

# De fiduciary out en de market practice in Nederland: een redelijke prijs als minimumvereiste

## Ondernemingsrecht 2021/88

Nadat eenieder en een beursgenoteerde onderneming afspraken hebben gemaakt in het *merger protocol*, kunnen omstandigheden in zodanige mate veranderen dat de doelvennootschap niet langer akkoord wenst te gaan met het openbare bod. Een *fiduciary out* is een contractuele bepaling, die het bestuur de mogelijkheid geeft onder vooraf bepaalde voorwaarden zijn steun voor het openbaar bod en de gebondenheid van de doelvennootschap aan het *merger protocol* te beëindigen. Het bedingen en inroepen van een *fiduciary out* vormt een invulling van een behoorlijke taakvervulling van het bestuur. Auteurs bespreken de juridische kaders die daarbij gelden. Aan de hand van een analyse van de Nederlandse publieke transactiepraktijk wordt geïllustreerd dat de *fiduciary out* een veelvoorkomend instrument is, maar dat de reikwijdte daarvan doorgaans beperkt is tot superieure concurrerende biedingen. Wanneer in het *merger protocol* (*pre-wired*) *back-end* transacties worden overeengekomen, zoals over het algemeen het geval is, dient het bestuur van de doelvennootschap te (kunnen) waarborgen dat via die transacties (tegen hun zin) onteigende aandeelhouders een redelijke prijs ontvangen. Dat vereiste van een redelijke uitkoopprijs volgt uit het toepasselijke regime in de wettelijke uitkoopprocedure, en kan niet omzeild worden door middel van (*pre-wired*) *back-end* transacties. Een *fiduciary out* die beperkt is tot superieure concurrerende biedingen zal voor het bewerkstelligen van een redelijke uitkoopprijs mogelijk niet steeds voldoende zijn. In plaats daarvan kan een bredere omschrijving van opkomende omstandigheden (*intervening events*) of een algemeen geformuleerde *fiduciary out* soelaas bieden.

### 1. Introductie

In een 'vriendelijk' openbaar biedingsproces maken de bieder en het bestuur en de RvC van de doelvennootschap (*target*) doorgaans afspraken.<sup>2</sup> Dit gebeurt in een *merger protocol* (ook wel *merger agreement*, fusieprotocol of fusieovereenkomst).<sup>3</sup> Na het sluiten van het *merger proto-*

*col* kunnen omstandigheden in een zodanige mate veranderen dat het bestuur van de doelvennootschap het voorliggende bod niet langer kan steunen. De *fiduciary out* is een contractuele figuur die het bestuur de mogelijkheid biedt onder vooraf bepaalde voorwaarden zijn steun voor het openbaar bod en de gebondenheid van de doelvennootschap aan het *merger protocol* en eventuele (*pre-wired*) *back-end* transacties te beëindigen.

De *fiduciary out* vindt zijn oorsprong in de Verenigde Staten, maar is ook in de Nederlandse publieke transactiepraktijk inmiddels een vertrouwd instrument. Omdat relevante Nederlandse jurisprudentie ontbreekt, rijst de vraag welke juridische kaders gelden bij het uitonderhandelen en inzetten van *fiduciary out*-bepalingen. Die kaders worden met name bepaald door de van het bestuur te verwachten behoorlijke taakvervulling. Daarbij is, zoals hierna zal worden toegelicht, in het bijzonder relevant dat bestuurders er op voortdurende basis voor moeten (kunnen) zorgen dat aandeelhouders in het kader van (*pre-wired*) *back-end* transacties een redelijke prijs zal worden betaald.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Eerst wordt stilgestaan bij de Amerikaanse herkomst van de *fiduciary out*. Daarna komt de rol van de *fiduciary out* in Nederland aan de orde, waarbij empirisch onderzoek is verricht naar het gebruik van *fiduciary out*-bepalingen in de Nederlandse publieke transactiepraktijk (§ 3). Vervolgens komt de functie van de *fiduciary out* als instrument om een redelijke prijs te bewerkstelligen aan de orde (§ 4), waarna wordt afgesloten met een conclusie (§ 5).

### 2. Herkomst van de *fiduciary out*

#### 2.1 *Fiduciary duties* binnen het Amerikaanse *shareholder model*

De *fiduciary out* is afkomstig uit de Verenigde Staten en is een voortvloeisel uit de idee dat de *fiduciary* dient te handelen in het belang van de *beneficiary* op grond van zijn *fiduciary duties*.<sup>4</sup>

In de vennootschappelijke context betekent dit dat bestuurders fungeren als *fiduciaries* die de controle hebben over de vennootschap, zijnde *directors*, en de aandeelhouders als *beneficiaries*, die in de Verenigde Staten gezien worden als eigenaar van de vennootschap. Het bestuur is tegenover de aandeelhouders verplicht zijn taken te goeder trouw en zorgvuldig uit te voeren (de *duty of care*<sup>5</sup>) en het belang van de vennootschap, en daarmee de aandeel-

1 Klaas van der Graaf is legal counsel te Amsterdam. Kasper van der Sanden en Eva Luna de Boer zijn advocaat te Amsterdam.

2 In dit artikel zal hierna kortheidshalve worden gesproken van het 'bestuur', waarbij dus geldt dat behalve het bestuur ook de RvC als regel gebonden is aan het *merger protocol*.

3 Na het sluiten van de fusieovereenkomst kondigen de bieder en de doelvennootschap het voorgenoemde openbare bod aan. Doorgaans wordt hierbij een samenvatting van de fusieovereenkomst gepubliceerd, in de vorm van een persbericht; artikel 5 Besluit openbare biedingen Wft.

4 Velasco, *George Mason Law Review* (21) 2013/157, p. 159-168.

5 Velasco, *California Law Review* (83) 2010/6.

houders, te laten prevaleren boven het eigen belang (de *duty of loyalty*<sup>6</sup>). Hieronder valt ook de fiduciaire plicht eerlijk te zijn tegen aandeelhouders en de daaruit afgeleide actieve informatieplicht van bestuurders jegens aandeelhouders.<sup>7</sup> In de context van de (publieke) transactiepraktijk omvat deze informatieplicht de plicht een actuele, zorgvuldige en derhalve betekenisvolle aanbeveling te geven met betrekking tot het bod.<sup>8</sup>

Bij de invulling van de bestuurstaak staat in het Amerikaanse rechtssysteem het streven naar de creatie van maximale aandeelhouderswaarde centraal (het *shareholder model*). In de context van publieke overnames komt dit uitgangspunt tot uitdrukking in de *Revlon*-uitspraak van de Supreme Court van Delaware. Daarin is bepaald dat bestuurders de beste redelijkerwijs beschikbare prijs en transactie dienen na te streven in de context van een (publieke) overname.<sup>9</sup>

## 2.2 The American way to fiduciary out

De *fiduciary out* vormt een invulling van deze *Revlon*-verplichting. Het concept van de *fiduciary out* is gebaseerd op de idee dat “*the directors (...) have a continuing obligation to discharge their fiduciary responsibilities, as future circumstances develop, after a merger agreement is announced*”.<sup>10</sup> De *fiduciary out* biedt het bestuur van de doelven-

nootschap de contractuele mogelijkheid zijn aanbeveling aan aandeelhouders te wijzigen of zelfs het *merger protocol* met de bieder te beëindigen. Dat kan het bestuur doen wanneer zich bepaalde, vooraf vastgelegde, toekomstige omstandigheden voordoen, die maken dat het bod niet langer de beste redelijkerwijs beschikbare prijs inhoudt.<sup>11</sup>

Het ontbreken van een *fiduciary out* kan in de Verenigde Staten tot de conclusie leiden dat een *merger protocol* niet in overeenstemming is met de *fiduciary duties* van het bestuur en als gevolg daarvan niet afdwingbaar (*enforceable*) is. In het arrest *Omnicare/NCS Healthcare* oordeelde de Supreme Court van Delaware dat de inhoud van het *merger protocol* zich niet verhiel tot de *fiduciary duties* van het bestuur, omdat de transactie daarmee een “*impermissible fait accompli*” werd. Dat kwam omdat het *merger protocol* zodanig was vormgegeven dat het bestuur geen vrijheid meer restte een superieur bod te overwegen, als gevolg van onder meer het ontbreken van een *fiduciary out* op grond waarvan het *merger protocol* zou kunnen worden beëindigd in geval van een superieur concurrerend bod.<sup>12</sup> De Chancery Court van Delaware kwam in een latere uitspraak tot het oordeel dat een *fiduciary out* weliswaar niet verplicht is, maar dat “*hostile bidders are on notice that Delaware courts may not enforce a merger agreement that lacks a fiduciary out if they present a board with a superior bidder*”.<sup>13</sup>

Hieruit volgt dat het bestuur naar het recht van Delaware verplicht is er ten minste voor te zorgen dat het niet volledig beperkt is in te spelen op nieuwe omstandigheden die ervoor zorgen dat het voorliggende bod niet langer de beste prijs biedt voor de aandeelhouders, waaronder een superieur concurrerend bod. Daarbij is de *fiduciary out* een van de belangrijkste middelen die het bestuur ten dienste staat.

## 3. De fiduciary out in de Nederlandse publieke transactiepraktijk

### 3.1 Merger protocol

Het *merger protocol* tussen de doelvennootschap en de bieder bevat dikwijls afspraken over *back-end* transacties. Die transacties kunnen verschillende vormen aannemen, zoals een juridische fusie of een *back-end* activa-passivatransac-

6 Velasco, *George Mason Law Review* (21) 2013/157; Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 6 november 2006, *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006); Delaware Court of Chancery (Verenigde Staten) 25 september 1996, *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

7 Velasco, *George Mason Law Review* (21) 2013/157, p. 188. Zie ook: Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* 2007 en Knepper & Bailey, *Liability of Corporate Officers and Directors* 2016, par. 1.05 en 10.02. Daarbij geldt dat bestuurders hun taken uitvoeren in *good faith*. Dit houdt in dat zij subjectief te goeder trouw handelen, in het belang van de vennootschap en overeenkomstig de geldende wettelijke verplichtingen. Voor de *duty of loyalty* is het handelen in *good faith* volgens de Supreme Court zelfs een voorwaarde: “*a director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporation's best interest*”. Zie: Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 6 november 2006, *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006), par. 370. Indien de bestuurder hun verplichtingen die voortvloeien uit deze *duties* vervullen, zijn de bestuurders in beginsel beschermd tegen aansprakelijkheid door de *business judgment rule*. Deze regel behelst de aanname dat een beslissing van het bestuur behoorlijk is genomen en veronderstelt dat, indien een bestuurder een besluit neemt “*on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*”, dit besluit door de rechter niet kan worden vernietigd. Zie: McCarthy, *Corporate Officer Liability and the Applicable Standard of Review Under Delaware Law and Agency Law* 2017, p. 8-9 en Delaware Court of Chancery (Verenigde Staten) 9 augustus 2005, *in re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005).

8 Delaware Court of Chancery (Verenigde Staten) 27 november 2012, *Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No. 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 27, 2012).

9 Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 13 maart 1986, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986): “[...] *the directors' role change[s] from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company*”. Zie ook Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 10 juni 1985, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

10 Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 4 april 2003, *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

11 Tenzij sprake is van een zogenaamde *force the vote*-bepaling (vooral relevant in de Verenigde Staten). Dat is een bepaling die de raad van bestuur van de doelvennootschap vennootschap ertoe verplicht het openbare bod ook bij intrekking van de aanbeveling in de algemene vergadering in stemming te brengen.

12 Delaware Supreme Court (Verenigde Staten) 4 april 2003, *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003). Behalve het ontbreken van een *fiduciary out*-bepaling, werd gewicht toegekend aan het feit dat (1) het bestuur stemafspraken had goedgekeurd, waardoor een blok aandeelhouders meer dan de helft van de stemrechten in de algemene vergadering kon uitoefenen en (2) een *force the vote*-bepaling was opgenomen, die inhield dat het bestuur ook bij het intrekken van zijn aanbeveling de transactie in stemming moest brengen in de algemene vergadering.

13 Delaware Court of Chancery (Verenigde Staten) 30 september 2011, *OPENLANE, Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 6849VCN (Del. Ch. Sept. 30, 2011).

tie, waarbij de bieder alle activa en passiva van de doelvennootschap verwerft tegen een koopprijs die gelijk is aan de biedprijs voor de aandelen.<sup>14</sup> Door middel van dergelijke transacties is de bieder in staat volledige controle te verwerven over de onderneming, zonder dat hij daarvoor de uitkoopprocedure hoeft te doorlopen (en zonder dat de bieder hoeft te voldoen aan de drempel van 95% van het geplaatste kapitaal en de stemrechten). De afspraken kunnen zo worden vormgegeven dat de noodzakelijke aandeelhoudersbesluitvorming over de *back-end* transacties plaatsvindt op de informatieve BAVA over het bod (dus voorafgaand aan de gestanddoening daarvan). Aldus vergroten *pre-wired back-end* transacties niet alleen de *deal certainty*, omdat de mogelijkheden van de bieder volledige controle te verwerven worden verruimd, maar bespoedigen zij in potentie ook de doorlooptijd van het overnameproces.<sup>15</sup>

Omdat het bestuur de afspraken uit het *merger protocol* (a) ten dele ten behoeve van de aandeelhouder en (b) zonder diens voorafgaande goedkeuring maakt, is de behoefte aan voldoende voorwaardelijkheid een gegeven. Voorzienbaar is immers dat onverkorte gebondenheid aan een *merger protocol* onder bepaalde omstandigheden (waarover hierna meer) als te knellend zal worden ervaren. Het ligt daarom op de weg van het bestuur om in het kader van een behoorlijke taakvervulling voldoende voorwaardelijkheid te bedingen. Dat klemt temeer omdat de bieder bij gebrek aan specifieke afspraken, mede vanwege de hoge maatstaf bij een beroep op onvoorziene omstandigheden (artikel 6:258 BW), in beginsel niet zal hoeven toe te staan dat het bestuur en de doelvennootschap zich vanwege gewijzigde omstandigheden aan het *merger protocol* onttrekken.<sup>16</sup> De *fiduciary out* is hiertoe het geëigende instrument.

### 3.2 Deal protection devices

Tegelijkertijd zal het *merger protocol* in de regel meerdere bepalingen bevatten die de deal juist beschermen, oftewel *deal protection devices*. Hoewel zowel het bestuur van de doelvennootschap als van de bieder na intensieve onderhandelingen behoefte kunnen ervaren aan voldoende wederzijdse *commitment* en zekerheid,<sup>17</sup> zal in het bijzonder de bieder zich door middel van *deal protection devices* willen beschermen tegen latere bidders.

Tussen enerzijds de behoefte van de bieder om *deal protection* te bewerkstelligen en anderzijds de behoefte van het bestuur aan een passende mate van flexibiliteit kan een zeker

spanningsveld bestaan. Het bestuur dient te beoordelen of het totaalpakket van *deal protection devices* aanvaardbaar is. De vraag daarbij is of het *merger protocol* het bestuur nog voldoende ruimte biedt adequaat te reageren op wijzigingen van omstandigheden (waarover hierna nog meer).

### 3.3 Verschijningsvormen van de fiduciary out

*Fiduciary out*-bepalingen kunnen verschillende verschijningsvormen aannemen. In de literatuur wordt wel een onderscheid gemaakt tussen:<sup>18</sup>

1. De algemeen geformuleerde *fiduciary out*, die niet is verbonden aan een specifieke gebeurtenis. Indien de behoorlijke uitoefening van de bestuurstaak hiertoe noopt, zal een 'algemene' *fiduciary out* kunnen worden ingeroepen.
2. De *fiduciary out* voor een superieur concurrerend bod (*superior offer*). Deze *fiduciary out* kan worden ingezet wanneer er een alternatief voorstel of bod op de doelvennootschap wordt gedaan. In de bepaling wordt opgenomen wanneer een alternatief voorstel of bod kwalificeert als een superieur concurrerend bod.
3. De *fiduciary out* voor *intervening events*. Het laatste soort *fiduciary out* is gekoppeld aan nieuwe gebeurtenissen. Onder *intervening events* kunnen wat ons betreft worden verstaan tussenkomende, niet-voorzienbare<sup>19</sup> omstandigheden, die maken dat de prijs onder het bod niet langer als redelijk valt te beschouwen. Strikt genomen kan het superieure concurrerende bod daar dus ook onder vallen. Bij *intervening events* kan het gaan om omstandigheden aan de zijde van de bieder of aan de zijde van de doelvennootschap. Als een omstandigheid niet materieel is, zal die niet bepalend zijn voor de positie van het bestuur en de RvC ten aanzien van het bod en zal het niet verdisconteren daarvan geen tekortkoming opleveren in de taakuitoefening van het bestuur. Voorbeelden van *intervening events* aan de zijde van de bieder zijn een ingrijpende daling van de beurskoers (voornamelijk relevant bij transacties met een vaste ruilverhouding) of een onverwachte grootschalige reorganisatie. Aan de zijde van de doelvennootschap kan gedacht worden aan plotselinge ontdekkingen van natuurlijke hulpbronnen, zoals bepaalde andere grondstoffen (*finding gold in the backyard*), een onverwachte run op een product dat leidt tot een significante positieve invloed op de bedrijfsresultaten of de verkrijging van een patent.<sup>20</sup>

Wanneer alle 35 openbare biedingen in de periode 2014 tot en met 2020 op bedrijven die aan Euronext Amster-

14 Daarbij wordt overeengekomen dat de bieder de koopprijs schuldig blijft voor zover hij de aandelen in de doelvennootschap na gestanddoening van het bod zelf houdt. Vervolgens wordt de doelvennootschap ontbonden en wordt de koopprijs bij vereffening uitkering bij voorbaat uitgekeerd.

15 Barneveld, *MvO* 2019/5/6, p. 155-166. Zie ook De Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (VDHI nr. 143) 2017, par 15.4 en 19.4.

16 Het bestuur en de RvC zouden ook het *merger protocol* kunnen beëindigen. Dit is alleen mogelijk indien de *fiduciary out*-bepaling expliciet als een beëindigingsgrond is opgesteld.

17 Zie over de verschillende soorten *deal protection devices* Grimme, in: *Vereniging Corporate Litigation 2018-2019* (VDHI nr. 157) 2019, p. 362-364.

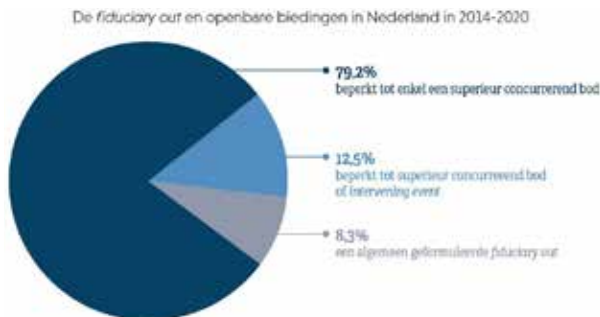
18 Zie ook Grimme, in: *Vereniging Corporate Litigation 2018-2019* (VDHI nr. 157) 2019, p. 390-391.

19 Indien een omstandigheid reeds aanwezig of voorzienbaar is ten tijde van het sluiten van het *merger protocol*, dan zal van de bestuurders in het kader van hun taakvervulling immers mogen worden verwacht dat zij die in hun positie verdisconteren voorafgaand aan het sluiten van het *merger protocol*.

20 Vgl. De Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (VDHI nr. 143) 2017, p. 211, 383-384.

dam zijn genoteerd worden gezien, rijst daaruit het beeld als weergegeven in Figuur 1 over de toepassing van de *fiduciary out* in de Nederlandse publieke transactiepraktijk.

**Figuur 1**



Van de 35 aangekondigde openbare biedingen zijn er 27 biedingen gestand gedaan.<sup>21</sup> Drie van deze 27 openbare biedingen betreffen verplichte openbare biedingen, waarbij logischerwijs geen *fiduciary out* is overeengekomen.<sup>22</sup> Figuur 1 ziet uitsluitend op de 24 openbare biedingen die gestand zijn gedaan met een niet verplicht karakter. Bij al deze biedingen was voorzien in de mogelijkheid in te gaan op een vooraf gedefinieerd superieur concurrerend bod.<sup>23</sup> Figuur 2 illustreert het percentage dat een superieur concurrerend bod hoger moest liggen dan het bestaande bod om als 'superieur' te kwalificeren.<sup>24</sup>

**Figuur 2**



- 21 Er werden 35 openbare biedingen in de periode 2014-2020 aangekondigd in de zin van artikel 5 Besluit openbare biedingen Wft. Van deze aangekondigde openbare biedingen werden er acht aangekondigde biedingen ingetrokken door de bieder of afgewezen door de doelvennootschap en zijn 27 biedingen gestand gedaan.
- 22 Het gaat hierbij om het openbare bod van (i) Van Puijenbroek op Batenburg Techniek N.V. van 21 september 2015, (ii) Value8 op Nedsense Enterprises N.V. van 12 februari 2016, en (iii) Alychlo N.V. op SnowWorld N.V. van 28 september 2017.
- 23 Overigens wordt de term *fiduciary out* niet consistent gebruikt, maar wordt bijvoorbeeld enkel gesproken over een (*competing*) *superior offer* of een (concurrerend) superieur bod.
- 24 Bij de twee openbare biedingen met een algemeen geformuleerde *fiduciary out* (de biedingen op Altice Europe N.V. en Hunter Douglas N.V.) was er geen minimumdrempel voor een superieur concurrerend bod vastgelegd.

Uit Figuur 2 volgt dat de biedprijs van een concurrerend bod meestal ongeveer 7-9% hoger diende te zijn om als 'superieur' te kwalificeren. Daarnaast kwam een percentage van 12,5%,<sup>25</sup> 25%<sup>26</sup> en zelfs van 66,7%<sup>27</sup> voor, maar ook van 3%.<sup>28</sup> Bij negentien (79,2%) van de openbare biedingen was sprake van een *fiduciary out* die enkel werd geactiveerd door zo'n superieur bod.

Er vonden drie (12,5%) openbare biedingen plaats die bestonden uit cash en aandelen of alleen aandelen.<sup>29</sup> Deze openbare biedingen bevatten een *fiduciary out* die niet enkel beperkt was tot de omstandigheid dat sprake is van een superieur concurrerend bod, maar die het bestuur van de doelvennootschap ook de mogelijkheid gaf zijn aanbeveling in te trekken of te wijzigen indien de aandelen die door het bod werden aangeboden in waarde daalden.

De door de doelvennootschap gesteunde openbare biedingen in cash hadden alle een *fiduciary out* die was beperkt tot een superieur concurrerend bod. Twee uitzonderingen hierop (8,3%) waren de eind 2020 aangekondigde biedingen door de meerderheidsaandeelhouders van Altice Europe N.V. (*Altice*) en Hunter Douglas N.V. (*Hunter Douglas*). In het *position statement* van het bestuur van Altice is een algemene *fiduciary out* opgenomen die het bestuur de mogelijkheid biedt zijn aanbeveling aan de hand van niet in detail beschreven toekomstige omstandigheden te wijzigen, waarbij een dergelijke wijziging wel slechts kan geschieden indien het niet wijzigen van de aanbeveling in strijd zou komen met de naar Nederlands recht aan een behoorlijke taakvervulling van bestuurders te stellen eisen.<sup>30</sup> Het bestuur van Hunter Douglas kan tevens zijn aanbeveling wijzigen indien zich onvoorziene omstandigheden voordoen waardoor de behoorlijke taakvervulling van het bestuur (naar het recht van Curaçao)

25 Het bod van Andlinger & Company CVBA op Crown Van Gelder N.V. van 10 oktober 2014.

26 Het bod van The Internet of Cars V.O.F. op Docdata N.V. van 14 oktober 2016.

27 Het bod van Renaissance Construction op Ballast Nedam N.V. van 22 juli 2015.

28 Het openbare bod van Klépierre S.A. op Corio N.V. van 27 oktober 2014, waarbij 3% overigens als *threshold* gold bij een bod in cash en 6% bij een bod in aandelen.

29 Het gaat hierbij om het openbare bod van (i) LGE HoldCo VII B.V. (Liberty Global) op Ziggo N.V. van 27 juni 2014, (ii) Klépierre S.A. op Corio N.V. van 27 oktober 2014 en (iii) Sweco AB op Gontmij N.V. van 1 juni 2015.

30 Position Statement van Altice Europe N.V. 24 november 2020, par. 3.1 en 5.3, p. 10, 17-18. Daarbij staan nog diverse omstandigheden expliciet genoemd die relevant voor de beoordeling door het bestuur zouden zijn in dit kader, waaronder de uitkomst van de BAVA, de acceptatiegraad het bestuur, het gedrag van aandeelhouders en een superieure bieding. In het biedingsbericht op Altice Europe N.V. ('Offer Memorandum Recommended Cash Offer by Next Private B.V. dated 24 November 2020') staat par. 6.7.3, p. 36-37:

"The Board may not make any Adverse Recommendation Change, except that the Board may effect an Adverse Recommendation Change if any material event, material development, material circumstance or material change in circumstances or facts occurs or arises after the date of the Merger Agreement that causes the Board to determine in good faith (after consultation with its outside legal counsel and financial advisors and after consultation with the Offeror) that the failure to make an Adverse Recommendation Change would be inconsistent with the fiduciary duties of the Board Members under Dutch law."

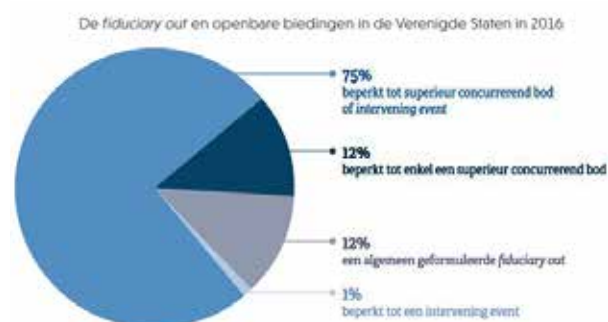


zou vereisen dat het zijn aanbeveling wijzigt. Indien hiervan gebruik wordt gemaakt, kan de bieder (die reeds 90% van de aandelen hield ten tijde van de aankondiging van het bod) een “notice of disagreement” indienen, die (naar de letter van de bepaling) kan resulteren in beslechting van het geschil tussen bieder en doelvennootschap door de Ondernemingskamer middels een bindend advies.<sup>31</sup>

De voorgaande analyse van het marktgebruik in Nederland leidt tot de conclusie dat de *fiduciary out* in de regel wordt overeengekomen teneinde de doelvennootschap de mogelijkheid te geven in te spelen op een superieur concurrerend bod en dat hier alleen onder specifieke omstandigheden van wordt afgeweken.

Daarmee loopt de Nederlandse praktijk (nog) niet in de pas met de praktijk in de Verenigde Staten waar de *fiduciary out* bij meer (onvoorziene) omstandigheden kan worden ingezet. Uit een onderzoek van de American Bar Association naar 131 overeenkomsten tussen bieder en beurgenoteerde (doel)vennootschappen komt naar voren dat een *fiduciary out* in de Amerikaanse praktijk in 2016 vaak breder inzetbaar lijkt te zijn (zie Figuur 3).<sup>32</sup>

**Figuur 3**



#### 4. De fiduciary out als middel om een redelijke biedprijs te bewerkstelligen

##### 4.1 Waarom een ‘redelijke prijs’?

In de context van een uitkoopprocedure toetst de rechter of de geboden uitkoopprijs redelijk is. Die toets is er in beginsel niet wanneer in het *merger protocol* neergelegde (*pre-wired*) *back-end* transacties worden geëffectueerd. In een van zijn *Versatel*-beschikkingen heeft de Hoge Raad geoordeeld dat de opvatting dat een meerderheidsaandeelhouder die minder dan 95% van het geplaatste kapi-

taal houdt, “*nimmer door een constructie als de onderhavige [een aangekondigde driehoeksfusie] de toepasselijkheid van de uitkoopregeling mag bewerkstelligen [...] geen steun [vindt] in het recht*”.<sup>33</sup> In dat geval was de constructie er dus op gericht de mogelijkheid van latere gebruikmaking van de uitkoopregeling te bewerkstelligen, in welk verband de redelijkheid van de uitkoopprijs nog zou worden getoetst. Of de Hoge Raad tot een vergelijkbaar oordeel zou zijn gekomen wanneer de *back-end* transactie in kwestie niet gericht zou zijn geweest op het bereiken van de drempel voor de uitkoopregeling, maar op het zonder rechterlijke toetsing uitstoten van de minderheid, is bij de huidige stand van zaken niet volledig uitgekristalliseerd.<sup>34</sup>

Het lijkt ons echter weinig controversieel tot uitgangspunt te nemen dat het in de context van de wettelijke uitkoopregeling geldende vereiste van een redelijke uitkoopprijs niet omzeild kan worden door gebruik te maken van (*pre-wired*) *back-end* transacties. Dat is temeer het geval, nu op grond van artikel 1 Eerste Protocol EVRM geldt dat de ont-eigende bij ontneming van eigendom volledig moet worden gecompenseerd.<sup>35</sup> Het bestuur van de doelvennootschap dient zich er in het kader van een behoorlijke taakvervulling dan ook op zijn minst genomen vooraf van te verzekeren dat de minderheid hoe dan ook middels een redelijke prijs wordt gecompenseerd voor het verlies van haar aandelen.<sup>36</sup> In het verlengde daarvan ligt in de rede dat het bestuur de gebondenheid aan de (*pre-wired*) herstructureringsmaatregelen in ieder geval impliciet of expliciet en op voortdurende basis afhankelijk dient te maken van de redelijkheid van de biedprijs. Dat kan door middel van een *fiduciary out*. Daarbij verdient opmerking dat de keuze voor het al dan niet opnemen en de vorm van een *fiduciary out* in de praktijk afhankelijk kan zijn van verschillende omstandigheden. Zo is voorstelbaar dat, naarmate het bod op voorhand als zeer gunstig wordt beoordeeld (voor de vennootschap en haar stakeholders) en/of een korte looptijd heeft (waarmee de kans op *intervention events* kleiner zal zijn), de praktische behoefte aan een *fiduciary out* als beperkter kan worden ervaren.

##### 4.2 Wat is een redelijke biedprijs?

Of sprake is van een redelijke biedprijs zal doorgaans, maar niet noodzakelijkerwijs,<sup>37</sup> door het bestuur beoor-

31 Position Statement van Hunter Douglas N.V. 6 april 2021, par. 5.3. Uit het biedingsbericht (‘Offer Memorandum Recommended Cash Offer by Bergson Beheer B.V. dated 6 April 2021’ par. 6.6.3) blijkt dat in eerste instantie de Ondernemingskamer wordt aangewezen, maar worden ook andere opties genoemd.

32 American Bar Association, ‘Strategic buyer/public target M&A deal points study. A Project of the M&A Market Trends Subcommittee of the Mergers and Acquisitions Committee’, 2017, beschikbaar via: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/committees/ma\\_deal\\_points/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/ma_deal_points/), p. 56.

33 HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4117 (*Versatel I*), r.o. 4.2.

34 Vgl. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 december 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BC0800, *JOR* 2008/36 (*Shell*), r.o. 3.25, waarin de OK de beperkte functie van de juridische fusie als uitstotingsmiddel benadrukte. Overigens wordt het *Shell*-arrest in de literatuur vaak aangemerkt als vreemde eend in de bijt waaruit weinig algemene lessen kunnen worden getrokken. Zie: Barneveld, *MvO* 2019/5/6, p. 162; Berendsen & Van Thiel, *TOP* 2008/3 en Meijer, *V&O* 2008/10.

35 EHRM 21 februari 1986, 8793/79 (*James e.a./Verenigd Koninkrijk*); EHRM 9 december 1994, nrs. 13092/87 en 13984/88 (*Holy Monasteries/Griekenland*).

36 Van der Korst, in: *Handboek Openbaar Bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008, nr. 27.4.

37 Vgl. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 september 2004, ECLI:NL:GHAMS:2004:AR3600, *JOR* 2004/297 (*Vodafone/Libertel*).

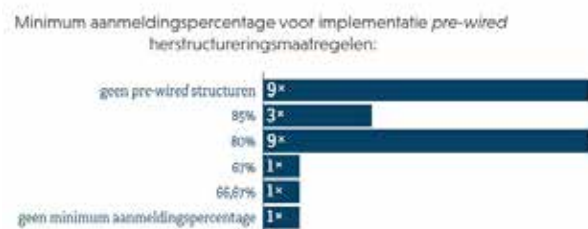
deeld kunnen worden aan de hand van (a) de premie op de beurskoers (een omstandigheid die aanstonds bekend is) en (b) het uiteindelijke mandaat van aandeelhouders (een omstandigheid die pas na verloop van tijd bekend wordt).<sup>38</sup> Daarnaast zal een bestuur uiteraard de gebruikelijke bedrijfswaarderingsmethodes toepassen (in welk verband het bestuur zich vooraf zal laten adviseren door externe adviseurs (de *fairness opinions*)) en waar mogelijk gebruikmaken van een *market test* (oftewel vertrouwelijke gesprekken vooraf met eventuele alternatieve bidders).

Het ligt voor de hand dat de premie op de beurskoers (zeker bij *cash exits*) een reflectie vormt van de te verwachten waarde die wordt gecreëerd op de lange termijn.<sup>39</sup> Er kunnen bovendien aanwijzingen bestaan dat de beurskoers niet de objectieve waarde weerspiegelt van de onderneming vanwege bijvoorbeeld het ontbreken van handel van enige omvang in het betrokken aandeel,<sup>40</sup> een andersluidende analyse door het bestuur van de doelvennootschap of het ontbreken van “een voldoende diepgaand inzicht in de wijze waarop het bedrag van het openbaar bod [...] tot stand [is] gekomen”.<sup>41</sup>

Naast de beurskoers is de mate waarin het bod door aandeelhouders wordt geaccepteerd de tweede belangrijkste aanwijzing voor de redelijkheid van de prijs. Het uitgangspunt is dat (*pre-wired*) *back-end* transacties gerechtvaardigd worden doordat een openbaar bod alleen gestand wordt gedaan wanneer ten minste een bepaald percentage van de aandeelhouders zijn aandelen heeft aangeboden.<sup>42</sup> Het op grote schaal aanbieden van stukken onder een openbaar bod vormt dus een aanwijzing dat de biedprijs volgens de markt recht doet aan de waarde van de aandelen. Men kan zich in het verlengde hiervan de vraag stellen wanneer uit de aanmeldingsgraad kan worden geconcludeerd dat sprake is van een redelijke biedprijs (of juist een omgekeerde conclusie kan worden getrokken). Het antwoord op deze vraag is nog niet uitgekristalliseerd. Een aanknopingspunt biedt artikel 2:359c lid 6 BW, tweede volzin, dat voor wat betreft de bijzondere uitkoopprocedure na een openbaar bod een vermoeden bevat van de redelijkheid van de biedprijs, wanneer de bidder ten minste 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had, heeft verworven. Dat lijkt dus een conservatief uitgangspunt. Indien het bestuur de vennootschap

verbindt aan (*pre-wired*) *back-end* transacties bij een lager aanmeldingspercentage, is bij de huidige stand van zaken nog onduidelijk of een dergelijke transactiestructuur stand zal houden. Figuur 4 illustreert de overeengekomen minimum aanmeldingspercentages voor het kunnen implementeren van *pre-wired* herstructureringsmaatregelen bij de voornoemde 24 gestand gedane, niet verplichte openbare biedingen tussen 2014 en 2020.<sup>43</sup> Bij 15 van de 24 openbare biedingen was een *pre-wired* structuur overeengekomen, waarbij doorgaans een minimumpercentage van 80% werd gehanteerd.

**Figuur 4**



#### 4.3 De fiduciary out en de redelijke prijs

In het licht van het voorgaande kan het raadzaam zijn dat het bestuur van de doelvennootschap, indien het akkoord wenst te gaan met een aanmeldingspercentage onder de 90% als voorwaarde voor het effectueren van (*pre-wired*) *back-end* transacties, aanvullende waarborgen overeenkomt ten behoeve van de (minderheids)aandeelhouders. Daartoe kan het bestuur bijvoorbeeld kiezen voor een minder ‘agressieve’ transactiestructuur waarbij de biedprijs na toepassing van *pre-wired* herstructureringsmaatregelen nog steeds wordt getoetst door een rechter, zoals aan de orde was in de *Versatel*-casus.<sup>44</sup>

Een andere optie is dat een *fiduciary out* wordt overeengekomen die het bestuur de mogelijkheid biedt zijn steun voor het bod of gebondenheid aan de (*pre-wired*) herstructureringsmaatregelen in te trekken of te wijzigen of zelfs het *merger protocol* te beëindigen, wanneer de biedprijs niet langer als redelijk zou kwalificeren. Zoals hiervoor al aan de orde kwam is de *fiduciary out* al staande praktijk wanneer na het sluiten van het *merger protocol* sprake is van een superieur concurrerend bod. Over het algemeen moet dit superieur concurrerend bod minimaal

38 Vgl. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (VDHI nr. 125), 2014, par. 9.2-9.3; De Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company* (IVOR nr. 72), 2010, par. 6.7.

39 De Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (VDHI nr. 143), 2017, p. 145: “Naarmate de strategische ratio vanuit het perspectief van de onderneming van de doelvennootschap minder sterk is, zal dat mogelijk corresponderen met de (lagere) waarde die de bidder bereid is te betalen.”

40 Concl. A-G R. Mok, ECLI:NL:PHR:1996:25, bij HR 11 september 1996, NJ 1997/176, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Internationale Nederlanden Groep*), par. 3.6.2.

41 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 september 2004, ECLI:NL:GHAMS:2004:AR3600, JOR 2004/297 (*Vodafone/Libertel*).

42 Artikel 11 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (*PbEU* 2004, L 142); en *best practice*-bepaling 4.1.6 en 4.1.7 Nederlandse corporate governance code.

43 Enkel de *pre-wired* structuren zijn in Figuur 4 opgenomen, omdat enkel deze structuren resulteren in een herstructurering van de doelvennootschap (en daarmee volledige zeggenschap voor de bidder), zonder dat verdere goedkeuring door de (RvC van de) doelvennootschap noodzakelijk is. Auteurs onderkennen dat bidders normaal gesproken ook voorbereidingen treffen in de bieddocumentatie voor ‘post-closing’ herstructureringsmaatregelen die kunnen worden doorgevoerd na gestanddoening van het bod met een eventueel lager minimum aanmeldingspercentage. Nu hiervoor vaak goedkeuring nodig is van de onafhankelijke commissarissen of het bestuur nadat het bod gestand is gedaan, zijn deze structuren niet meegenomen.

44 HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4117 (*Versatel I*), r.o. 4.2.

7% hoger liggen dan het bestaande bod om als superieur bod te kwalificeren waarop een doelvennootschap in mag gaan. Daarmee lijkt de aannahme binnen de markt dat het bestuur van de doelvennootschap de gebondenheid aan het bestaande openbare bod zou moeten beëindigen, indien de marktwaarde van de doelvennootschap minimaal 7% hoger ligt dan het voorliggende bod. Of die aannahme rechtens stand zal houden, zal moeten worden gezien. Bovendien bestaan er ook nog veel andere mogelijke *intervening events*, die een materiële weerslag (kunnen) hebben op de waarde van een onderneming, en daarmee de redelijkheid van de biedprijs. Wij menen daarom dat de *fiduciary out* zich niet steeds zou moeten beperken tot superieure concurrerende biedingen. Het bestuur van de doelvennootschap zou, afhankelijk van de omstandigheden, in beginsel moeten streven naar het verkrijgen van een *fiduciary out* die de ruimte biedt om een *merger protocol* te beëindigen of zijn aanbeveling voor de bieding te wijzigen of in te trekken in het geval van *intervening events* die maken dat de prijs onder het bod niet langer als redelijk valt te beschouwen.<sup>45</sup> Een mooi startpunt voor de definitie van een *intervening event* kan mede worden gestoeld op de Amerikaanse praktijk:<sup>46</sup>

*“‘Intervening Event’ means any event, circumstance, change, occurrence, development or effect that [[materially affects the business, assets or operations of the Target] and/or [[adversely] affects the Valuation of the Target Company by at least X%]] which is (i)[not known or reasonably foreseeable to the Target Board] on or prior to the date of this Agreement, and (ii) which event, circumstance, change, occurrence, development or effect becomes known to the Target Board before receipt of the Target Stockholder Approval;”*

Een dergelijke brede definitie van een *intervening event* lijkt meer in lijn met een doorlopende verplichting tot een behoorlijke taakvervulling dan een *fiduciary out* die beperkt is tot een superieur concurrerend bod, omdat het bestuur hiermee, naast het mogelijk creëren van waarde voor zijn aandeelhouders, een breder toepasbare mogelijkheid heeft een redelijke prijs te bewerkstelligen. Ter voorkoming van onzekerheid is het daarbij aan te raden een *intervening event* zoveel mogelijk objectief bepaalbaar te formuleren. Een algemeen geformuleerde *fiduciary out*, zoals was overeengekomen in de *Altice*-en *Hunter Douglas*-casus, lijkt ook

bruikbaar, zij het dat, om de hiervoor toegelichte redenen, de redelijke prijs als minimumvereiste heeft te gelden. De redelijkheid van de prijs kan bij het invoeren van een dergelijke *fiduciary out* dus niet worden afgewogen tegen andere factoren, zoals de strategische rationale van het bod of de belangen van de *stakeholders* in bredere zin. Een algemeen geformuleerde *fiduciary out* lijkt dan ook geen alternatief voor het verlangen van een voldoende hoge acceptatiegraad als voorwaarde voor de (*pre-wired*) *back-end* transacties, omdat die acceptatiegraad, als gezegd, blijkens het systeem van de wet een primaire indicator vormt voor de redelijkheid van de prijs. Een mogelijk nadeel van een breder geformuleerde *fiduciary out* is dat deze tot meer onzekerheid over de transactie kan leiden. Denkbaar is dat dit kan leiden tot aandeelhoudersactivisme en *litigation*, terwijl – zoals hiervoor al aan de orde kwam – de onderhandelingsdynamiek en de karakteristieken van het bod met zich kunnen brengen dat de behoefte aan een dergelijke bredere formulering beperkt is. Het bestuur zal zijn eigen afweging moeten (blijven) maken.

Wanneer het bestuur nalaat door middel van een of meer *fiduciary out*-bepalingen voldoende voorwaardelijkheid te bedingen of nalaat een *fiduciary out* in te roepen, dan kan het risico hiervan zich ‘aan de achterkant’ van het bod manifesteren. Het ontbreken of niet inzetten van een *fiduciary out* kan bijvoorbeeld aanleiding vormen voor een enquêteprocedure, een procedure van de (onteigende) aandeelhouders tegen de doelvennootschap waarin het verschil tussen de biedprijs en de ‘redelijke’ prijs wordt gevorderd of een procedure uit hoofde van bestuurdersaansprakelijkheid (waarbij de vraag zal moeten worden beantwoord of de bestuurders ter zake persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt).

## 5. Conclusie

Hiervoor is toegelicht dat de *fiduciary out* inmiddels niet meer valt weg te denken uit de transactiepraktijk in Nederland. Het *merger protocol* biedt de bieder over het algemeen de mogelijkheid door middel van (*pre-wired*) *back-end* transacties alle aandeelhouders uit te stoten (desnoods onvrijwillig), via dealstructuren waarbij (in beginsel) geen rechterlijke toetsing plaatsvindt van de biedprijs. Dergelijke dealstructuren kunnen niet worden gebruikt om de in het kader van de wettelijke uitkoopregeling geldende eis van een redelijke uitkoopprijs te omzeilen. Het bestuur dient derhalve op een voortdurende basis ten minste te kunnen waarborgen dat het bod een redelijke prijs inhoudt. Daartoe kan de *fiduciary out* worden overeengekomen en ingezet. Raadzaam kan daarbij zijn, in lijn met het Amerikaanse marktgebruik en in afwijking van het bestaande marktgebruik in Nederland, waar mogelijk te kiezen voor een *fiduciary out* met een breder toepassingsbereik dan slechts het superieur concurrerend bod, omdat ook andere toekomstige omstandigheden kunnen leiden tot de conclusie dat de prijs niet langer als redelijk kwalificeert.

<sup>45</sup> Daarbij hangt het van de daadwerkelijke omstandigheden van het geval af in hoeverre een *fiduciary out* als noodzakelijk dient te worden beschouwd. Zo ligt een bredere *fiduciary out* meer voor de hand bij bijvoorbeeld een bod met een lange looptijd of bij een doelvennootschap met een volatiele beurskoers en met veel kans op omstandigheden die een grote impact op de waarde van het bedrijf hebben (zoals een onderneming die bezig is met de ontwikkeling van nieuwe geneesmiddelen).

<sup>46</sup> Vgl. American Bar Association, ‘Strategic buyer/public target M&A deal points study. A Project of the M&A Market Trends Subcommittee of the Mergers and Acquisitions Committee’, 2017, beschikbaar via: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/committees/ma/deal\\_points/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/ma/deal_points/), p. 52.