

Break-up fees en openbare biedingen

Inleiding

In het kader van het niet doorgaan van de verkoop door Corus van haar aluminiumdivisie aan Pechiney heeft recentelijk het verschijnsel van de break-up fee weer enige aandacht gekregen. In deze bijdrage wordt een aantal van de rechtsmiddelen besproken die – onder andere door partijen – kunnen worden aangewend tegen het gebruik van een break-up fee.

Karakter break-up fee

In het kader van een openbaar bod dat de instemming heeft van de doelwitvennootschap komen de bieder en de doelwitvennootschap vaak een break-up fee overeen.

Over het algemeen heeft een break-up fee één of meer van de volgende functies:

1. de verplichting voor de doelwitvennootschap om de door de bieder gemaakte kosten te vergoeden;
2. een 'prikkel' voor de doelwitvennootschap tot nakoming; en
3. het afschrikken van derden die overwegen om tevens een openbaar bod op de doelwitvennootschap uit te brengen, de beschermende functie.

Een voorbeeld van een break-up fee die (tevens) tot doel had om de doelwitvennootschap en de bieder te beschermen, is de break-up fee die Ahrend en Samas overeenkwamen in het kader van de door hen voorgenomen fusie (besproken en becommentarieerd door H.J.M.N. Honée, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 473-474). Daarbij ging het om een break-up fee die alleen verschuldigd was indien Samas dan wel Ahrend door een rechterlijke dan wel arbitrale uitspraak werd gedwongen om aan het bod van een ander medewerking te verlenen.

Als op de overeenkomst tussen de bieder en de doelwitvennootschap Nederlands recht van toepassing is, is een dergelijke break-up fee een boetebeding. Op grond van artikel 6:91 BW wordt als boetebeding aangemerkt ieder beding waarbij is bepaald dat de schuldenaar, indien hij in de nakoming van zijn verbintenis tekortschiet, gehouden is een geldsom of een andere prestatie te voldoen, ongeacht of zulks strekt tot vergoeding van schade of enkel tot aansporing om tot nakoming over te gaan.

In dat kader is artikel 6:94 BW van belang. Op grond van artikel 6:94 BW kan de rechter op verlangen van de

schuldenaar de bedongen boete matigen indien de billijkheid dit klaarblijkelijk eist, met dien verstande dat hij de schuldeiser ter zake van de tekortkoming niet minder kan toekennen dan de schadevergoeding op grond van de wet. Op grond van artikel 6:94 lid 1 BW en teneinde de functie die het boetebeding als prikkel tot nakoming heeft niet te ondergraven, zal de rechter in de praktijk niet spoedig overgaan tot het 'wegmatigen' van de eerste twee functies van eerdergenoemde break-up fee (Asser-Hartkamp 4-I, 2000, nr. 399). In theorie kan de rechter de beschermende functie wegmatischen. De vraag daarbij is natuurlijk wel waar de functie als 'prikkel' eindigt en waar de beschermende functie begint.

Aan wie komt dit beroep op de matiging van de break-up fee toe en wanneer kan dat beroep worden gedaan? Het beroep komt toe aan de schuldenaar van de break-up fee. In het geval van een openbaar bod derhalve de doelwitvennootschap. Het beroep kan worden gedaan op het moment dat de break-up fee verschuldigd wordt. Wanneer de break-up fee verschuldigd wordt, hangt af van hetgeen partijen daaromtrent hebben afgesproken. In veel gevallen ontstaat de verplichting indien er een *change of control* plaatsvindt in de doelwitvennootschap, in die zin dat de zeggenschap wordt verkregen door een 'vijandige' bieder.

De regels met betrekking tot het boetebeding zijn van regelen recht en derhalve kan daarvan contractueel worden afgeweken. Dit geldt echter niet voor het hiervoor besproken matigingsrecht van artikel 6:94 lid 1 BW.

Overigens merk ik nog op dat een break-up fee nimmer zo hoog mag zijn dat sprake is van een overeenkomst in strijd met de goede zeden of de openbare orde. Als dat wel zo is, is er sprake van nietigheid. Wanneer er sprake is van strijd met de goede zeden of de openbare orde, hangt af van de omstandigheden van het geval.

Doeloverschrijding

De Kluiver is van mening dat er in geval van een break-up fee, die tevens de afschrikkende functie heeft, sprake kan zijn van doeloverschrijding door de doelwitvennootschap (H.J. de Kluiver, *Overnamecontracten, letters of intent en garanties*, Dossier 2001, nr. 47, p. 34-43).

De doeloverschrijding is geregeld in artikel 2:7 BW. Op

grond van dit artikel kan de rechtspersoon die de rechtshandeling verrichtte, deze vernietigen. In het kader van een openbaar bod waarbij de partijen overeenstemming hebben bereikt over een break-up fee, kan derhalve de doelwitvennootschap zich op de vernietigbaarheid beroepen.

Indien een beroep op doeloverschrijding zou slagen, is de rechtshandeling die ten grondslag ligt aan de break-up fee vernietigbaar. Rechtshandelingen die niet in overeenstemming zijn met het doel, zijn niet zonder meer vernietigbaar. Er is slechts sprake van doeloverschrijding indien de wederpartij wist of zonder eigen onderzoek moest weten dat het doel werd overschreden. De wederpartij heeft geen eigen onderzoeksplicht. Indien er echter sprake is van 'verdachte' omstandigheden of kenbare 'kwade kansen', zal eigen onderzoek geboden zijn (zie Van der Heijden-Van der Grinten, 1992, nr. 78.1, en Hof Amsterdam 27 november 1986, NJ 1987, 801 (Asser-Maeijer 2-II, 1997, nr. 75)). Voorts dient de doeloverschrijding voor de wederpartij duidelijk te zijn.

Afhankelijk van de omstandigheden van het geval lijkt doeloverschrijding inderdaad denkbaar, aangezien een doelwitvennootschap als gevolg van een break-up fee aanzienlijke vermogensschade kan lijden indien de voorgenomen overname niet doorgaat. Een relevante omstandigheid zou kunnen zijn dat de break-up fee een beschermende functie heeft. De doelwitvennootschap kan op ieder moment met een beroep op doeloverschrijding de rechtshandeling die ten grondslag ligt aan de break-up fee, vernietigen. Zij hoeft niet te wachten tot de break-up fee verschuldigd wordt, zoals wij hiervoor bijvoorbeeld zagen in geval van een *change of control* waarbij de zeggenschap wordt verkregen door een 'vijandige' bidder.

Wanbeleid

In de zaak Rodamco NA/Westfield (Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, JOR 2002, 82) heeft de Ondernemingskamer een aantal overwegingen gewijd aan het gebruik van *change in control*-clausules vergelijkbaar aan de break-up fee en aan de zogenoemde *poison pills*. Onder omstandigheden kan het gebruik van dergelijke *change in control*-clausules worden gekwalificeerd als wanbeleid.

Voordat ik de relevante overwegingen van de Ondernemingskamer uit Rodamco NA/Westfield zal bespreken, dient eerst te worden vastgesteld wat wordt begrepen onder een *poison pill*.

De *poison pill* vormt samen met de *crown jewel*-constructie de zogenoemde Pandora-constructies. Overigens rekenen sommigen ook de *golden parachute*-constructie tot de Pandora-constructies. Op grond van artikel 12 bijlage X bij het Fondsenreglement is er sprake van een Pandora-constructie in geval van:

- '(i) enig onverplicht bestuursbesluit waarvan het oogmerk uitsluitend of nagenoeg uitsluitend is dat toekomstige openbare biedingen waarover geen overeenstemming is bereikt met het bestuur van de uitgevende instelling, op door de uitgevende instelling uitgegeven effecten, in het algemeen zullen worden gefrustreerd; en voorts van
- (ii) enige overeenkomst welke uitsluitend of nagenoeg uitsluitend wordt gesloten met het sub (i) bedoelde oogmerk, zulks al dan niet voorwaardelijk of onder tijdsbepaling, zoals bijvoorbeeld onder de voorwaarde dat een openbaar bod wordt uitgebracht op de door de uitgevende instelling uitgegeven effecten waarover geen overeenstemming is bereikt met het bestuur.'

Over het algemeen gaat het bij Pandora-constructies om maatregelen die, in geval van een 'ongewenste' overname/*change of control*, de vermogenspositie en de zeggenschapspositie van de doelwitvennootschap zodanig wijzigen dat het een ongewenste bidder moet afschrikken (H.J.M.N. Honée in: Beschermingsconstructies, Vennootschaps- en rechtspersonenrecht deel 34, 1990). Overigens gaat hier de vergelijking op met de break-up fee die tevens een beschermende functie heeft.

Terug naar Rodamco NA/Westfield. In casu ging het om wijzigingen in *change in control*-bepalingen in (arbeids)overeenkomsten.

Wat onder *change in control* werd verstaan, was gedefinieerd in de desbetreffende (arbeids)overeenkomst. In ieder geval werd daaronder begrepen de situatie dat meer dan 25% van de zittende commissarissen zou worden vervangen zonder de goedkeuring van de raad van commissarissen. Als gevolg van deze wijzigingen in de *change in control*-bepalingen konden onder andere de bestuurders van Rodamco North America N.V. (hierna: RNA) onder andere aanspraak maken op drie jaarsalarissen, ongeacht of de bestuurders werden ontslagen en zonder verplichting om terug te betalen indien de betrokken bestuurders elders in dienst zouden treden, indien zich een situatie voordeed die was gedefinieerd als een *change in control*. Voorts konden bepaalde medewerkers in zo'n geval aanspraak maken op schade-

loosstelling in geval van ontslag of wijziging van (de afstand tot) de werkplek die de werknemers hadden, voorafgaande aan de *change in control*.

De Ondernemingskamer overweegt dat deze *change in control*-clausules op zichzelf gezien een aanvaardbare maatregel zijn voorzover zij beogen de bij RNA werkzame personen te beschermen die voor hun positie hadden te duchten, in casu als gevolg van de verkrijging van zeggenschap door Westfield. Overigens dient hier te worden opgemerkt dat het wat betreft de bestuurders een Amerikaanse arbeidsverhouding betrof. In dat kader overwoog de Ondernemingskamer dat *change in control*-clausules in Amerikaanse arbeidsverhoudingen gebruikelijk lijken te zijn ter bescherming van personen die voor de continuïteit van een onderneming essentieel zijn, en daarmee voor die continuïteit als zodanig. Overigens is dit niet hetzelfde als een *change in control*-clause die de in de onderneming werkzame personen beoogt te beschermen. In ieder geval is een *change in control*-clause volgens de Ondernemingskamer aanvaardbaar indien zij haar rechtvaardiging vindt in een daarmee te bereiken doel.

De Ondernemingskamer overweegt verder dat een dergelijke maatregel proportioneel dient te zijn aan dit doel. In het kader van deze proportionaliteit overweegt de Ondernemingskamer ten slotte dat deze proportionaliteit geldt zowel jegens de aandeelhouders als jegens Westfield 'als raider'.

Volgens de Ondernemingskamer is er sprake van disproportionaliteit jegens Westfield indien de maatregel bedoeld zou zijn als, of zou neerkomen op een *poison pill*. In casu was de Ondernemingskamer van oordeel dat hiervan geen sprake was.

Naar het oordeel van de Ondernemingskamer is er sprake van disproportionaliteit en daarmee van een onaanvaardbare maatregel jegens de aandeelhouders indien, althans voorzover, als gevolg van de maatregel vermogensnadelen voor de doelwitvennootschap en daarmee voor haar aandeelhouders – kunnen – ontstaan die niet hun grond vinden in de te bereiken doelen.

In geval van een break-up fee spreekt men doorgaans over een *change of control*-clause. Niet geheel duidelijk is wat het verschil is tussen een *change in control*-clause en een *change of control*-clause. Misschien is het verschil dat het bij de eerste bijvoorbeeld gaat om wijzigingen binnen de raad van commissarissen of het bestuur en bij de laatste bijvoorbeeld om een wijziging

op aandeelhoudersniveau zodanig dat één iemand de zeggenschap verkrijgt.

Een break-up fee dient mijns inziens tevens de toets te kunnen doorstaan die de Ondernemingskamer heeft neergelegd in Rodamco NA/Westfield. De *change in control*-clause die centraal stond in Rodamco NA/Westfield en een break-up fee in geval van een openbaar bod, hebben gemeen dat zij tot gevolg hebben dat de doelwitvennootschap vermogensnadeel lijdt in het geval zich een situatie voordoet die door partijen is gedefinieerd als een *change in/of control*.

In het licht van Rodamco NA/Westfield dient een break-up fee haar rechtvaardiging te vinden in een daarmee redelijk te bereiken doel en dient deze tevens proportioneel te zijn aan dit doel.

Voorts mag een break-up fee niet neerkomen op een *poison pill* in de verhouding tot een 'vijandige' bieder. Overigens wordt op grond van Rodamco NA/Westfield niet duidelijk wat de consequenties zijn indien dit het geval zou zijn en er dus sprake zou zijn van wanbeleid.

Ten slotte dient het gebruik van een break-up fee proportioneel te zijn jegens de aandeelhouders van de doelwitvennootschap. In dit kader is nog relevant dat een 'vijandige' bieder bij de bepaling van de prijs van de aandelen rekening kan houden met een break-up fee die verschuldigd wordt door de doelwitvennootschap indien de 'vijandige' bieder de aandelen verkrijgt. Dit gaat dus ten koste van de opbrengst die aan de aandeelhouders ten goede komt.

In Rodamco NA/Westfield heeft de Ondernemingskamer geconcludeerd dat de aanpassing van de overeenkomsten met de bestuurders van RNA verder gingen dan noodzakelijk was voor het waarborgen van de continuïteit van de bedrijfsvoering. De Ondernemingskamer heeft daaraan niet de conclusie verbonden dat er op grond daarvan sprake was van wanbeleid van RNA. De Ondernemingskamer is tot vaststelling van wanbeleid gekomen op grond van de gebrekkige besluitvorming die ten grondslag ligt aan de wijziging van de (arbeids)overeenkomst met de bestuurders van RNA.

De Ondernemingskamer vernietigt het besluit dat ten grondslag ligt aan de aanpassing van de (arbeids)overeenkomsten.

Ook een break-up fee die de toets van Rodamco NA/Westfield niet kan doorstaan, loopt het risico te wor-

Dit artikel uit *Vennootschap & Onderneming* is gepubliceerd door Boom Juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

den gekwalificeerd als wanbeleid met als gevolg dat bijvoorbeeld de daaraan ten grondslag liggende besluitvorming kan worden vernietigd.

RNA is in cassatie gegaan tegen de beschikking van de Ondernemingskamer. In zijn beschikking van 18 april 2003 verwerpt de Hoge Raad het cassatieberoep voorzover het de wijzigingen van de (arbeids)overeenkomsten betreft. In cassatie heeft RNA zich in dit kader onder andere op het standpunt gesteld dat er geen sprake is van wanbeleid, maar hoogstens van een incidentele beleidsfout. Tevens heeft RNA zich op het standpunt gesteld dat deze (mogelijke) incidentele beleidsfout geen nadelige gevolgen heeft gehad. In lijn met de beschikking inzake Ogem (HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466) heeft de Hoge Raad geoordeeld dat ook een incidenteel besluit wanbeleid kan opleveren en dat het daarbij niet noodzakelijk is dat dat besluit ook daadwerkelijk tot nadelige gevolgen heeft geleid.

Conclusie

De doelwitvennootschap kan met een beroep op artikel 6:94 BW de rechter verzoeken om een overeengekomen break-up fee te matigen. Voorts kan de doelwitvennootschap met een beroep op doeloverschrijding de rechtshandeling die ten grondslag ligt aan de break-up fee, vernietigen. Ten slotte dient een break-up fee proportioneel te zijn aan het daarmee te bereiken doel, welke proportionaliteit in acht dient te worden genomen zowel jegens een 'vijandige' bidder als jegens de aandeelhouders van de doelwitvennootschap. Indien een break-up fee deze toets niet kan doorstaan, kan er sprake zijn van wanbeleid van de doelwitvennootschap.

Mr. W. Ofner
NautaDutilh N.V.