

om ongestoord van eigendom te genieten is ook vastgelegd in het Eerste Protocol van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens. Onteigening kan slechts in een aantal bijzondere gevallen, waaronder dus in de uitkoopprocedure.

In deze procedure voor de Ondernemingskamer wordt de waarde van de aandelen bepaald. Bij een succesvol openbaar bod zoekt de Ondernemingskamer (uitzonderingen daargelaten) aansluiting bij de geboden prijs, zeker in de gevallen dat de uitkoopprocedure wordt gestart kort nadat het bod gestand wordt gedaan.

Ook kunnen minderheidsaandeelhouders zelf verzoeken om uitgekocht te worden door de bieder, tenminste als deze 95 procent van de aandelen in handen heeft gekregen. Dit kan met een aparte procedure (de zogenaamde uittredingsprocedure) binnen een periode van drie maanden na de gestanddoening van het bod, daarna kan deze procedure niet meer worden gevoerd. Deze procedure wordt overigens maar zelden gevoerd.

Als niet meteen 95 procent van de aandelen wordt aangemeld, kan de bieder ervoor kiezen de aanmeldingstermijn te verlengen. In de praktijk komt dit vaak voor. Op die manier kunnen minderheidsaandeelhouders alsnog hun aandelen aanmelden. Toch is het niet noodzakelijk dat 95 procent van de aandelen wordt aangemeld.

ANDERE ROUTES OM TOCH DE CONTROLE TE VERWERVEN

De 95 procent was vroeger de enige werkbare grens. In de overnamepraktijk zijn de laatste jaren vooraf gestructureerde – in vakterminologie *pre-wired* – constructies ontwikkeld om na een openbaar bod waarbij minder dan dit percentage van de uitstaande aandelen zich aanmeldt, toch tot 100 procent controle over de onderneming te komen.

Zo kan ook worden gekozen voor een lagere gestanddoeningsdrempel in het mergerprotocol. Zo kan worden overeengekomen dat de bieder bijvoorbeeld ook bij 90 procent of zelfs nog minder aangemelde aandelen het bod gestand doet. Het is de vraag in hoeverre de ondernemingsleiding er verstandig aan doet om met een dergelijke lage gestanddoeningsdrempel akkoord te gaan. De VEB kijkt zeer kritisch naar de wijze waarop door de ondernemingsleiding rekening wordt gehouden met de belangen van de (minderheids)aandeelhouders. In de meeste gevallen betekent dit namelijk dat de juridische trukendoos van de bieder opengaat, ten koste van de minderheidsaandeelhouders.

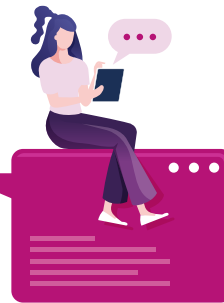
PRE-WIRED CONSTRUCTIES

In Nederland wordt vooral gewerkt met A. de juridische (driehoeks)fusie en B. de activa/passiva-transactie om de door de bieder gewenste controle te bereiken.

A. Allereerst de juridische (driehoeks)fusie. Door na gestanddoening van het bod de doelvennootschap te laten fuseren met een groepsmaatschappij van de bieder, kan (kort gezegd) het belang van de minderheidsaandeelhouders door verwatering onder de 5 procent in de nieuwe fusievennootschap worden gebracht. Daarna kan alsnog de gebruikelijke uitkoopprocedure worden gestart.

B. Bij een activa/passiva-transactie verkoopt de doelvennootschap (kort gezegd) al haar activa en passiva aan de bieder. De bieder betaalt voor die activa en passiva een prijs die gelijk is aan de biedprijs voor alle aandelen. Vervolgens keert de lege doelvennootschap bij wijze van superdividend de koopprijs uit aan de aandeelhouders en wordt de vennootschap ontbonden.

De bieder krijgt door deze pre-wired constructies een grote vorm van dealzekerheid. Ook als minder dan 95 procent van



VOOR EEN ACTIVA-PASSIVA-TRANSACTIE HOEFT MAAR 51 PROCENT VAN DE AANDEELHOUDERS IN TE STEMMEN

aandelen wordt aangemeld, kan hij dus de overname doorzetten. Het signaal richting minderheidsaandeelhouders is ook duidelijk: bied je aandelen maar aan, uiteindelijk word je toch “onteigend”.

Bij deze twee pre-wired constructies is de instemming van de aandeelhoudersvergadering noodzakelijk. In de praktijk worden deze onderwerpen al geagendeerd op de aandeelhoudersvergadering waar het bod wordt besproken, zodat de bieder de pre-wired constructies meteen in stelling kan brengen. Bij de stemming hierover is (tenzij de statuten anders bepalen) de meerderheid in de aandeelhoudersvergadering voldoende. Voor een activa-passiva-transactie hoeft dus maar 51 procent van de aandeelhouders in te stemmen.

Als de ondernemingsleiding in het mergerprotocol akkoord gaat met een lage gestanddoeningsdrempel en instemt met de pre-wired constructies geeft zij mogelijk tegen een te lage prijs de controle over de beursvennootschap uit handen.

Een grootaandeelhouder die op deze manier de resterende aandeelhouders wil uitkopen, wordt het door de pre-wired constructies wel erg gemakkelijk gemaakt. De vraag is: waar ligt de grens? Welke gestanddoeningsdrempel is nog acceptabel?

Beide pre-wired constructies hebben, los van elkaar en onder bepaalde omstandigheden, in het verleden de juridische toets der kritiek doorstaan. Toch is het gebruik niet onomstreden. Minderheidsaandeelhouders worden mogelijk door een scherp opererende bieder tegen een te lage prijs feitelijk onteigend.

ALTICE

Een recent voorbeeld is de zaak-Altice. Oprichter en grootaandeelhouder van Altice Patrick Drahi had 78 procent van de stemrechten bij Altice in handen. Hij bracht een bod uit op de aandelen van de minderheid. Drahi was in het

