

Biedingen op Accell en Intertrust:

WAT STAAT DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDER

Zowel op Intertrust als op Accell is recent een openbaar bod uitgebracht. **Met welke juridische haken en ogen moet de minderheidsaandeelhouder rekening houden?**

Op Accell is door een consortium, bestaande uit het bekende private-equityhuis KKR en minderheidsaandeelhouder Teslin, een openbaar bod uitgebracht van 58 euro per aandeel. Op Intertrust is een bod uitgebracht van 20 euro per aandeel door branchegeenoot CSC.

In beide gevallen is sprake van een vriendelijk openbaar bod. De overeenstemming tussen bidder en de ondernemingsleiding is vastgelegd in het zogeheten fusie- of *mergerprotocol*. Dit protocol beheerst de rechtsbetrekking tussen bidder en de doelvennootschap. Een bod zonder een dergelijk protocol komt maar weinig voor in Nederland. In de regel is dan sprake van een vijandig bod.

CONTROLE TEGEN ZO LAAG MOGELIJKE PRIJS

Doorgaans zal een bidder de volledige controle over de doelvennootschap willen verkrijgen, zonder daarbij de hoofdprijs te moeten betalen. Niet iedere aandeelhouder zal echter zijn aandelen aanbieden. Sommigen omdat ze het bod te laag vinden, maar ook kunnen aandeelhouders onvindbaar zijn bij bijvoorbeeld onverdeelde erfenissen.

Voor de aandeelhouders is cruciaal bij welke hoeveelheid aangemelde aandelen – de gestanddoeningsdrempel – de bidder het bod gestand doet. In het *mergerprotocol* wordt afgesproken onder welke voorwaarden en bij welke drempel de bidder het bod doorzet.

ONTEIGENING?

Bij Accell en Intertrust zijn bidder en onderneming een gestanddoeningsdrempel overeengekomen van 80 procent. Dat percentage is de laatste jaren redelijk gangbaar, maar vroeger was een drempel van 95 procent de regel. Dat komt omdat de houder van meer dan 95 procent van de aandelen van de doelvennootschap de resterende minderheidsaandeelhouders kan uitkopen in de uitkoopprocedure.

Uitkoop is een vorm van onteigening en daarmee dus een zeer ingrijpende maatregel. 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. In de gevallen dat de uitkoopprocedure kort nadat het bod gestand is gedaan, wordt gestart (de zogeheten versnelde uitkoopprocedure), wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de geboden prijs een billijke is, mits ten minste 90 procent van de resterende aandelen is verworven waarop het bod betrekking had.

Als niet meteen 95 procent van de aandelen wordt aangemeld, kan de bidder 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.

LAGERE DREMPEL

De 95 procent-grens was vroeger de enige werkbare. In de overname-



UITKOOP IS EEN ZEER INGRIJPENDE MAATREGEL

praktijk zijn de laatste jaren vooraf gestructureerde – in advocatenjargon *pre-wired* – constructies ontwikkeld om ook bij aanmelding van minder dan 95 procent, toch tot 100 procent controle te komen. Hoewel het hier feitelijk gaat om onteigening van minderheidsaandeelhouders, hebben Ondernemingskamer en Hoge Raad in bepaalde gevallen deze handelwijze toch geaccordeerd.

Er kan dus ook worden gekozen voor een lagere gestanddoeningsdrempel in het *mergerprotocol*, bijvoorbeeld dat de bidder ook bij 90 procent of zelfs nog minder aangemelde aandelen