

# TE WACHTEN?



het bod gestand doet. In de gevallen Accell en Intertrust dus bij 80 procent.

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 een lage drempel namelijk dat de juridische trukendoos van de bidder opengaat, ten koste van de minderheidsaandeelhouder.

## DE BIEDER KAN EEN FLINKE JURIDISCHE TRUKENDOOS OPENTREKKEN

### PRE-WIRED CONSTRUCTIES

In Nederland wordt vooral gewerkt met (a) de juridische (driehoeks) fusie en (b) de activa-passiva-transactie om de door de bidder gewenste controle te bereiken.

**A** **Allereerst de juridische (driehoeks) fusie.** Na gestanddoening van het bod fuseert de doelvennootschap met een groepsmaatschappij van de bidder. Zo 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. Bij Accell wordt een vergelijkbare route voorgesteld.

**B** **In het kort verkoopt de doelvennootschap bij een activa-passiva-transactie al haar activa en passiva aan de bidder.** De bidder 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. Deze route is aan de aandeelhouders van Intertrust voorgelegd als de 95 procent niet wordt gehaald.

De trukendoos is met deze twee maatregelen niet leeg. In de regel wordt bedreigd met delisting van het aandeel, waarbij de beursnotering wordt geschrapt en de minderheidsaandeelhouders vast komen te zitten met moeilijk verhandelbare aandelen. Dit was het geval bij de overgang van KLM naar Air France-KLM, waarbij weerbarstige KLM-aandeelhouders vast kwamen te zitten met onverhandelbare aandelen. Ook komt voor dat bedreigd wordt met de aanpassing van het dividendbeleid, zodat de minderheidsaandeelhouder geen dividend meer tegemoet kan zien.

De bidder krijgt door deze pre-wired constructies een grote vorm van dealzekerheid. Ook bij een aanmelding van minder dan 95

procent van de aandelen, kan de overname doorgezet worden. Het signaal richting minderheidsaandeelhouders is ook duidelijk: bied je aandelen maar aan, uiteindelijk word je toch 'onteigend'.

### AANDEELHOUDERSVERGADERING

Bij de hierboven besproken pre-wired constructies is de instemming van de aandeelhoudersvergadering noodzakelijk. Zowel bij Accell als Intertrust staan deze onderwerpen op de agenda van de vergadering waar het bod wordt besproken. Zo kan de bidder de pre-wired constructies zo snel mogelijk in stelling brengen zodra de gestanddoeningsdrempel wordt gehaald. Bij de stemming over deze punten is (tenzij de statuten anders bepalen) de meerderheid in de aandeelhoudersvergadering voldoende.

### TERUG NAAR 95 PROCENT!

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.

De vraag is, waar ligt de grens? Welke gestanddoeningsdrempel is nog acceptabel? De VEB is zeer kritisch op de huidige praktijk, waar 80 procent als grens wordt gehanteerd voor de feitelijke onteigening van minderheidsaandeelhouders. De 95 procent-drempel van de uitkoopprocedure zou als best practice moeten blijven dienen.

### STAND VAN ZAKEN

Beide biedingen zijn – na de deadline van deze *Effect* – besproken op (buitengewone) aandeelhoudersvergaderingen; op 20 mei 2022 (Accell) en 31 mei 2022 (Intertrust). Op de website van de VEB kunt u de afloop van deze discussies teruglezen.