

HOEZO ONAFHANKELIJK?

Doelwit	bieder	fairness opinie	onafhankelijk	reden	vergoeding	bedrag (€ mln)
Crucell	J & J	Barclays (rvb)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	0,5 + 0,5*
		Lazard (rvc)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Draka	Prysmian	JP Morgan	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Eriks	SHV	Mees Pierson	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Océ	Canon	ING (rvb)	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
		Lazard (rvc)	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
Smit Intern.	Boskalis	RBS	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
DIM Vastgoed	Equity One	Kempen & Co	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend
Gamma	Gilde/Parcom	ABN Amro	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
Super de Boer	Jumbo	Merril Lynch	nee	tevens financieel adviseur	onafhankelijk	onbekend
		NIBC	nee	tevens financieel adviseur	afhankelijk	onbekend

*daarnaast een additionele compensatie van 9,4 miljoen euro voor adviesdiensten als de overname slaagt



Johnson & Johnson veel te winnen. De bank ontvangt 0,5 miljoen euro voor het opstellen van de fairness opinie en 0,5 miljoen euro als de overname doorgaat. Daarbovenop krijgt Barclays 9,4 miljoen euro overgemaakt voor geleverde adviesdiensten als de overname slaagt.

Meer in het algemeen valt op dat de zakenbank die de fairness opinie opstelt, veelal ook andere adviesdiensten aan de onderneming levert, of heeft geleverd. Denk hierbij aan het verschaffen van leningen, het geven van ander financieel advies of eerder advies bij gedane overnames.

Zo vroegen topman Rokus van Iperen van Océ en zijn medebestuurders begin vorig jaar aan ING een fairness opinie te geven over het openbare bod van het Japanse Canon (8,60 euro per aandeel) op de printerfabrikant. Maar ING was al sinds medio 2008 adviseur van Van Iperen en consorten in het kader van het destijds gestarte strategische heroriëntatieproces, dat uiteindelijk uitmondde in een opgaan in Canon.

Saillant is eveneens dat de toenmalige president-commissaris van Océ, oud DSM-topman Peter Elverding, oppercommissaris is van ING. Dat de bankverzekeraar het sluitstuk van de strategie-evaluatie, de overname, onafhankelijk heeft kunnen beoordelen lijkt onwaarschijnlijk, omdat deze zelf intensief bij die evaluatie was betrokken. Elverding wees tijdens de buitengewone aandeelhoudersvergadering over het Canon-bod vooral op het advies van de eigen adviseur van de raad van commissarissen (Lazard) die tot eenzelfde conclusie als ING was gekomen.

Los hiervan willen banken bij de onderneming 'in the picture' blijven om toekomstige bancaire diensten te leveren. De relatie met de opdrachtgever is van groot belang, de oorspronkelijke aandeelhouders zijn na gestanddoening van het bod immers vertrokken. De opinies spreken vaak over strikt gescheiden afdelingen, ook wel 'Chinese walls', maar de vraag is hoe dik die muren werkelijk zijn. Het is niet voor niets dat de eerste (openbare) fairness opinie die aangeeft dat een bod 'unfair' is nog geschreven moet worden.

DRIE A4'TJES

Het afhankelijkheidsprobleem wordt kleiner als het uitgevoerde werk voor aandeelhouders inzichtelijk is. Maar ook daar wringt de schoen. De fairness opinie zoals aandeelhouders die onder ogen krijgen als

gende berekeningen om tot een waardering te komen, zijn niet in het stuk opgenomen. Opvallend is dat toekomstverwachtingen in het algemeen worden ingebracht door het management en niet worden geverifieerd door de betrokken zakenbank. Hoe complex je een waardering ook wilt maken, uiteindelijk wordt de uitkomst bepaald door de veronderstellingen (input).

Een discussie tijdens een aandeelhoudersvergadering is haast op voorhand onmogelijk: het bestuur laat niets los over de geprognosticeerde kasstromen die voor de fairness opinie zijn gebruikt. Het bestuur weet het, commissarissen zijn ervan op de hoogte, de betrokken bankiers ook. Aandeelhouders, voor wie bestuur en commissarissen zeggen de fairness opinie juist te hebben opgesteld, kunnen er slechts naar gissen.

AANVULLENDE BEPALINGEN

De fairness opinie is alleen van waarde als deze is opgesteld door een onafhankelijke partij. De vergoeding voor deze partij mag niet afhankelijk zijn van het slagen van de overname. Ook dient de inhoud van het rapport openbaar gemaakt te worden.

Het is opmerkelijk dat er zowel in de wetbundels als in de code voor goed ondernemingsbestuur geen enkele richtlijn is opgenomen over deze laatste belangrijke fase van het beursbestaan van een onderneming. De commissie-Streppel, die de naleving van de code onderzoekt en deze op termijn moet actualiseren, zou er goed aan doen na te denken over aanvullende bepalingen voor overnamesituaties. ■

DE ZAKENBANK LEVERT VEELAL OOK ANDERE ADVIESDIENSTEN

onderdeel van het overnamedocument omvat steevast maximaal drie pagina's. Het is een standaarddocument met lappen juridisch getinte tekst, dat morgen of overmorgen weer voor een andere opdrachtgever uit de la wordt gehaald.

De gehanteerde toekomstscenario's voor de onderneming (kasstromen) en de achterlig-