

# *Contingent value rights* als voorwaardelijke, additionele vergoeding in een openbaar bod

*Mr. L.J. Brabers\**

## **Introductie**

Na maandenlang getouwtrek en gesteggel over de overnameprijs nam begin 2011 het Franse farmaceutische concern, Sanofi-Aventis, het Amerikaanse Genzyme over. De oplossing voor het verschil in waardering in het overnamegevecht bleek te liggen in zogenoemde *contingent value rights* (hierna: CVRs). Partijen konden het in eerste instantie niet eens worden over de waarde van een nieuw medicijn dat Genzyme in de pijpleiding had. Sanofi-Aventis besloot de vergoeding onder het bod aan te vullen met CVRs. Deze CVRs geven de houder daarvan recht op additionele betalingen als het nieuwe medicijn wordt goedgekeurd door de Amerikaanse toezichthouder en het medicijn bepaalde verkoopomzetten genereert in de komende jaren.

Het gebruik van CVRs is niet nieuw: in het Verenigd Koninkrijk waren CVRs onderdeel van de vergoeding van het openbaar bod door EDF op British Energy in januari 2009. De CVRs aangeboden onder het bod van EDF geven de houders ervan het recht op additionele betalingen afhankelijk van de output van een aantal specifieke energiecentrales en marktenergieprijzen.

Deze bijdrage verkent een aantal aspecten van CVRs, namelijk de kenmerken, het gebruik en aandachtspunten. De bijdrage gaat daarbij uit van een openbaarbodsituatie waarbij de CVRs worden aangeboden door de bidder aan de aandeelhouders van de doelvennootschap als voorwaardelijke, additionele vergoeding.

## **Kenmerken**

Een bidder kan CVRs onderdeel maken van de aangeboden vergoeding onder het openbaar bod. Een CVR geeft de houder daarvan gedurende een bepaalde periode recht op (een) voorwaardelijke, additionele vergoeding(en), die betaald moeten worden door de bidder aan de aandeelhouder van de doelvennootschap. Op een aantal elementen zal nader worden ingegaan.

## *Voorwaardelijkheid*

Een CVR geeft recht op een voorwaardelijke, additionele vergoeding. De voorwaarde kan gelegen zijn in de ontwikkeling van de aandelenkoers van de bidder of het voordoen van een onzekere gebeurtenis met betrekking tot de doelvennootschap. Als de voorwaarde ligt in de ontwikkeling van de aandelenkoers van de bidder, dan kan de voorwaarde gelegen zijn in het bereiken van een ondergrens. Als de aandelenkoers van de bidder beneden een bepaalde grens zakt, ontvangen de aandeelhouders van een doelvennootschap, die als gevolg van een openbaar ruilbod aandelen in de bidder hebben gekregen, een additionele vergoeding. De voorwaarde kan ook zijn het overstijgen van een bovengrens. Hoewel het resultaat hetzelfde is (namelijk een additionele betaling aan de aandeelhouders van de doelvennootschap), is het doel verschillend. Dit zal hierna worden besproken in de paragraaf 'Gebruik'.

De voorwaarde kan ook gelegen zijn in een onzekere gebeurtenis, zoals het behalen door de doelvennootschap van een bepaalde omzet, de hoogte van de opbrengst uit de verkoop van een bedrijfsonderdeel of een gunstige uitspraak in een lopende gerechtelijke procedure. Zodra de aan de doelvennootschap toe te wijzen omzet een bepaald bedrag overschrijft, de verkoopopbrengst van een bedrijfsonderdeel ten minste het vooraf bepaalde bedrag is of de uitspraak in een procedure gunstig uitvalt en als gevolg daarvan een voorziening vrijvalt of een bedrag ontvangen wordt, dan is de bidder tot betaling van de additionele vergoeding gehouden.

## *Effect of niet-overdraagbaar contractueel recht*

Een CVR kan worden vormgegeven als een niet-overdraagbaar contractueel recht of een effect. Het contractuele recht kan worden vormgegeven als een verplichting jegens de aandeelhouders van de doelvennootschap die de bidder op zich neemt in het biedingsbericht. Anderzijds kan de CVR ook worden vormgegeven als effect als bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft), namelijk een verhandelbaar schuldinstrument (art. 1:1 Wft, definitie 'effect' onder b) of een ander verhandelbaar waardebewijs dat in geld wordt afgewikkeld (art. 1:1 Wft, definitie 'effect' onder c). Dit vereist andere documentatie dan een contractueel recht en zal met name invloed hebben op de overdraagbaarheid van de CVR.

\* Mr. L.J. Brabers is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy LLP.

Een CVR opgetuigd als effect kan worden verhandeld op de beurs en kan worden opgenomen in het girale systeem (art. 1 Wet giraal effectenverkeer (Wge), definitie 'effect'). Dit heeft als voordeel dat de aandeelhouder van de doelvennootschap, die zijn aandelen heeft aangeboden en daar als onderdeel van de vergoeding CVRs voor heeft ontvangen, deze CVRs te allen tijde te gelde kan maken. Gezien de looptijd en de onzekerheid van betaling op de CVRs kan dit voor aandeelhouders een uitkomst zijn.

Uiteraard is het ook mogelijk voor de bidder om de overdraagbaarheid van de CVRs uit te sluiten door dit op te nemen in de contractuele voorwaarden of in de condities van het effect.

### *Looptijd*

De looptijd kan variëren van een paar maanden tot tien jaar. De looptijd zal in elk geval lang genoeg moeten zijn, zodat de voorwaarde vervuld kan worden. Dit zal in de regel al snel een aantal maanden vergen, maar afhankelijk van de voorwaarde kan dit ook jaren duren. Zo zullen de ontwikkeling en de verkoop van een nieuw medicijn jaren op zich laten wachten.

### *Eenmalige of meerdere betalingen*

Een CVR kan recht geven op een enkele betaling, waarna de CVR eindigt. Dit is bijvoorbeeld het geval als betaling op de CVR afhankelijk is van de verkoop van een bedrijfsonderdeel en de hoogte van de opbrengst of de uitkomst van een procedure. De CVR kan ook recht geven op meerdere betalingen gedurende langere tijd. De verschillende betalingen kunnen bijvoorbeeld afhankelijk zijn van de verkoopresultaten van een bepaald product over een langere termijn.

### *Keuze of vast element van de vergoeding*

De bidder kan de aandeelhouders van de doelvennootschap de keus geven om al dan niet CVRs te accepteren als onderdeel van de vergoeding in een openbaar bod. Mocht een aandeelhouder geen CVRs wensen, dan kan de bidder een vaste vergoeding in *cash* daarvoor in de plaats stellen. De CVRs kunnen ook een vast onderdeel vormen van de vergoeding in het openbaar bod. Als de CVRs een keuze-element van de vergoeding zijn, dan is het voorstelbaar dat een bidder een minimum-acceptatie vereist om te voorkomen dat er onnodig veel kosten worden gemaakt voor het creëren en in stand houden van de CVRs.

### **Gebruik**

CVRs kunnen voor meerdere doeleinden worden gebruikt. De functie van CVRs is vergelijkbaar met *earn-out* bepalingen in private transacties. CVRs kennen in hun gebruik tot op zekere hoogte dezelfde problemen.

### *Lagere vergoeding up-front*

Het gebruik van CVRs als onderdeel van de vergoeding in een openbaar bod stelt de bidder in staat om niet op *settlement* van het openbaar bod al de gehele vergoeding beschikbaar te hebben en geeft de bidder na de overname enige tijd om de beoog-

de synergie te behalen. Door gebruik van CVRs kunnen additionele betalingen later volgen en misschien zelfs helemaal niet, afhankelijk van de vervulling van de voorwaarden van de CVRs. Dit kan ook enig comfort geven aan de bidder: mochten de financiële resultaten van de doelvennootschap of de nieuwe combinatie tegenvallen of blijkt de uitkomst van een juridische procedure ongunstig te zijn, dan komt dit niet of niet volledig ten nadele van de bidder.

### *Overbrugging van verschil in waardering*

De bidder en de (aandeelhouders van de) doelvennootschap kunnen een verschillende waardering geven aan de onderneming. Dit kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt door een *asset* waarvan de waarde niet of moeilijk vast te stellen is. Om dit verschil te overbruggen kan de bidder CVRs aan de vergoeding toevoegen. De hoogte van deze vorm van vergoeding hangt dan bijvoorbeeld af van het toekomstige rendement op het betreffende *asset*. Zo bestond er tussen Genzyme en Sanofi-Aventis onenigheid over de waardering van een medicijn dat Genzyme in de pijpleiding had. Zij hebben dit opgelost door CVRs onderdeel te maken van de vergoeding van Sanofi-Aventis aan de aandeelhouders van Genzyme. De CVRs geven recht op additionele betalingen als het medicijn wordt goedgekeurd door de Amerikaanse toezichthouder en bij het bereiken van bepaalde omzetrempels in de komende jaren.

### *Hedge*

Bij een ruilbod zou een bidder kunnen besluiten om ook CVRs onderdeel van de aangeboden vergoeding te maken. Deze CVRs zouden dan recht kunnen geven op een additionele *cash*-vergoeding, als de aandelenkoers van de bidder beneden een bepaalde grens zakt. Dit geeft de aandeelhouders van de doelvennootschap, die hun aandelen aanbieden onder het ruilbod, de zekerheid dat de geboden vergoeding een minimumwaarde vertegenwoordigt. Deze aandeelhouders worden daarmee beschermd tegen negatieve koersontwikkelingen van de aandelen in de bidder.<sup>1</sup> De koers van de bidder kan zich bijvoorbeeld negatief ontwikkelen als gevolg van het feit dat de gecombineerde business van de bidder en de doelvennootschap niet volgens plan presteert en/of de beoogde synergie niet behaald wordt. Hierbij speelt wel de vraag of dit niet kan worden opgevat als een koersgarantie door de bidder, hetgeen niet is toegestaan onder het steunverbod. Hier zal later op in worden gegaan.

Omgekeerd is ook mogelijk: in een *cash*-bod kunnen de CVRs recht geven op een additionele vergoeding, als de aandelenkoers van de bidder boven een bepaalde grens stijgt of bepaalde omzet- of winstdoelstellingen worden behaald. Deze vorm van CVRs kan worden gezien als een *sweetener* in een openbaar bod.

1. Zie ook R.H. Hooghoudt & L.F. Groothuis, Het bod, de vergoeding en de voorwaarden, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), Handboek openbaar bod, Deventer: Kluwer 2008, p. 460-461.

Het gebruik van CVRs als hedge kan wel gevoelig zijn voor marktmanipulatie. Partijen zouden de aandelenkoers bewust kunnen drukken of opdrijven om de vergoeding onder de CVRs te ontvangen. Dit gevaar zal zich vooral voordoen als de CVRs verhandelbaar zijn los van het aandeel in de bieder.

### *Signaal naar de markt*

De bieder geeft een signaal naar de markt af door CVRs onderdeel te maken van een ruilbod. Door een additionele *cash*-vergoeding aan te bieden als de aandelenkoers van de bieder beneden een bepaalde grens zakt, geeft de bieder het signaal af aan de markt dat hij niet verwacht dat de aandelenkoers beneden een bepaalde grens zakt en dat hij overtuigd is dat de overname een succes zal blijken. Dit signaal kan een positieve invloed hebben op de aandelenkoers van de bieder.

### **Aandachtspunten**

Er is een aantal punten dat aandacht verdient bij het gebruik van CVRs in een openbaar bod. Enkele van deze aandachtspunten zullen hier worden besproken.

### *Certainty of funds*

Onder de biedingregels moet een bieder ervoor zorgen dat deze uiterlijk op het tijdstip van de indiening van de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht een vergoeding in geld kan opbrengen of alle redelijke maatregelen heeft getroffen om enige andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken om het bod gestand te kunnen doen.<sup>2</sup> Daarnaast moet de bieder over de financiering een openbare mededeling doen. Deze verplichting tot het zorg dragen voor een vergoeding wordt ook wel *certainty of funds* genoemd.

Uit het Bob wordt niet duidelijk of de *certainty of funds* ook ziet op voorwaardelijke, additionele vergoedingen, zoals CVRs. De nota van toelichting bij het Bob geeft hier ook geen duidelijkheid over. Betoogd kan worden dat de *certainty of funds*-verplichting alleen geldt voor de vergoeding die bij de gestanddoening van het openbaar bod verschuldigd is en niet voor een additionele, voorwaardelijke vergoeding die pas op een later moment verschuldigd kan worden. In de nota van toelichting bij het Bob geeft de minister van Financiën aan dat de *certainty of funds*-verplichting de aandeelhouders van de doelvennootschap in staat moet stellen te beoordelen hoe reëel het aangekondigde bod is.<sup>3</sup> Voor de verkopende aandeelhouders zal het van belang zijn dat de bieder over voldoende middelen beschikt om het bod gestand te doen. Dit zal vaak afhankelijk zijn van een aantal opschortende voorwaarden, zoals een minimumaanmelding en de afwezigheid van een *material adverse change*. De gestanddoening van het bod zal niet afhankelijk zijn van een betaling onder de CVRs. Het

doel van de CVRs is nu juist een voorwaardelijke vergoeding in aanvulling op de 'vaste' biedprijs en volgt pas maanden, zo niet jaren na *settlement* van het openbaar bod.

In het Bob is ook een aanwijzing te vinden dat de *certainty of funds*-verplichting alleen geldt voor de vergoeding die bij de gestanddoening van het openbaar bod verschuldigd is. Artikel 11 lid 2 van het Bob geeft de AFM de bevoegdheid om een bieder te verplichten aanvullende informatie in het biedingsbericht op te nemen met betrekking tot onder meer de formaliteiten die moeten worden vervuld 'om de tegenprestatie te ontvangen die bij de gestanddoening van het openbaar bod verschuldigd is'. A contrario geredeneerd, zou de *certainty of funds*-verplichting dus niet op een vergoeding zien die niet bij gestanddoening verschuldigd is.

Op basis van het voorgaande kan worden betoogd dat de *certainty of funds*-verplichting niet ziet op CVRs, alhoewel dit geen uitgemaakte zaak is.

### *Gelijk bod-vereiste en best price rule*

Een bieder dient een openbaar bod onder gelijke voorwaarden te richten tot alle aandeelhouders van de doelvennootschap (art. 3 Bob). Het Bob staat toe dat een bieder buiten het uitgebrachte openbaar bod om transacties verricht (art. 13 Bob), maar volgens de AFM is het de bieder niet toegestaan om tussen het tijdstip van het uitbrengen van het bod en het tijdstip dat de bieder het bod gestand doet een andere vergoeding te betalen in onderhandse transacties dan het soort vergoeding dat onder het openbaar bod wordt aangeboden. Volgens de AFM betekent dit dat tijdens deze periode bij een *cash*-bod geen onderhandse ruiltransacties mogen plaatsvinden en bij een ruilbod geen onderhandse transacties in *cash*.<sup>4</sup> De vraag die opkomt, is of het wel is toegestaan om bij een uitstaand *cash*-bod onderhandse transacties aan te gaan waarbij een mix wordt geboden van *cash* aangevuld met CVRs. Dit geldt ook voor de situatie waarbij een *cash*-bod aangevuld met CVRs uitstaat en onderhandse transacties worden aangegaan, waarbij alleen *cash* als vergoeding wordt aangeboden. Hoewel de CVRs in *cash* worden afgewikkeld, hebben de CVRs een ander karakter dan de 'vaste' *cash*-biedprijs. Daarmee is het onzeker of dergelijke onderhandse transacties toegestaan zijn onder het gelijk bod-vereiste.

Mocht het bovenstaande toegestaan zijn, dan rijst de vraag hoe hiermee moet worden omgegaan in verband met de *best price rule* (art. 19 Bob). Als een bieder een volledig bod gestand doet, moet de bieder voor alle ingevolge dat volledig bod aangemelde aandelen een vergoeding betalen, die overeenkomt met de in het biedingsbericht genoemde vergoeding of de hoogste door hem betaalde vergoeding in verband met een onderhandse transactie. De wet noch de interpretaties van de AFM ten aanzien van de *best price rule* geven uitsluitsel over de waardering van CVRs die worden aangeboden in een onder-

2. Art. 7 lid 4 Besluit van 12 september 2007, houdende implementatie van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEU L 142) en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (Besluit openbare biedingen Wft), Stb. 2007, 329 (hierna: Bob).

3. NvT bij het Bob, p. 40.

4. AFM-interpretatie 'Gelijk bod-vereiste ex artikel 3 Bob bij transacties buiten het bod om', 17 oktober 2008 (zie <www.afm.nl>).

handse transactie terwijl er een *cash*-bod uitstaat of omgekeerd. Gezien de voorwaardelijkheid van de betaling onder de CVRs zal de waardering lastig zijn.

Mocht het gebruik van CVRs in een onderhandse transactie bij een uitstaand *cash*-bod (of onderhandse transacties in *cash* bij een uitstaand bod dat bestaat uit *cash* en CVRs) voldoen aan het gelijk bod-vereiste, dan is het de vraag hoe hiermee moet worden omgegaan onder de *best price rule*. Mogelijk moet dan aansluiting worden gezocht bij de maximale waarde van de CVRs.

### *Standpunt van het bestuur*

Het bestuur van de doelvennootschap moet een gemotiveerd standpunt innemen, waarin het bestuur ingaat op de geboden vergoeding en de overwegingen en prognoses die de hoogte van het bod hebben bepaald (art. 18 lid 2 jo. Bijlage G Bob). Als CVRs onderdeel zijn van het openbaar bod, dan zal het bestuur de CVRs moeten betrekken in de standpuntbepaling. Punt van aandacht is dan de bespreking van de voorwaarden voor betaling onder de CVRs, waarbij het bestuur er niet aan ontkomt om de kans dat de voorwaarden vervuld worden ook te onderzoeken en te bespreken. Dit geldt ook voor het afgeven van een *fairness opinion*. Afhankelijk van de aard van de voorwaarden kunnen dit lastige exercities zijn.

### *Steunverbod*

Uit het wettelijke steunverbod volgt dat een Nederlandse doelvennootschap geen zekerheid mag stellen of zich op andere wijze sterk maken of zich hoofdelijk of anderszins naast of voor anderen verbinden met het oog op het nemen of verkrijgen door eenieder van de aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap (art. 2:98c BW).

Zoals eerder al besproken, kunnen CVRs afhankelijk zijn van de vervulling van een voorwaarde die betrekking heeft op de financiële situatie van de doelvennootschap (een bepaalde omzet, de opbrengst uit de verkoop van een bedrijfsonderdeel of een gunstige uitspraak in een procedure). De CVRs worden aangeboden door deieder en de voorwaardelijke, additionele betaling is een verplichting van deieder. Het is niet ondenkbaar dat deieder de middelen van de doelvennootschap gebruikt voor de voldoening van de verplichting onder de CVRs. Echter, de doelvennootschap heeft geen enkele verplichting en is tegen de tijd dat er betaling onder de CVRs plaatsvindt onderdeel van de groep van deieder en kan de middelen als dividend uitkeren aan deieder. Bovendien moet 'met het oog op' beperkt worden uitgelegd.<sup>5</sup> Zelfs als de doelvennootschap zekerheid stelt of zich hoofdelijk verbindt voor de nakoming van de verplichtingen van deieder onder de CVRs, dan is het maar de vraag of het zekerheid stellen of hoofdelijk verbinden in een zodanige verhouding staat tot het openbaar bod, dat dit in strijd zou zijn met het steunverbod. In dit verband wordt opgemerkt dat de CVRs een additionele

vergoeding vormen op hetgeen in *cash* of aandelen als 'vaste' vergoeding wordt aangeboden.

Strijd met het steunverbod lijkt dan ook onwaarschijnlijk.

### *Uitkoop*

Als deieder meer dan 95% van de aandelen in handen heeft gekregen, kan deieder de minderheidsaandeelhouders uitkopen (art. 2:92c of 2:359c BW). Voor het vaststellen van de prijs van de over te dragen aandelen wordt gekeken naar de actuele of recente beurskoers van de doelvennootschap, wordt aansluiting gezocht bij de biedprijs in het openbaar bod of kan de Ondernemingskamer deskundigen benoemen om de waarde van de over te dragen aandelen vast te stellen. Aansluiting bij de biedprijs brengt de nodige problemen met zich mee, omdat dan de CVRs gewaardeerd moeten worden en dat zal lastig zijn vanwege de voorwaardelijkheid van de betaling(en) op de CVRs. Een waardering door deskundigen van de over te dragen aandelen of aansluiting bij de beurskoers van de doelvennootschap is in dat geval een oplossing om tot een vaststelling van een prijs te komen.

Een praktisch nadeel van de uitkoopprocedure kan zijn dat sommige aandeelhouders in de doelvennootschap hun aandelen niet aanbieden onder het openbaar bod, omdat zij de voorkeur geven aan *cash up-front* en gokken dat zij bij de rechter een hogere vergoeding ontvangen dan er mogelijk op de CVRs betaald zal worden. In een uitkoopprocedure ontvangen deze aandeelhouders namelijk een vergoeding volledig in *cash*. Dit probleem is niet onoverkomelijk, vooral als de CVRs een keuzeonderdeel vormen van de vergoeding in een openbaar bod.

### **Conclusie**

CVRs zouden een interessant instrument kunnen vormen in de gereedschapskist van bidders, overnameadvocaten en zakenbanken bij openbare biedingen. Ze kunnen als smeermiddel dienen bij onenigheid tussen bidders en doelvennootschappen over de waardering. Daarnaast kunnen ze een uitkomst zijn voor de financiering van openbare biedingen. Met het aantal juridische haken en ogen lijkt het allemaal wel mee te vallen. Het is nu aan de praktijk of het gebruik in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk navolging krijgt in Nederland.

5. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 172.