
Informatieplicht en fairness opinion

Inleiding

Koninklijke Begemann Groep N.V. (hierna: Begemann) probeert zichzelf al geruime tijd op te heffen. Het actief van Begemann bestaat nog vrijwel uitsluitend uit haar 60%-belang in Tulip Computers N.V. (hierna: Tulip), bestaande uit aandelen Tulip en warrants, die elk recht geven op de verkrijging van één aandeel Tulip. De aandelen A in Begemann zijn genoteerd aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam N.V. In juni 2004 keurt de algemene vergadering van aandeelhouders het plan goed om iedere aandeelhouder een uitkering te doen van twee aandelen Tulip. Het plan stuit op verzet van een schuldeiser en wordt verhinderd. Op 1 december 2005 maken Sivex Agro N.V. (hierna: Sivex) en Begemann bekend dat zij overeenstemming hebben bereikt over het voorgenomen openbaar bod op alle gewone aandelen A in het kapitaal van Begemann (hierna: het openbaar bod). Ook het openbaar bod gaat niet onopgemerkt voorbij. Een groep minderheidsaandeelhouders zoekt zijn toevlucht bij zowel de Autoriteit Financiële Markten (AFM)¹ en het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb)² als de Ondernemingskamer,³ omdat hij van mening is dat het biedingsbericht onvoldoende informatie bevat over de waarde van de aandelen Tulip.

Ik ga hierna in op de procedures bij de AFM, het CBb en de Ondernemingskamer en in het bijzonder op de verplichting van de bieder en de doelvennootschap om meer informatie te verstrekken over Tulip en de rol van de fairness opinion bij de aanbeveling van een openbaar bod.

Feiten en procesverloop

Feiten

De biedprijs voor de onder het bod aangemelde aandelen A in Begemann bedraagt per aandeel een bedrag in contanten van EUR 1 en 18 aandelen in Tulip. De aandelen Tulip zijn derhalve in tweeërlei opzicht van het grootste belang: ze vormen nagenoeg het enige actief van de doelvennootschap, en de biedprijs bestaat uit aandelen Tulip. Van het totale aantal uitstaande aandelen A in Begemann wordt 46,44% gehouden door Begebel B.V. Enig aandeelhouder van Begebel B.V. is A.H.C. Deleye. Deleye is tevens voorzitter van de raad van commissarissen van Tulip.

Het biedingsbericht ter zake van het openbaar bod wordt op 1 december 2005 beschikbaar gesteld. In het biedingsbericht is algemeen beschikbare informatie over Tulip opgenomen, inclusief de cijfers tot en met juni 2005. Cijfers

-
1. AFM 23 december 2005, kenmerk MB-MLNo-05121617.
 2. Voorzieningenrechter CBb 27 december 2005, AWB 05/913 en CBb 5 januari 2006, AWB 05/916.
 3. Hof Amsterdam (OK) 23 december 2005, rekestnr. 1953/2005 OK.

met betrekking tot het derde kwartaal zijn niet opgenomen. De raad van commissarissen en de raad van bestuur bevelen het openbaar bod unaniem aan. De aanmeldingstermijn van het openbaar bod vangt aan op 2 december 2005 en eindigt op 27 december 2005.

Op 9 december 2005 uit een groep minderheidsaandeelhouders aan Begemann zijn bezorgdheid over het beleid en de gang van zaken betreffende het openbaar bod. Met name worden kanttekeningen geplaatst bij de rationale van het bod en de aanbeveling van de raad van bestuur en de raad van commissarissen. Begemann verwijst de aandeelhouders naar de op 16 december 2005 te houden informatieve buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: BAVA) van Begemann, waarin het openbaar bod zal worden besproken en toegelicht. In de BAVA zijn geen nadere mededelingen over de stand van zaken bij Tulip bekendgemaakt.

Bij brieven van 7 november en 13 en 20 december 2005 heeft Begemann aan Tulip gevraagd om, in het belang van de aandeelhouders van Begemann, meer inzicht te verschaffen in de toekomstplannen en financiële positie van Tulip. Bij persberichten van 15 en 20 december 2005 maakt Tulip bekend dat de in haar algemene vergadering van aandeelhouders van 29 juni 2005 geformuleerde groeistrategie aanvankelijk is bijgesteld in de zin dat het voorgenomen acquisitiebeleid zich uitstrekt over een groter aantal jaren en vervolgens, in ieder geval vooralsnog, ter zijde wordt geschoven totdat er meer duidelijkheid is over het openbaar bod.

Ondernemingskamer

Op 20 december 2005 dienen de minderheidsaandeelhouders een verzoek in bij de Ondernemingskamer om een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van Begemann en om onmiddellijke voorzieningen te treffen. Het verzoek om onmiddellijke voorzieningen te treffen wordt toegewezen. De Ondernemingskamer baseert zijn oordeel dat voorshands sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van Begemann, mede op de overweging dat de aandeelhouders van Begemann dienen te beschikken over gegevens inzake het vermogen en de resultaten van Tulip, de vennootschap wier aandelen worden aangeboden,⁴ en dat de bekende gegevens niet te kenschetsen zijn als van voldoende recente datum.⁵ Voorts is onduidelijk of, gelet op de bijzondere positie van Deleye, Begemann zich er voldoende van heeft vergewist of alle aandeelhouders van Begemann over dezelfde informatie met betrekking tot Tulip beschikken en of derhalve niet sprake is van 'informatieasymmetrie'.⁶ De Ondernemingskamer overweegt dat indien het ook voor Begemann onmo-

gelijk is haar aandeelhouders omtrent Tulip verder in te lichten, het, zonder nadere redengeving, onbegrijpelijk is dat bestuur en raad van commissarissen van Begemann het bod onvoorwaardelijk aan haar aandeelhouders hebben aanbevolen, vooral nu een fairness opinion ontbreekt en volgens (het bestuur van) Begemann ook niet verkregen kan worden,⁷ mede omdat Tulip geen (meer recente, financiële) informatie heeft verschaft.⁸ Juist in verbinding met hetgeen overigens aan recente (financiële) informatie met betrekking tot Tulip voorhanden is, moet het ontbreken van een onafhankelijk oordeel over de vraag of het openbare bod fair is, als een ernstige omissie worden aangemerkt, en is de genoemde aanbeveling, die ook betrekking heeft op de financiële aspecten van het bod, te minder begrijpelijk. De Ondernemingskamer is van mening dat het voor de hand lijkt te liggen dat bestuur en commissarissen zich van een oordeel hadden onthouden.⁹ De Ondernemingskamer overweegt in zijn beschikking dat het (verdere) beleid van Begemann met betrekking tot het openbaar bod moet worden gevormd door functionarissen die tot nu geen deel hebben uitgemaakt van haar organen, en benoemt de heer Meuter als bestuurder en de heer Holsboer als commissaris van Begemann.

AFM

Op 19 en 20 december 2005 uiten de minderheidsaandeelhouders eveneens hun bezorgdheid over het ontbreken van voldoende financiële informatie aan de AFM. Daarbij verzoeken zij de AFM Begemann en Sivex een aanwijzing te geven als bedoeld in artikel 28 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) tot het verstrekken van nadere informatie en Sivex de aanwijzing te geven tot het verlengen van de aanmeldingstermijn. Nadat de AFM heeft kennisgenomen van de beschikking van de Ondernemingskamer, stelt de AFM zich bij besluit van 23 december 2005 op het standpunt dat er geen sprake is van overtreding van wet- en regelgeving inzake openbare biedingen en dat de AFM derhalve geen bevoegdheden ter beschikking staan om in te grijpen. In het onderhavige geval is geen sprake van een ruil van door de bieder uitgegeven effecten, maar van een biedprijs die mede bestaat uit door een derde vennootschap uitgegeven effecten. De AFM geeft aan dat de reikwijdte van de biedingsregels zich uitstrekt tot bieder en doelvennootschap en niet tot een derde, zoals Tulip. Een analoge toepassing van de artikelen 9i (vereisten voor het biedingsbericht), 9n (vereiste informatie in geval van een ruilbod) en 9 lid 2 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) (informatie te verstrekken op de BAVA) is volgens de AFM onaanvaardbaar.

CBb

Op 26 december 2005 stellen de minderheidsaandeelhouders beroep in tegen het besluit van de AFM. Tevens wen-

4. R.o. 3.10.

5. R.o. 3.11.

6. R.o. 3.12.

7. R.o. 3.9.

8. R.o. 2.17.

9. R.o. 3.14.

Vennootschap & Onderneming

den zij zich tot de voorzieningenrechter van het CBB met het verzoek bij wege van voorlopige voorziening de AFM op te dragen om Sivex te gelasten tot het verlengen van de aanmeldingstermijn onder het openbaar bod totdat in de bodemprocedure door het CBB uitspraak is gedaan. Bij uitspraak van 27 december 2005 wijst de voorzieningenrechter het verzoek om een voorlopige voorziening toe.

Bij persbericht van 27 december 2005 deelt Begemann mee dat de nieuwe bestuurder en commissaris van Begemann tot de conclusie zijn gekomen dat het op basis van de op dat moment beschikbare informatie niet mogelijk is tot een gefundeerd oordeel te komen over het bod, en dat nog nadere analyse en onderzoek nodig zijn.

In de bodemprocedure komt vast te staan dat de AFM heeft aangedrongen op het opnemen van algemeen beschikbare informatie over Tulip. Daarnaast stelt het CBB vast dat het biedingsbericht informatie bevat over de onderbouwing van de biedprijs en dat de biedprijs is vastgesteld op basis van een financiële analyse van openbare gegevens. Het CBB is van oordeel dat de AFM terecht heeft gemeend dat deze gegevens toereikend waren.¹⁰

Een wettelijke plicht om informatie over Tulip te verstrekken is er niet. Het Bte 1995 geeft uitsluitend aan dat informatie met betrekking tot het vermogen en de resultaten verstrekt dient te worden (1) van de doelvennootschap en (2) van de bieder indien deze effecten uitgeeft onder het bod. Volgens het CBB ziet de verplichting om informatie over de doelvennootschap te verschaffen niet op een vennootschap waarin de doelvennootschap een, al dan niet substantieel, belang heeft. Ook de verplichting om informatie over de bieder te verstrekken indien deze aandelen uitgeeft in het kader van het openbaar bod, dient niet analoog te worden toegepast indien aandelen van een derde vennootschap in het bod zijn begrepen. Op 5 januari 2006 verklaart het CBB het beroep ongegrond.

Vervolg

Op 5 januari 2006 bevestigt Tulip in een persbericht haar berichtgevingen van 14 en 20 december 2005.

De heren Meuter en Holsboer doen op 6 januari 2006 bij persbericht uitvoerig verslag van hun bevindingen. Zij hebben niet kunnen constateren dat Begemann over meer relevante informatie over Tulip beschikte dan zij naar buiten heeft gebracht. Gezien de positie die Tulip heeft ingenomen ten aanzien van de gelijke behandeling van alle aandeelhouders bij haar informatieverstrekking, is het volgens de heren Meuter en Holsboer begrijpelijk dat Begemann (en de bieder) niet over meer informatie kon(den) beschikken. In dat licht is naar hun mening ook begrijpelijk dat het verkrijgen van een zinvolle fairness opinion onmogelijk bleek. Of

Begemann, door met haar meerderheidsbelang een aandeelhoudersvergadering van Tulip bijeen te laten roepen, meer relevante informatie beschikbaar had kunnen krijgen, wordt door hen betwijfeld. De heren Meuter en Holsboer menen dat er in het kader van het bod, ook na het persbericht van Tulip van 5 januari 2006, nog steeds minder informatie voorhanden is dan idealiter wenselijk, maar dat er geen mogelijkheden zijn om meer informatie beschikbaar te krijgen. In het licht van de omstandigheden en de wel beschikbare informatie achten zij het echter in het belang van Begemann en haar aandeelhouders dat de transactie doorgang vindt en bevelen zij het bod aan de aandeelhouders aan.

Op 12 januari 2006 doet Sivex het openbaar bod gestand. Op verzoek van de heren Meuter en Holsboer heeft Sivex voorts een na-aanmeldingstermijn opengesteld. Inmiddels is bij beschikking van 27 januari 2006 van de Ondernemingskamer de benoeming van de heren Meuter en Holsboer beëindigd.¹¹

Commentaar

In de onderhavige procedure is het CBB van oordeel dat niet is komen vast te staan dat Sivex en/of Begemann de wettelijke biedingsregels heeft/hebben overtreden. Het CBB wijkt daarmee af van het oordeel van de Ondernemingskamer. Volgens het CBB moet echter in aanmerking worden genomen dat de eisen die op grond van artikel 6a Wte 1995 worden gesteld, niet zonder meer identiek zijn aan de verplichtingen van het bestuur van de vennootschap op grond van Boek 2 BW.

Aan welke verplichtingen dient het bestuur van de vennootschap zich te houden op grond van Boek 2 BW om het oordeel 'wanbeleid' te voorkomen? In zijn Zwagerman I-beschikking heeft de Hoge Raad het begrip wanbeleid benaderd vanuit artikel 2:8 BW.¹² Zo brengt de redelijkheid en billijkheid binnen een rechtspersoon mee dat jegens de bij de organisatie van de rechtspersoon betrokkenen verantwoording wordt afgelegd voor de gang van zaken in de rechtspersoon.¹³ De uitwerking van de in deze normen besloten plicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval.

Wat zijn nu deze omstandigheden van het geval? Wat de onderhavige zaak zo bijzonder maakt, is dat het vermogen van Begemann voornamelijk bestaat uit beursgenoteerde aandelen en dat er geen sprake is van een ruilbod waarbij door de bieder effecten worden uitgegeven, maar waarbij aandelen in een derde, Tulip, worden toegekend. Dit heeft

11. Hof Amsterdam (OK) 27 januari 2006, 1953/2005 OK en 108/2006 OK.

12. Zie ook de conclusie van A-G Wesseling-van Gent in HR 21 februari 2003, JOR 2003, 57 (HBG).

13. Zie de conclusie van A-G Timmerman in HR 18 november 2005, RvdW 2005, 137 (Unilever).

10. R.o. 8.4.5.

Vennootschap & Onderneming

zowel gevolgen voor de informatie die over deze vennootschap kan worden verstrekt aan de aandeelhouders, als voor het verkrijgen van een fairness opinion.

Het verstrekken van informatie

Het CBb heeft geoordeeld dat er geen wettelijke plicht is om informatie over Tulip te verstrekken. De Ondernemingskamer heeft hier een andere mening over: de aandeelhouders dienen ook de beschikking te krijgen over gegevens inzake het vermogen en de resultaten van de vennootschap waarvan aandelen worden aangeboden. Het bestuur van Begemann heeft Tulip verschillende keren verzocht meer inzicht te verschaffen in haar toekomstplannen en financiële positie. Tulip heeft hier slechts beperkt gehoor aan gegeven. De vraag dringt zich volgens de Ondernemingskamer op of Begemann zich voldoende van haar taak heeft gekweten om over de meer recente (financiële) informatie te gaan beschikken, waarbij Begemann gebruik zou moeten maken van haar meerderheidsbelang in Tulip. Onduidelijk is of Tulip op een algemene vergadering van aandeelhouders meer informatie zou hebben verstrekt dan zij in de persberichten heeft gedaan. De heren Meuter en Holsboer zeggen hierover in een persbericht van 6 januari 2006 het volgende:

‘Gezien de positie die Tulip heeft ingenomen ten aanzien van de gelijke behandeling van alle aandeelhouders bij haar informatieverstrekking, is het begrijpelijk dat Begemann (en de bieder) tot op heden niet over meer informatie kon beschikken. (...) Of Begemann, door met haar meerderheidsbelang een aandeelhoudersvergadering van Tulip bijeen te laten roepen, meer relevante informatie beschikbaar had kunnen krijgen, wordt door ons betwijfeld.’

Beschikte Begemann dan, als meerderheidsaandeelhouder van Tulip en mede gezien de bijzondere positie van Deleye, niet over meer actuele informatie over de stand van zaken bij Tulip, en zo ja, heeft zij zich er voldoende van vergewist of al of niet sprake is van wat verzoekers ‘informatieasymmetrie’ noemen, en heeft zij voldoende maatregelen getroffen deze asymmetrie, als daarvan sprake mocht (blijken te) zijn, ongedaan te maken? In voornoemd persbericht van 6 januari 2006 hebben de heren Meuter en Holsboer laten weten dat zij niet hebben kunnen constateren dat Begemann over meer relevante informatie over Tulip beschikte dan zij naar buiten heeft gebracht. Ook geven zij aan dat Begebel en Deleye hebben verklaard dat, hoewel de heer Deleye uit hoofde van zijn functie als president-commissaris van Tulip uiteraard over meer informatie over Tulip beschikt dan andere aandeelhouders, die informatie niet van dien aard is dat zij als relevant voor de beoordeling van het bod ook aan de andere aandeelhouders ter beschikking had moeten worden gesteld.

Nu Begemann niet over meer actuele informatie over Tulip beschikt en aan haar verzoeken om meer informatie over

Tulip te verkrijgen geen gehoor is gegeven, staan Begebel en Deleye geen andere middelen ter beschikking om recentere informatie over het vermogen en de resultaten van Tulip aan haar aandeelhouders ter beschikking te stellen. Had het bestuur van Begemann voornoemde afwegingen reeds gemaakt en was het tot de conclusie gekomen dat er derhalve geen aanleiding was om additionele informatie aan de aandeelhouders te verstrekken?

Fairness opinion en aanbeveling

De Ondernemingskamer lijkt te suggereren dat het bestuur van Begemann het bod niet kan aanbevelen zonder te beschikken over een fairness opinion.¹⁴

Allereerst kan worden gesteld dat, hoewel een fairness opinion *market practice* is, een fairness opinion niet wettelijk verplicht is. Voorts kan de vraag worden gesteld of een fairness opinion in het onderhavige geval noodzakelijk is. Nu Begemann geen andere activiteiten meer ontplooit dan het houden van aandelen in Tulip, dient het bestuur bij de afweging van de diverse belangen vooral aandacht te hebben voor de belangen van de aandeelhouders. In het biedingsbericht is opgenomen dat Begemann voor haar vermogenspositie in overwegende mate afhankelijk is van de waarde van haar belang in Tulip. Indien de waarde van het aandeel Begemann nagenoeg uitsluitend wordt bepaald door de waarde van het aandeel Tulip, dan krijgen de aandeelhouders Begemann feitelijk hetzelfde terug voor de door hen onder het bod aangemelde aandelen Begemann. Zowel de waarde van de aandelen Begemann als de waarde van de aandelen Tulip wordt dan immers bepaald door dezelfde factoren. Vergelijk in dit verband de openbare bieding van Groothoofdspoort N.V. op De Maxwell Petroleum Holding N.V. in 2000, waarbij het biedingsbericht geen fairness opinion bevatte, maar het bestuur van De Maxwell Petroleum Holding het bod wel ten zeerste heeft aanbevolen.

Daarnaast zijn in het biedingsbericht van Sivex/Begemann andere redenen voor de aanbeveling van het openbaar bod opgesomd: een exit-mogelijkheid, een premie ten opzichte van de beurskoers, opheffing van de onderwaardering van de aandelen, de mogelijkheid om ook in de toekomst te profiteren van de eventuele koerswinst van het aandeel Tulip en de hogere liquiditeit van de aandelen Tulip.¹⁵

Ook zonder een fairness opinion kan het bestuur op basis van de combinatie van voornoemde factoren tot de conclusie komen dat een bod fair is. Blijkbaar zijn ook de heren Meuter en Holsboer deze mening toegedaan. Nadat Tulip op 5 januari 2006 een persbericht met zeer beperkte aanvullende financiële informatie heeft uitgebracht, overwogen de heren Meuter en Holsboer in een persbericht van 6 januari 2006 dat, in het licht van de omstandigheden en de wel

14. R.o. 3.14.

15. Zie par. 8.5.

beschikbare informatie, het in het belang is van Begemann en haar aandeelhouders dat de transactie doorgang vindt, en bevelen zij het bod, met inachtneming van enkele van de voornoemde voordelen, maar derhalve zonder fairness opinion, aan de aandeelhouders aan.

*Mr. drs. J.M. Tukker
Allen & Overy*