

deelhouders via VPE, met Guus van Puijenbroek als commissaris, maar ook als beoogde grootaandeelhouder in de combinatie met Mediahuis. Juist die verschillende petten zorgen voor belangenconflicten die een fair overnameproces in de weg kunnen staan.

De twee weggestuurde bestuurders van TMG wilden het gelijk speelveld behouden en ook Talpa een eerlijke kans geven. Zij weigerden op 4 maart 2017 het fusieprotocol voor de overname door Mediahuis/VPE te ondertekenen en werden op het *moment suprême* in het overnameproces geschorst door de raad van commissarissen. Voor zover bekend bij de VEB is dit bij een Nederlandse beursvennootschap nog niet eerder voorgekomen.

NAAR DE ONDERNEMINGSKAMER!

De VEB wil dat wordt onderzocht of de commissarissen juist hebben gehandeld door de bestuurders te schorsen. Een onafhankelijk onderzoek zal hier meer duidelijkheid over dienen te geven. Daarnaast verzocht de VEB, net als Talpa, om benoeming van een of meerdere supercommissarissen die het overnameproces moeten monitoren. De verzochte voorzieningen werden op 21 maart 2017 echter afgewezen: "Naar het voorlopige oordeel van de Ondernemingskamer [zijn er] geen gegronde redenen om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen."

Volgens de Ondernemingskamer handelde TMG en in het bijzonder de raad van commissarissen juist door op 28 februari 2017 te kiezen voor Mediahuis/VPE.

Dit was verdedigbaar omdat er toen geruime tijd verstreken was vanaf 25 augustus 2016, de datum waarop Mediahuis/VPE TMG voor het eerst had benaderd. Bovendien was toen reeds bekendgemaakt dat Mediahuis de belangen van Navitas en Delta Lloyd in TMG had gekocht. Voorts hadden Mediahuis/VPE laten weten hun aandelen niet aan Talpa aan te bieden als Talpa een

bod zou uitbrengen. Zowel het Consortium als Talpa hadden op 28 februari 2017 bovendien hun *due diligence* voltooid en hadden schriftelijk en mondeling presentaties gegeven over de belangrijkste elementen van hun visie en strategie.

Over het onderzoek heeft de Ondernemingskamer nog niet geoordeeld. Dat zal in een later stadium gebeuren.

BEGRIJPELIJK

De Ondernemingskamer achtte het in deze omstandigheden "in het bijzonder het feit dat het Consortium vanaf 26 februari 2017 meer dan 59% van de aandelen in handen had en de aankondiging van het Consortium dat het zijn biedingsbericht, conform de wettelijke termijn, op 8 maart 2017 bij de AFM zou indienen – begrijpelijk dat TMG vanaf 28 februari 2017 haar aandacht primair richtte op het bereiken van overeenstemming met het Consortium over het fusieprotocol."

De beschikking van de Ondernemingskamer geeft geen duidelijkheid over de waardering van de activa van TMG.

In de procedure werd duidelijk dat diverse banken verschillende fairness opinies hebben afgegeven. Die opinies van ABN Amro, Rabobank en Rothschild ondersteunen het bod van Mediahuis/VPE niet. Ook valuator Duff & Phelps kwam tot een hogere waardering voordat hij door de commissarissen de laan werd uitgestuurd.

De minderheidsaandeelhouder is uiteindelijk de dupe. Een serieuze biedingenstrijd heeft geen doorgang kunnen vinden. In de eerste plaats omdat grootaandeelhouder VPE haar belang nooit wilde verkopen en samen met Mediahuis al snel de meerderheid van de aandelen TMG in handen had. De raad van commissarissen had onder die druk niet akkoord



**HET IS NOG NIET
DUIDELIJK WELKE
TEGENSTAPPEN
TALPA OF DE
GESCHORSTE
BESTUURDERS
ZULLEN ZETTEN
NA HET EERSTE
OORDEEL VAN DE
ONDERNEMINGS-
KAMER**

mogen gaan met het fusieprotocol, maar in ieder geval moeten strijden voor een bod dat aan de waarde van TMG recht zou doen.

Dat de raad van bestuur in die omstandigheden een verhoging van het bod van 4,90 tot 6 euro heeft weten te realiseren, is een klein doekje voor het bloeden voor de minderheidsaandeelhouders.

Het is nog niet duidelijk welke tegenstappen Talpa of de geschorste bestuurders zullen zetten na het eerste oordeel van de Ondernemingskamer. In de tussentijd blijft Talpa aandelen op de beurs kopen. De VEB zal de overnamestrijd rond TMG kritisch blijven volgen.



John de Mol