

The task of the Bankcommission and the Minister for Finance is discussed. According to Belgian Law it is not necessary that a take-over bid should happen through a bank. As the board of management has to take the initiative to ensure a take-over bid, the line of action, taken by the B.S.N., is

(14) *Negende algemeen verslag over de werkzaamheden van de Gemeenschap*. Juni 1966, p. 91-94. Verzameling Studies, serie concurrentie nr. 3/1966.

the only possible and legal one.

The legal basis for an annulment of the agreement, relating to the take-over bid, is not art. 1170 and 1174 B.W. which only concern the condition depending upon the will of a party to a contract.

Art. 86 of the Common Market Treaty can possibly be considered as a suitable basis for this problem.

ZUSAMMENFASSUNG

DIE OFFENTLICHE OFFERTE ZUM ANKAUF VON AKTIEN NACH BELGISCHEM RECHT

Anlässlich des Versuches eines "*Take-over*" von B.S.N. der Konkurrenzfirma St.-Gobain gegenüber, wird in diesem Beitrag über die Bedingungen dieser Verfahrens nach belgischem Recht gehandelt. Die Aufgaben der Bankkommission und des Finanzministers werden erläutert.

Das belgische Gesetz erfordert beim *Take-over Bid* keine Bankvermittlung. Da die Verwaltung die Initiative zum Take-over zu ergreifen hat, ist die durch B.S.N. gewählte Lösung als einzige gesetzlich und möglich.