

ANNOTATIE

De rol van de fairness opinion in de uitkoopprocedure

L.H.J. Baijer

Annotatie bij Ondernemingskamer Gerechtshof Amsterdam, 14-01-2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300 (OR-2020-0110)

Noot bij Hof Amsterdam (OK) 14 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300 (Fortuna).

Bij een op 14 januari 2020 gewezen arrest hebben minderheidsaandeelhouders in de uitkoopprocedure van Fortuna succesvol verzet ingesteld tegen het arrest van 30 oktober 2018 en hebben zij tevens de subsidiair gevorderde uitkoopprijs aangevochten. In deze noot bespreekt de auteur de rol van de fairness opinion in deze uitkoopprocedure.

1 Inleiding

Op 2 oktober 2018 heeft de Ondernemingskamer (hierna: OK) bij verstekarrest overwogen dat zij op grond van door uitkoper Fortbet Holding Limited (hierna: Fortbet) verstrekte informatie (waaronder een door KPMG opgestelde *fairness opinion*) zonder deskundigenbericht kon vaststellen dat de prijs van EUR 7,83 per aandeel een billijke prijs was op de peildatum.[1] Vervolgens heeft de OK op 30 oktober 2018 (met verbetering op 1 november 2018) eindarrest gewezen en deze subsidiaire vordering van Fortbet toegewezen.[2]

Tegen deze beslissing is een groep minderheidsaandeelhouders (hierna: de opposanten) succesvol in verzet gekomen, hetgeen heeft geleid tot het arrest van 14 januari 2020.[3] Opposanten hebben de prijs uit het arrest van 2 oktober 2018 bestreden en gewezen op een indicatieve waardering in een door hen overlegd deskundigenrapport. Uit dit rapport volgde dat een veel hogere prijs zou moeten worden gehanteerd als uitkoopprijs. Dit deed bij de OK twijfel rijzen over de eerder vastgestelde prijs. De fairness opinion van KPMG die Fortbet had

ingebracht, heeft die twijfel niet kunnen wegnemen. Onduidelijk was op welke informatie die fairness opinion was gestoeld. De OK vond verder dat onvoldoende gegevens beschikbaar waren op basis waarvan zijzelfstandig de prijs kon bepalen. De OK verwachtte niet dat het overleggen van extra stukken Fortuna Entertainment Group N.V. (hierna: Fortuna) daartoe alsnog in staat zou stellen. De OK heeft derhalve een deskundige benoemd om onderzoek te doen naar de prijs per peildatum van 9 maart 2018.

Nu de fairness opinion(s) in onderhavig geval blijkbaar niet voldoende gewicht in de schaal kon(den) leggen voor de definitieve vaststelling van de prijs van de aandelen zonder benoeming van een onafhankelijke deskundige, zal ik in deze noot stilstaan bij de rol en het nut van de fairness opinion in de uitkoopprocedure.

De Fortuna-zaak is interessant omdat het een groep aandeelhouders voor het eerst gelukt is succesvol verzet in te stellen tegen een bij verstek gewezen uitkooparrest.[4] Terecht stellen Schotel en Schepel in de VCL-bundel in dat kader de vraag: had heropening van de uitkoopprocedure voorkomen kunnen worden?[5] Zij zien daarvoor namelijk grofweg drie wegen:

volledige openheid van zaken geven;
actiever publiciteit geven aan het uitkooparrest; en
een arrest op tegenspraak bewerkstelligen.[6]

In deze noot laat ik de mogelijkheden 2 en 3 rusten, maar bespreek ik optie 1 in het licht van de fairness opinion en hoe Fortbet wellicht succesvol(ler) had kunnen zijn met haar fairness opinion (uiteraard op basis van de beperkte feiten die uit het arrest blijken).

Hieronder volgt eerst een korte samenvatting van de verschillende aanverwante procedures (par. 2), en daarna een korte uiteenzetting over wat een fairness opinion is (par. 3). Vervolgens bespreek ik de rol en het nut van een dergelijke opinie in een uitkoopprocedure, en hoe dat zich in deze procedure vertaalt (par. 4). De bijdrage eindigt met een samenvatting (par. 5).

2 Achtergrond en andere procedures

Fortuna is al vele malen eerder onderwerp geweest van een procedure bij de OK. Totdat de OK arrest wees in de zaak in januari 2020, wees de OK de afgelopen jaren twee beschikkingen in een enquêteprocedure en drie arresten in de uitkoopprocedure.[7] Hieronder zet ik deze procedures kort uiteen, omdat de feiten uit deze procedures ook relevant zijn voor de bespreking van het onderhavige arrest.

2.1 Enquêteprocedure

Fortuna is een Nederlandse vennootschap die zich bezighoudt met kansspelen in Centraal- en Oost-Europa. In de enquêteprocedure had de OK onmiddellijke voorzieningen getroffen vanwege gebrekkige informatievoorziening aan de aandeelhouders omtrent een voorgenomen overname door Fortuna van vier Roemeense vennootschappen van Fortbet. Fortbet had vóór die transactie een openbaar bod gedaan op de aandelen in Fortuna, die op de beurs in Praag en Warschau werden verhandeld (en die onderwerp zijn van de uitkoopprocedures). Dit openbaar bod werd niet gesteund door het bestuur van Fortuna. Na de getroffen onmiddellijke voorzieningen is het informatieniveau opgekrikt, zijn de voorzieningen beëindigd en heeft Fortbet uiteindelijk in samenspraak met Fortuna een nieuw (verbeterd) openbaar bod uitgebracht. Dat was succesvol. De beursnoteringen zijn nadien beëindigd.

2.2 Uitkoopprocedure

In de uitkoopprocedure vorderde Fortbet primair een uitkoopprijs van EUR 7,17 en subsidiair een uitkoopprijs van EUR 7,83. Ter ondersteuning voor de primaire uitkoopprijs heeft Fortbet een fairness opinion van KPMG overgelegd, die KPMG aan zowel het bestuur als de raad van commissarissen (hierna: RvC) had uitgebracht.[8] Uit die fairness opinions bleek dat zowel in februari 2018 als op 9 maart 2018 (de relevantie van die datum wordt hierna duidelijk) de biedprijs van EUR 7,17 fair was vanuit financieel oogpunt. Aan Franklin Templeton Investments (hierna: Templeton), een 10,61%-aandeelhouder van Fortbet die ook de hierboven genoemde enquête had verzocht, is echter een hogere prijs betaald, namelijk EUR 7,83 per aandeel door middel van een zogenoemde *block transaction*,[9] die op 9 maart 2018 op de beurs van Warschau heeft plaatsgevonden. Dat is de reden waarom Fortbet KPMG een aanvullende fairness opinion heeft laten uitbrengen op 14 juni 2018. Volgens Fortbet is die hogere prijs enkel betaald omdat Templeton een unieke strategische positie had,[10] hetgeen voor andere minderheidsaandeelhouders niet gold. Templeton kon in beginsel namelijk een uitkoopprocedure voorkomen,[11] en zij had bovendien toegang tot de enquêteprocedure.[12] Daarom zou ten aanzien van de overige minderheidsaandeelhouders – conform de fairness opinion van KPMG – bij de biedprijs van EUR 7,17 moeten worden aangesloten. Mocht de OK

niet meegaan in die redenering, dan volgt a fortiori uit de fairness opinion van KPMG dat de subsidiair gevorderde uitkoopprijs van EUR 7,83 in ieder geval kan worden gevolgd.

De OK oordeelde vervolgens dat zij op basis van de op dat moment verstrekte informatie de primaire vordering niet kon toewijzen. Dat zat volgens de OK voornamelijk in de geringe acceptatiegraad van het (tweede) bod en een geringe premie boven op de beurskoers. In dat licht zijn de overige gegevens waarop Fortbet zich heeft beroepen – namelijk de *position statement* van het bestuur en de RvC en de fairness opinions van KPMG – ontoereikend om de primaire vordering direct toe te wijzen. Voor die vordering zou een deskundige moeten worden benoemd.

Wat de OK daarna deed, was bijzonder. De OK gaf aan dat zij de subsidiaire vordering wél aanstonds zonder het gelasten van een deskundigenbericht kon toewijzen en gaf Fortbet dat in overweging in het tussenarrest van 2 oktober 2018.[13] Fortbet koos voor die route.

Op 30 oktober 2018 heeft de OK de gedaagden bij verstek veroordeeld de door elk van hen gehouden aandelen in Fortuna aan Fortbet over te dragen en de prijs van de over te dragen aandelen per 9 maart 2018 vastgesteld op EUR 7,83 per aandeel ex rente.[14]

Fortbet dacht door te kunnen pakken en heeft vervolgens op 2 november 2018 het verstekarrest openbaar betekend op grond van artikel 54 lid 4 Rv. Op 3 november 2018 heeft Fortbet een advertentie in het Financieele Dagblad geplaatst, de consignatie bekendgemaakt, en heeft zij de prijs van EUR 7,94 per aandeel betaalbaar gesteld per 16 november 2018. De advertentie bevat de aanzegging dat de prijs met rente voor alle aandelen in Fortuna die niet uiterlijk op 16 november 2018 aan Fortbet zijn overgedragen op 19 november 2018 zal worden geconsigneerd overeenkomstig artikel 2:92a lid 8 BW.

Op 7 november 2018 is een uittreksel van het voormelde exploit bekendgemaakt in de Staatscourant, met vermelding dat afschriften van het exploit en het arrest kunnen worden verkregen bij mr. Drenth (raadsman van Fortbet).

Op 19 november 2018 heeft Fortbet vervolgens een bedrag van EUR 14.112.270,16 gestort in de consignatiekas. Een aantal aandeelhouders, de opposanten, heeft bij exploit van 19 januari 2019 verzet ingesteld tegen het arrest van de OK van 30 oktober 2018 en verzocht Fortbet alsnog niet-ontvankelijk te verklaren, dan wel de prijs van de over te dragen aandelen vast te stellen op EUR 13,30 per aandeel op peildatum 20 juni 2018, althans op EUR 12,96 per aandeel op peildatum 9 maart 2018.

Opposanten beriepen zich op een in hun opdracht uitgebracht rapport, waarin de waarde van een aandeel Fortuna per 9 maart 2018 is berekend op een bedrag tussen EUR 11,26 en EUR

14,08. Dit is overigens een aanzienlijk hogere prijs dan die prijs waarvoor ongeveer 85% van de aandeelhouders zijn aandelen eerder al had aangeboden, namelijk voor een prijs van EUR 7,17 na het openbaar bod. Ook is de prijs aanzienlijk hoger dan die waarvoor aandeelhouder Templeton zijn belang van 10,61% heeft aangeboden (eerdergenoemde EUR 7,83).

3 De fairness opinion

3.1 Wat is een ‘fairness opinion’?

Er is geen eenduidige omschrijving te geven van wat een fairness opinion is of wat die precies inhoudt. In het kader van openbare biedingen spreekt het Besluit openbare biedingen Wft (Bob) van ‘[e]en bij een derde ingewonnen schriftelijk advies over de redelijkheid van een openbaar bod’.[15] Parijs geeft als omschrijving: ‘[h]et oordeel van een bank over de “redelijkheid en evenwichtigheid” van het bod van de aandeelhouders van de doelvennootschap’.[16]

3.2 Wie verstrekken fairness opinions?

In het kader van een openbaar bod met een Nederlandse doelvennootschap zijn dit vaak de Nederlandse grootbanken (ABN AMRO, ING, Rabobank) en zakenbanken (Van Lanschot Kempen, NIBC), alsook (Angelsaksische) *investments banks* als Lazard, Bank of America Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Rothschild, Citi Bank en het voormalige Lehman Brothers. Verder geven onafhankelijke *valuators* als Houlihan Lokey en Duff & Phelps fairness opinions af. Na analyse van jurisprudentie met betrekking tot de uitkoopprocedure blijkt dat het voornamelijk de *corporate finance*-afdelingen van de *Big Four*-kantoren (KPMG, Deloitte, EY en PwC) zijn die een fairness opinion afgeven bij uitkoopprocedures.[17]

3.3 Vereisten aan de fairness opinion

Nederlandse wet- en regelgeving stelt geen vereisten waaraan (de totstandkoming van) een fairness opinion moet voldoen. Op grond van onderdeel 5 van bijlage G Bob moet in het geval van een openbaar bod enkel de naam van de verstrekker, zijn hoedanigheid, de andere functies die hij vervult en de strekking van zijn advies in de ‘standpuntbepaling’ staan, wanneer een fairness opinion wordt overgelegd in het kader van een openbare bieding.

In de praktijk wordt de volledige fairness opinion opgenomen, omdat de betrokken investment banks daarop staan, maar ook omdat daarin alle voorbehouden en(aansprakelijkheids)beperkingen zijn opgenomen.[18]

Uit de Océ-beschikking kan worden opgemaakt dat in het kader van een openbaar bod de doelvennootschap kan volstaan met publicatie van de verkorte inhoud van de fairness

opinion.[19] Uit een uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBb) naar aanleiding van het openbaar bod op H.E.S. Beheer volgt dat de aan de fairness opinion ten grondslag liggende gegevens niet in het geheel gepubliceerd behoeven te worden.[20] Dit is ook in lijn met de nota van toelichting behorend bij het Bob over onderdeel 1.12 van bijlage A (voor de bieder),[21] waarbij Parijs ervan uitgaat[22] dat dit ook geldt voor de doelvennootschap (onderdeel 5 van bijlage G Bob).[23]

3.4 Welke informatie wordt beoordeeld?

De verstrekker van een fairness opinion zal *high-level* aangeven welke informatie hij heeft gebruikt om tot het oordeel te komen dat een transactie 'fair from a financial point of view' is, wat meestal het oordeel zou zijn.[24] Dit is de eigenlijke opinie. De informatie die wordt beoordeeld, is allerhande publiekelijk verkrijgbare informatie, alsook niet-publieke informatie die is verkregen na interviews met het management en beoordeling van andere informatie die door de doelvennootschap toegankelijk wordt gemaakt. Het proces dat zich 'achter' de opstelling van de fairness opinion afspeelt, lijkt in die zin op een (vereenvoudigd) *due diligence*-onderzoek. Doorgaans bevat een fairness opinion ook assumpties en kwalificaties omtrent de geraadpleegde informatie en beoordeling daarvan door de partij die de fairness opinion afgeeft.

3.5 Functie fairness opinion

Fairness opinions worden gevraagd bij de meest uiteenlopende transacties.[25] De fairness opinion in Nederland vervult echter vooral een prominente rol bij het openbaar bod, waarbij het *market practice* is dat het bestuur en/of de RvC van een doelvennootschap in het kader van het openbaar bod één of meer fairness opinions vragen.[26] Eigen analyse van 102 openbare biedingen opgenomen in het Register openbare biedingen[27] wijst uit dat dit in ieder geval in ongeveer 75% van de openbare biedingen in de periode lopend van 2001 tot en met medio 2015 het geval is geweest.[28]

Belangrijkste functies zijn verder (1) een gemotiveerde standpuntbepaling door het bestuur over het bod, (2) het overtuigen van aandeelhouders in te gaan op het bod, (3) het verkleinen van een informatieachterstand voor (kleine(re)) aandeelhouders, (4) het voldoen aan de toezichhoudende taak van de RvC, (5) hulpmiddel voor stemadviseurs, (6) rechtvaardiging voor onderhandse transacties en (7) ondersteuning voor de vaststelling van een billijke prijs bij uitkoopprocedures bij de OK.[29]

3.6 Kritiek

Geregeld wordt kritiek geuit op fairness opinions. Die kritiek komt neer op (1) twijfel aan de

onafhankelijkheid van de verstrekker,[30] (2) intransparantie bij de totstandkoming van een fairness opinion[31] en (3) twijfel aan de objectiviteit van de fairness opinion zelf.[32] Daarnaast wordt een fairness opinion ook duur geacht.[33] Voor een nadere uiteenzetting over fairness opinions verwijs ik naar het eerdergenoemde (voortreffelijke) proefschrift van Parijs.[34]

4 De rol van de fairness opinion in Fortuna

Wehrmeijer, Kouchi en ik hebben eerder ook specifiek stilgestaan bij de rol van de fairness opinion in de uitkoopprocedure.[35] We kwamen tot de slotconclusie dat fairness opinions een aanmerkelijke rol kunnen spelen in de uitkoopprocedure bij de OK en ook een relevante functie kunnen vervullen bij de prijsbepaling in de uitkoopprocedure. De OK kan echter ten aanzien van een fairness opinion, enkel afgegeven ter ondersteuning van een *faire* biedprijs, ook oordelen dat de prijs niet direct kan worden bepaald voor de resterende minderheidsaandelen. Dat geldt in het bijzonder indien op een later moment aandelen zijn verkocht tegen een hogere prijs (zoals bijvoorbeeld in het geval van Fortuna door de transactie met Templeton). Wij hebben toen aanbevolen om fairness opinions, wanneer deze beschikbaar zijn, te overleggen bij de OK (in uitkoop- en enquêteprocedures). Geconcludeerd kan namelijk worden dat dit geen ‘tick the box’-exercitie is, nu in de meeste gevallen de OK wel waarde lijkt te hechten aan het overleggen van een beschikbare fairness opinion, maar eveneens de afgegeven fairness opinions kritisch beoordeelt en overigens ook kan beoordelen, nu twee raden zitting nemen bij de OK.[36] Dat is ook hier het geval.[37]

In het onderhavige arrest vechten opposanten zowel de prijs als de peildatum per 9 maart 2018 aan. De OK ziet echter – met verwijzing naar Unit4[38] – geen reden om af te wijken van de peildatum zijnde het moment van betaalbaarstelling onder het bod, mits de bidder dan ten minste 95% van het geplaatst kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt.[39] De discussie spitst zich vervolgens toe op de vraag of de prijs van EUR 7,83 per aandeel (de prijs die Templeton betaalde en de subsidiaire vordering) de juiste is, vooral in het licht van een stijging van omzet en resultaat in het einde van het eerste kwartaal van 2018. De OK wijst er vervolgens op dat zij juist en volledig geïnformeerd moet worden om zowel de prijs van de over te dragen aandelen vast te kunnen stellen, alsook ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Daarbij is zij afhankelijk van informatie van de uitkoper. De OK overweegt (r.o. 5.3):

‘De Ondernemingskamer heeft de wettelijke taak (artikel 2:92a lid 5 BW) de prijs vast te stellen die de over te dragen aandelen op de peildatum hebben. Daartoe is zij afhankelijk van informatie afkomstig van partijen die nodig is om de prijs te kunnen vaststellen dan wel om te bepalen of daartoe eerst een deskundigenonderzoek naar de prijs zou moeten worden gelast.

In het geval verstek is verleend – in welk geval toetsing van de gevorderde prijs plaatsvindt ter bescherming van de niet-verschenen minderheidsaandeelhouder(s) – worden de voor de vaststelling van de prijs relevante gegevens slechts door de uitkoper verstrekt. De Ondernemingskamer moet erop kunnen vertrouwen dat de verstrekte informatie juist en volledig is en de uitkoper is op de voet van artikel 21 Rv verplicht de relevante feiten volledig en naar waarheid aan te voeren. In het onderhavige geval heeft de Ondernemingskamer bij haar arrest van 2 oktober 2018 overwogen dat zij op grond van door Fortbet verstrekte informatie zonder deskundigenbericht kan vaststellen dat de prijs van € 7,83 per aandeel een billijke prijs is op de peildatum.’

De opposanten wijzen in hun verzetdagvaarding erop dat (1) uit het rapport een hogere prijs volgt,[40] en (2) dat niet uitgegaan mag worden van de aanvullende fairness opinion van KPMG van 14 juni 2018, aangezien moet worden betwijfeld of KPMG voor het opmaken daarvan juist en volledig is geïnformeerd door Fortbet. Voor zover daarvan wel sprake is, heeft Fortbet in strijd met artikel 21 Rv verzuimd de daaraan ten grondslag liggende stukken in het geding te brengen. Evenmin kan worden uitgegaan van de prijs waarvoor de aandelen door Templeton aan Fortbet zijn overgedragen. De voorwaarden en beweegredenen van partijen die aan de overdracht ten grondslag hebben gelegen, zijn op geen enkele wijze kenbaar en te controleren. Opposanten hebben in het bijzonder naar voren gebracht dat noch KPMG, noch Templeton de cijfers van Fortuna over het eerste kwartaal van 2018, die een zeer sterke stijging van de omzet en het resultaat tonen, heeft meegewogen.

Fortbet heeft klaarblijkelijk (r.o. 5.5) niet weersproken dat zij door middel van een *Regulatory Announcement* (r.o. 2.8) op 16 mei 2018 bekend heeft gemaakt dat de omzet en het resultaat sterk zijn gestegen in het eerste kwartaal van 2018, terwijl deze informatie wel van groot belang is voor de prijsbepaling. De peildatum is immers gelegen drie weken voor het einde van het eerste kwartaal van 2018. Het wordt de OK niet duidelijk waarom zij dit onvermeld heeft gelaten bij het opstellen van haar uitkoopdagvaarding. Fortbet heeft de vraag van opposanten of KPMG de cijfers van Fortuna over het eerste kwartaal van 2018 heeft meegenomen bij het opstellen van de fairness opinion onbeantwoord gelaten. Uit de fairness opinion komt niet naar voren of deze cijfers in aanmerking zijn genomen door KPMG bij het opstellen daarvan, aldus de OK. Ook de vraag van opposanten of de cijfers over het eerste kwartaal van 2018 een rol hebben gespeeld bij de totstandkoming van de prijs waarvoor Templeton haar aandelen in Fortuna aan Fortbet heeft overgedragen, heeft Fortbet niet beantwoord. Evenmin heeft Fortbet zich voldoende uitgelaten over meer algemene vragen van opposanten over de onderhandelingen tussen Fortbet en Templeton die aan de totstandkoming van de prijs ten grondslag lagen. Fortbet heeft niet kunnen volstaan met wijzen op de reputatie van Templeton, de lengte van de onderhandelingen, de omvang van het belang dat Templeton in

Fortuna had, en de omstandigheid dat Templeton zich eerder als actieve aandeelhouder heeft opgesteld (door het doen van een enquêteverzoek) toen zij in haar ogen te weinig informatie ontving.

Het voorgaande brengt de OK tot het volgende oordeel (r.o. 5.6):

‘Het voorgaande heeft bij de Ondernemingskamer twijfel doen rijzen over de bij het versterkarrrest vastgestelde uitkoopprijs van € 7,83 per aandeel. Deze twijfel wordt versterkt door het Sman-rapport en kan niet worden weggenomen door de fairness opinion van KPMG van 14 juni 2018. Volgens Fortbet is die fairness opinion “(...) gestoeld op een zeer grote hoeveelheid actuele (interne en externe) informatie over de vennootschap”, maar welke informatie dat is, blijkt noch uit de fairness opinion, noch uit de stellingen van Fortbet. Daarbuiten zijn er onvoldoende gegevens beschikbaar op basis waarvan de Ondernemingskamer zelfstandig de prijs van de aandelen in Fortuna kan bepalen. De Ondernemingskamer verwacht niet dat het overleggen van extra stukken haar daartoe alsnog in staat zal stellen. De Ondernemingskamer acht het derhalve nodig dat een deskundige wordt benoemd om onderzoek te doen naar de prijs van de aandelen in het kapitaal van Fortuna per 9 maart 2018.’

Dit alles verdient een aantal opmerkingen.

Ten eerste lijkt het zeer onwaarschijnlijk dat KPMG de kwartaalcijfers en de informatie uit de Regulatory Announcement niet in haar beoordeling heeft meegenomen. Helaas is de aanvullende fairness opinion van 14 juni 2018 niet online te raadplegen en kunnen we daarom niet met zekerheid vaststellen welke informatie KPMG beoordeeld heeft. Uit de fairness opinion van KPMG van 7 februari 2018,^[41] alsook uit eerdere fairness opinions van 29 mei 2017^[42] en 9 juni 2017^[43] in het kader van een transactie met Fortbet (die onderwerp waren van de enquêteprocedure), blijkt echter dat KPMG consequent ‘certain publicly available financial and other information’ heeft bekeken, alsook ‘certain internal reports and financial forecasts with respect to Fortuna’s business operations, earnings, cash flow, assets, liabilities and prospects, prepared by the management’, en dat zij, zoals gebruikelijk is bij het opstellen van een fairness opinion, interviews heeft gehouden met het management van Fortuna over ‘past and current business operations and financial condition [sic] and expectations for the future relating to Fortuna’s strategic and financial development’. Hieruit zou op te maken kunnen zijn dat KPMG (jaar)cijfers heeft bekeken. Dat niet uit de fairness opinion onomstotelijk valt vast te stellen óf KPMG inderdaad de kwartaalcijfers of deze *Public Announcement*^[44] in haar beoordeling heeft meegenomen, komt evenwel door de enigszins onduidelijke formulering die KPMG hanteert. Wat is erop tegen om op te nemen dat je kwartaalcijfers hebt bekeken?

Onduidelijk is of Fortbet KPMG heeft gevraagd om de rol van de kwartaalcijfers in de totstandkoming van de fairness opinion nader uiteen te zetten bij de OK. Het is namelijk niet ongebruikelijk dat een verstrekker van een fairness opinion verantwoording aflegt tijdens een (buitengewone) algemene vergadering van aandeelhouders. Het volgt echter niet uit het arrest of KPMG nader heeft verklaard over haar rol als de verstrekker van de fairness opinion.

Ten tweede bestaat geen expliciete plicht op grond van biedingsregels de door de opposanten verlangde informatie naar voren te brengen. Op basis van de Océ-beschikking^[45] hebben aandeelhouders enkel recht op aanvullende informatie die doorgaans aan aandeelhouders zal worden verstrekt. Daar vallen de onderliggende rapporten voor de totstandkoming van de fairness opinion niet onder. Dat neemt echter niet weg dat op Fortbet tóch een verplichting zou kunnen rusten om extra informatie over te leggen, al was het maar op grond van de verplichting van artikel 21 Rv om de zaak volledig en naar waarheid naar voren te brengen. Dat voeren de opposanten dan ook aan. Of Fortbet artikel 21 Rv heeft geschonden, blijft echter onduidelijk. Zoals hierboven ook aangegeven, lijkt het echter onwaarschijnlijk dat KPMG deze cijfers níét heeft meegenomen in haar beoordeling.

Ten derde lijkt de verwachting van de OK dat het overleggen van extra stukken Fortbet niet in staat zal stellen zelfstandig de prijs te bepalen wat kort door de bocht. Immers, KPMG zou kunnen worden gehoord over of zij de kwartaalcijfers in haar beoordeling heeft meegenomen. Ook had bijvoorbeeld Templeton kunnen worden gehoord over haar rol en de besprekingen. Wellicht had dit alles ook ondervangen kunnen worden door verklaringen over te leggen van KPMG en/of Templeton.

Verder had Fortbet al kunnen anticiperen en had zij een (aanvullend) waarderingsrapport kunnen opvragen. Temeer nu een verdubbeling van de aandelenprijs – ondanks de sterk gestegen resultaten – weinig realistisch lijkt en het voor de leek onduidelijk is hoe deze minderheidsaandeelhouders – los van de Regulatory Announcement – aan betrouwbare informatie hebben kunnen komen die geleid heeft tot deze waardering. Dit is echter wel een waardevolle aangelegenheid, en hoeft niet af te doen aan de snelheid van de procedure.

Het is niet ongebruikelijk dat een uitkoper alvast een waarderingsrapport laat opstellen dat de uitkoopprijs ondersteunt. In de uitkoopprocedures Batenburg^[46] en Globalworth Poland Real Estate^[47] hebben de uitkopers waarderingsrapporten overgelegd, wat uiteindelijk de snelheid van de procedures ten goede is gekomen.^[48] In het geval van Batenburg omdat – zoals ook het geval was in het arrest van 2 oktober 2018 inzake Fortuna – de uitkoper primair vorderde dat aangesloten moest worden bij de prijs van het openbaar aangekondigd bod en subsidiair aansluiting gezocht moest worden bij de subsidiair gevorderde prijs die was gebaseerd op het waarderingsrapport. In het geval van Globalworth Poland Real Estate had de

uitkoper zijn huiswerk gedaan en kon de OK leunen op een uitgebreid overzicht van voorafgaande transacties, de beurskoers sinds de beursgang en een uitgebreid rapport van Deloitte.[49] Fortbet had eveneens een (aanvullend) rapport kunnen laten opstellen, temeer nu haar primaire vordering was afgewezen en er twijfel bestond over de koopprijs.[50]

Hoewel het uiteindelijke resultaat van de fairness opinion gering lijkt (de zin: 'We consider the bid fair from a financial point of view' met twee (of meer) pagina's aan *disclaimers*, *assumptions* en *qualifications*), heb ik een aantal jaren geleden in het kader van mijn scriptie vijf jaar geleden uit verschillende interviews met investment bankers begrepen dat voor een fairness opinion bij een transactie tot EUR 50 miljoen al snel 200 tot 300 uur gemoeid is voor de totstandkoming daarvan.[51] In het geval van een lastigere transactie loopt dat al snel op tot 600-700 uur. Afhankelijk van de teamgrootte zijn partijen al snel een maand bezig met het opstellen van een fairness opinion. Er wordt op gewezen dat accountants vaak ook verklaringen moeten afgeven over de getrouwheid van de beoordeelde cijfers. Vanzelfsprekend is de fairness-opinionverstrekker echter afhankelijk van de informatie die de vennootschap hem geeft en of die informatie compleet is. Dit is dan ook de reden dat de verstrekkers uitgaan van de assumptie dat de door hun cliënt verstrekte informatie juist, volledig en accuraat is. Óf Fortuna juiste en volledige informatie heeft verstrekt aan KPMG, blijft echter onduidelijk.

Tot slot nog het volgende. Het is een open deur, maar deze discussie had waarschijnlijk niet gespeeld als duidelijk was geweest welke informatie KPMG exact had gebruikt om tot haar oordeel te komen. In zoverre zullen een bestuur en/of RvC er dus in een voortraject goed aan doen om hun bank of adviseur te vragen goed uiteen te zetten op welke informatie zijn oordeel is gebaseerd, zodat de fairness opinion ook bruikbaar is in een opvolgende uitkoopprocedure na een openbaar bod.

5 Samenvatting

De OK moet erop kunnen vertrouwen dat de verstrekte informatie juist en volledig is, en de uitkoper is op de voet van artikel 21 Rv verplicht de relevante feiten volledig en naar waarheid aan te voeren. Bij de OK is twijfel gerezen over de uitkoopprijs door een door opposanten overgelegd waarderingsrapport. De twijfel kon niet worden weggenomen door het overleggen van door KPMG afgegeven fairness opinions in het kader van het openbaar bod, omdat onduidelijk is of KPMG de sterk gestegen omzet en resultaat in het eerste kwartaal van 2018 in haar oordeel had meegenomen, en op welke informatie de fairness opinions exact waren gebaseerd.

Dat de OK in onderhavige zaak de uitkoopprijs niet kan bepalen op de fairness opinions die

overgelegd worden en zij daarom een onafhankelijk deskundige aanwijst, lijkt een logische uitkomst. De antwoorden van Fortbet laten té veel vragen onbeantwoord. Deze vragen hadden waarschijnlijk kunnen worden voorkomen als de fairness opinion duidelijker indicaties zou bevatten op welke informatie die is gebaseerd en Fortbet aanvullende verklaringen overgelegd zou hebben, dan wel een aanvullend waarderingsrapport.

Noten

[1] Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta.

[2] Hof Amsterdam (OK) 30 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4037, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta; Hof Amsterdam (OK) 1 november 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4199.

[3] Hof Amsterdam (OK) 14 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300, JOR 2020/33 m.nt. Josephus Jitta.

[4] Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta; O.J.W. Schotel & J.M. Schepel, Kroniek uitkoop en geschillenregeling, in: Y. Borrius e.a. (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2019-2020 (VDHI nr. 158), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 215. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 14 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300, JOR 2020/33 m.nt. Josephus Jitta.

[5] Schotel & Schepel 2020, p. 217.

[6] Schoten & Schepel 2020, p. 217.

[7] Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 m.nt. Josephus Jitta; Hof Amsterdam (OK) 14 juli 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2901, JOR 2018/7 m.nt. Van der Schrieck; Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta; Hof Amsterdam (OK) 30 oktober 2018, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta. Zie ook A. Spaargaren & A.S. van der Heide, Fortuna: een 'commissaris' zonder raad van commissarissen maar met bevoegdheid, MvO, afl. 10-11, p. 245-249.

[8] Bestudering van het Register Openbare Biedingen van de AFM leert dat het overigens gangbaar is dat de RvC ook afzonderlijk van het bestuur een fairness opinion verzoekt. Zie ook G.A. ter Neuzen, De rol van de raad van commissarissen bij een openbaar bod, V&O 2008, afl. 11, p. 233; Y.A. Wehrmeijer, L. Kouchi & L.H.J. Baijer, De fairness opinion en de

uitkoopprocedure, in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2018-2019* (VDHI nr. 157), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 235.

[9] Een *block transaction* of *block trade* is de verkoop van een groot aantal effecten in één keer.

[10] Zij kon in beginsel een uitkoop door Fortuna voorkomen en had toegang tot de enquêteprocedure.

[11] Zie Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta, r.o. 3.10. Hieruit volgt dat Fortbet ten tijde van het uitbrengen van het bod 80,18% van de aandelen in het geplaatst kapitaal van Fortuna hield en na afloop van de aanmeldingstermijn 85,23%. Templeton hield ten tijde van het bod 10,06% en de andere aandeelhouders 9,76%. Indien Templeton haar aandelen dus niet zou hebben aangeboden, zou de ondergrens van 95% uit art. 2:201a BW voor het succesvol instellen van een vordering tot uitkoop sowieso niet zijn gehaald.

[12] Zie art. 2:345 BW jo. art. 2:346 lid 1 sub b BW, dat – kort gezegd – bepaalt dat de houder van (certificaten van) aandelen bevoegd is tot het verzoeken tot het gelasten van een enquête. Zie over de ontvankelijkheid van Fortuna ook Q.L.C.M. Bongaerts, *Toegang tot enquête voor kapitaalverschaffers – de evaluatie geëvalueerd*, MvO 2018, afl. 10-11, p. 301-305.

[13] Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta, r.o. 3.11-3.12.

[14] Met een verbetering op 1 november 2018, zie Hof Amsterdam (OK) 1 november 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4199.

[15] Onderdeel 1.12 van bijlage A Bob en onderdeel 5 van bijlage G Bob.

[16] S. Parijs, *Fairness opinions*, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 706-707.

[17] Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, par. II.2.8.

[18] Zie ook C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (VDHI nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 9.9.4.17.6.

[19] Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM0597, JOR 2010/153 (Océ/Hermes), r.o. 3.4.

[20] Zie ook CBB 12 september 2014 (ECLI:NL:CBB:2014:348) over de inhoud van het biedingsbericht van 1908 Acquisition B.V. en daarover M.F. Noome, De inhoud van het biedingsbericht naar aanleiding van CBB 12 september 2014 (Hestya Energy/H.E.S. Beheer), V&O 2014, afl. 11, p. 168.

[21] Stb. 2007, 329; NvT Bob, p. 53.

[22] Parijs 2008, p. 706.

[23] Stb. 2007, 329; NvT Bob, p. 45.

[24] Een 'unfairness opinion' is een uiterst zeldzaam fenomeen, maar doet zich voor in de enquêteprocedure inzake Fortuna. Het bestuur van Fortuna was het aanvankelijk niet eens met het eerste bod, en heeft op 29 mei 2017 een 'unfairness opinion' van KPMG verkregen, dat oordeelde dat het bod vanuit een financieel oogpunt niet *fair* was voor de aandeelhouders. Na het overeenkomen van een *merger protocol* tussen Fortbet en Fortuna oordeelde KPMG wél dat het bod 'fair from a financial point of view' was. Het enige andere bekende voorbeeld is de unfairness opinion bij het openbaar bod op Libertel. Zie het Offer Document openbaar bod van Vodafone Group plc op Vodafone Libertel N.V., p. 19. Zie ook S. Parijs, Aansprakelijkheid van overnemers voor 'inadequate' biedingen en de rol van fairness opinions, *Ondernemingsrecht* 2005/15. Hij spreekt in dit kader over een unfairness opinion, alhoewel dat in mijn ogen te ver voert; zie ook G. van Solinge, *Ondeugende dochters*, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 201.

[25] Parijs 2008, p. 706.

[26] Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, par. II.2.2. Zie ook De Brauw 2017, par. 9.9.4.17.6.

[27] Te raadplegen op <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen>.

[28] In 76 van 102 gevallen hadden het bestuur en/of de RvC één of meer fairness opinions gevraagd.

- [29] Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, par. II.2.9.
- [30] Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, JOR 2008/12 m.nt. Brink en Parijs 2008, p. 715.
- [31] S.M. Davidoff, Fairness opinions, American University Law Review (55) 2006, p. 1560.
- [32] S. Parijs, Fairness opinions and liability (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2005 (hierna: Parijs 2005a), met verwijzing naar nadere literatuur in voetnoot 10.
- [33] R.J. Giuffra, Jr., Investment bankers' fairness opinions in corporate control transactions, The Yale Law Journal (96) 1986, p. 120; A. Damodaran, Fairness opinions: Fix them or flush them!, Wall Street Oasis 24 september 2016.
- [34] Parijs 2005a. Zie ook Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, p. 225 e.v.
- [35] Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, p. 238-245.
- [36] Zie art. 66 lid 2 Wet RO. Naast drie raadsheren bestaat de OK ook uit twee raden, deskundigen uit de praktijk, niet zijnde rechterlijke ambtenaren.
- [37] In dit geval waren de raden bijv. respectievelijk een hoogleraar Financial Accounting/partner van EY en een oud-bestuurder van verschillende beursfondsen, thans commissaris van o.a. ABN AMRO en Royal HaskoningDHV.
- [38] Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4), JOR 2015/234 m.nt. T. Salemink. Zie ook O.J.W. Schotel, De OK kiest voor een historische peildatum bij uitkoopprocedures, MvO 2015, afl. 3, alsook de gevolgde conclusie van A-G Assink bij Sirowa, Parket bij de Hoge Raad 8 mei 2020, ECLI:NL:PHR:2020:450, r.o. 3.26, alsook HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745.
- [39] Hof Amsterdam (OK) 14 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300, JOR 2020/33 m.nt. Josephus Jitta, r.o. 5.1.
- [40] Zie Hof Amsterdam (OK) 14 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:300, r.o. 5.4.
- [41] Zie www.feg.eu/public/ec/10/ef/777821_1418893_Fortuna_Position_Statement_final.pdf,

Annexure 1.

[42] Zie

www.fortunagroup.eu/public/1f/45/5f/761479_1321040_EUI_1201468011_1_FEG_Position_Statement_2_6_2017.PDF, Annexure 1.

[43] Zie www.fortunagroup.eu/public/e8/da/98/762356_1327664__2017_06_20_

[KPMG_\[Fairness_OpinionFortbe_RO_Entities_9_6_2017.pdf\]](#).

[44] Zie

www.feg.eu/public/71/d7/6d/836587_1456515__2018_05_16_Fortuna_Q1_2018_eng_final.pdf.

[45] Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM0597, JOR 2010/153 (Océ/Hermes), r.o. 3.4.

[46] Hof Amsterdam (OK) 10 september 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4020 (Batenburg). Zie par. 2.5 van de Position Statement van 16 november 2015: 'In particular, the Financial Adviser was not asked to and did not make statement as to the fairness of the Offer Price or a recommendation as to whether Shareholders should accept or reject the Offer.' De Position Statement is te raadplegen op www.afm.nl/downloadregisterfile.aspx?type=openbare-biedingen&enc=W3+45r/EgSt+MtL1GWvLPJcBf/UFxnUqKGBh3QkqSdUMBjYy9PGRlrBTtojUioxH6ZJDKIyIPq3rocIZtCrQXoJQ8Okx936

[+HzvfVizVUrwFh1E5gpIpfHch4F85DmueL71plsickts3mk09Nef/vdooZbvk6LjOGrRUOSeYqWnlAQzEW1kTIwNWC2I61fwT.](#)

[47] Hof Amsterdam (OK) 20 augustus 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4019 (Globalworth Poland Real Estate). Zie p. 4 van de Position Statement: 'The Board of Directors has not commissioned the preparation of an external fairness opinion/report by a third party in connection with the Tender Offer', te raadplegen op www.afm.nl/downloadregisterfile.aspx?type=openbare-biedingen&enc=W3+45r/EgSt+MtL1GWvLPJcBf/UFxnUqKGBh3QkqSdUMBjYy9PGRlrBTtojUioxH6ZJDKIyIPq3rocIZtCrQXoJQ8Okx936+

[HzvfVizVUrwFh1E5gpIpfHch4F85Dmuetjvlkv4G5ekMucfCG9Lgi3984RF06p4jZYyUx81NPL17n3r8S67/sjSgJaYoVnP.](#)

[48] Het overleggen van een aanvullend waarderingsrapport was ook een van de *take aways* in Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, par. II.2.11.4.1.

[49] Hof Amsterdam (OK) 20 augustus 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4019, r.o. 3.9 en 3.11. Zie ook Schotel & Schepel 2020, p. 212.

[50] Hof Amsterdam (OK) 2 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:3538, JOR 2019/10 m.nt. Josephus Jitta, r.o. 3.11. Zie ook Wehrmeijer, Kouchi & Baijer 2019, par. II.2.11.4.1.

[51] Dit waren bankiers werkzaam bij o.a. Leonardo & Co (thans Houlihan Lokey), Van Kempen & Co (thans Van Lanschot Kempen) en verschillende Nederlandse grootbanken, zoals ING en ABN AMRO.