

HOOFDSTUK 21

FAIRNESS OPINIONS

S. Parijs¹

21.1 Inleiding

Het is tegenwoordig bij openbare biedingen, ondanks dat daartoe geen verplichting bestaat, goed gebruik dat het bestuur van de doelvennootschap een fairness opinion laat afgeven door een investment bank.² Een fairness opinion die in het kader van een openbaar bod wordt afgegeven, is te beschouwen als het oordeel van een bank over de “redelijkheid en evenwichtigheid” van het bod voor de aandeelhouders van de doelvennootschap. In vrijwel de meeste gevallen heeft de fairness opinion slechts betrekking op de financiële aspecten van het bod.

Tot voor kort bestond er in Nederland praktisch geen regelgeving ten aanzien van fairness opinions. Hierdoor konden de partijen die bij het openbaar bod betrokken waren zelf beslissen of zij een fairness opinion openbaar zouden maken.³ Met de invoering van de transparantie-eis van onderdeel 1.12 van Bijlage A en onderdeel 5 van Bijlage G Besluit openbare biedingen Wft (Bob) is hierin verandering gekomen.⁴ Verder bevatten de dertiende EG-richtlijn en het Bob geen regels ten aanzien van de inhoud van fairness opinions. Hierdoor is het voor aandeelhouders nog steeds niet duidelijk op welke wijze fairness opinions tot stand komen. Tot

1 Mr. dr. S. Parijs is werkzaam als Professional Support Lawyer bij CMS Derks Star Busmann en heeft een proefschrift geschreven over fairness opinions: S. Parijs, *Fairness Opinions and Liability: A Legal and Economic Analysis of Fairness Opinions in the United States and the Netherlands* (diss. Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 52, 2005.

2 In de praktijk worden fairness opinions ook verstrekt door andere financieel deskundigen zoals accountants.

3 Een uitzondering is het reglement van Alternext Amsterdam dat in § 5 het vereiste stelt als een meerderheidsaandeelhouder die 95% van de aandelen bezit een bod doet om de resterende minderheidsaandeelhouders uit te kopen, dat ten aanzien van het bod een fairness opinion wordt afgegeven door een onafhankelijke expert; H-J de Kluiver, *Reverse-takeovers: over het belang van rechterlijke toetsing, onafhankelijke advisering, fairness opinions en alternatieve beurzen*, in: *10 jaar «JOR» alsnog geannoteerd*, 2006, p. 37.

4 Besluit van 12 september 2007, *Stb.* 2007, 329.

op heden heeft ook de AFM weinig belangstelling voor fairness opinions getoond. In andere landen, zoals de Verenigde Staten en Frankrijk, ligt dat anders en hebben toezichthoudende instanties maatregelen genomen ten aanzien van fairness opinions, met als doel de positie van aandeelhouders te verbeteren.

In deze bijdrage belicht ik de toepasselijke regelgeving ten aanzien van fairness opinions, de functies, de situaties waarin ze worden toegepast, het eventueel verplicht stellen van fairness opinions, de positie van de bank, enige ontwikkelingen in het buitenland en een aantal aansprakelijkheidsaspecten van fairness opinions. Tevens besteed ik aandacht aan *adequacy opinions*, die in grote mate overeenkomen met fairness opinions.

21.2 Bepalingen omtrent fairness opinions in het Bob

21.2.1 Algemene gegevens inzake het openbaar bod (Bijlage A)

Voordat het biedingsbericht openbaar mag worden gemaakt, dient het op grond van art. 5:74 lid 1 Wft te worden goedgekeurd door de AFM. Op grond van art. 5:76 lid 1 Wft jo. art. 8 lid 1 Bob keurt de AFM het biedingsbericht goed, indien in het biedingsbericht alle gegevens zijn opgenomen die voor een redelijk geïnformeerde en zorgvuldig handelende persoon van belang zijn voor het vormen van een verantwoord oordeel over het openbaar bod. Onder deze gegevens wordt onder meer verstaan de gegevens die in Bijlage A van het Bob worden genoemd. Bijlage A heeft betrekking op algemene gegevens ten aanzien van het openbaar bod. De betreffende gegevens mogen niet met elkaar in strijd zijn of in tegenspraak zijn met andere bij de AFM aanwezige informatie omtrent de doelvennootschap of de bieder en dienen in een voor een redelijk geïnformeerde en zorgvuldig handelende persoon begrijpelijke vorm te worden gepresenteerd. Op grond van onderdeel 1.12 van Bijlage A dient indien er door de bieder bij een organisatie een schriftelijk advies is ingewonnen ter voorbereiding van of over de redelijkheid van het openbaar bod, de naam van deze organisatie, haar hoedanigheid, de andere functies die deze organisatie vervult en de strekking van het advies openbaar te worden gemaakt.

Blijkens de Nota van Toelichting bij het Bob, verplicht onderdeel 1.12 van Bijlage A tot het "transparant maken" van eventueel door de bieder ingewonnen fairness opinions en andere adviezen ter voorbereiding van het openbaar bod.⁵ Het doel van deze bepaling is om het voor de

⁵ Nota van Toelichtingen Bob, p. 53.

markt duidelijk te maken of er fairness opinions of andere adviezen zijn ingewonnen, door wie deze zijn afgegeven en wat daarvan de inhoud is. Tevens dienen op grond van onderdeel 1.12 van Bijlage A Bob de adviezen te worden vermeld waarvan de inhoud niet (uitsluitend) positief is. Teneinde te voorkomen dat vertrouwelijke bedrijfsinformatie algemeen bekend wordt, hoeft niet de volledige inhoud van het advies te worden weergegeven. Een verkorte inhoud waaruit de strekking van het advies blijkt, volstaat.

De verplichting van onderdeel 1.12 van Bijlage A Bob heeft slechts betrekking op de bieder. Aangezien fairness opinions doorgaans door de doelvennootschap worden gevraagd, met als doel de aandeelhouders te overtuigen van de juistheid van het bod, is het niet waarschijnlijk dat er op grond van deze bepaling veel fairness opinions openbaar worden gemaakt. Dit geldt mogelijk wel voor andere adviezen die de bieder inwint over de hoogte van het bod. Hoewel het niet vaak voorkomt, is het overigens wel mogelijk dat de bieder in geval van een vijandig overnamebod een fairness opinion laat afgeven.⁶ Aangezien er in de praktijk betrekkelijk weinig vijandige biedingen worden uitgebracht en de rol van fairness opinions daarbij gering is, beperk ik mij in deze bijdrage tot vriendelijke biedingen.

21.2.2 Gegevens inzake het bericht van de doelvennootschap (Bijlage G)

Op grond van art. 18 lid 2 Bob dient de doelvennootschap bij een volledig bod, uiterlijk vier werkdagen voordat zij overeenkomstig art. 18 lid 1 Bob een algemene vergadering van aandeelhouders houdt waarin het openbaar bod wordt besproken, een bericht op te stellen dat algemeen verkrijgbaar is voor haar aandeelhouders. Dit bericht dient ten minste de in Bijlage G genoemde informatie te bevatten. Bijlage G heeft betrekking op de gegevens ten aanzien van het bericht van de doelvennootschap. In geval van een partieel bod dient de doelvennootschap op grond van art. 20 lid 1 Bob uiterlijk vier werkdagen voor het einde van de aanmeldingstermijn een bericht voor haar aandeelhouders verkrijgbaar te stellen dat ten minste de in bijlage G genoemde informatie bevat. Ten aanzien van een tender bod geldt dezelfde verplichting op grond van art. 22 lid 1 Bob. Indien de doelvennootschap bij een derde een schriftelijk advies heeft

⁶ Zie G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen*, Serie Onderneming en Recht, nr. 16, 1999, p. 139 en mijn proefschrift, p. 33.

ingewonnen over de redelijkheid van het bod, dient zij op grond van onderdeel 5 van Bijlage G de naam van deze derde, zijn hoedanigheid, de andere functies die deze derde vervult en de strekking van het advies openbaar te maken. Blijkens de Nota van Toelichting bij het Bob dienen op grond van deze bepaling fairness opinions "bekend" te worden gemaakt.⁷ De Nota van Toelichting is ten aanzien van onderdeel 5 van Bijlage G tamelijk summier. Er wordt ten aanzien van deze bepaling, in tegenstelling tot onderdeel 1.12 van Bijlage G, niet vermeld dat ook de adviezen die niet (uitsluitend) positief zijn openbaar dienen te worden gemaakt. Aangezien de tekst van beide bepalingen praktisch gelijklopend is, neem ik aan dat ook de strekking van deze bepalingen hetzelfde is. Indien dat niet het geval zou zijn, zou alleen de bieder verplicht zijn om negatieve adviezen openbaar te maken en de doelvennootschap niet. Aangezien het bestuur van de doelvennootschap in de aanbeveling van het bod vaak verwijst naar een fairness opinion, zou het logisch zijn dat ook de doelvennootschap verplicht is negatieve oordelen openbaar te maken. De beide bepalingen hebben betrekking op het "inwinnen" van adviezen. Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat ook als de bank heeft geweigerd een (positief luidende) fairness opinion af te geven, dit gegeven openbaar moet worden gemaakt. Indien beide bepalingen inderdaad een dermate ruime strekking zouden hebben, zou het inzichtelijk worden in welke mate er sprake is van "*opinion shopping*", om uiteindelijk wél een positief oordeel te verkrijgen.⁸ Dergelijke informatie is voor aandeelhouders van groot belang. Indien een aantal gerenommeerde banken op een eerder moment heeft geweigerd een fairness opinion te verstrekken, zou dit een reden kunnen opleveren om te twijfelen aan de betrouwbaarheid van de uiteindelijke (positief luidende) fairness opinion. De aandeelhouders zouden hierdoor een betere afweging kunnen maken of zij het bod moeten accepteren of niet.

21.3 Functies

Er bestaat ten aanzien van fairness opinions geen vastomlijnde definitie. Daarnaast kennen ze geen standaard verschijningsvorm en worden ze in de meest uiteenlopende transacties worden toegepast. Behalve bij open-

⁷ Nota van Toelichting Bob, p. 59.

⁸ Vgl. G. van Solinge, *Ondeugende dochters*, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 201 en B.T.B. Siemers, *Fairness opinies in het kader van een openbaar bod*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 486.

bare biedingen worden fairness opinions bijvoorbeeld ook afgegeven bij herstructureringen en herkapitalisatieoperaties.⁹ De vorm en inhoud van een fairness opinion is sterk afhankelijk van de onderliggende transactie en de belangen van de betrokken partijen. Als gevolg daarvan kunnen fairness opinions vele verschillende functies vervullen. In deze paragraaf bespreek ik de drie belangrijkste functies van fairness opinions in het kader van een openbaar overnamebod.

21.3.1 Motivering aanbeveling bestuur

Op grond van onderdeel 1 van Bijlage G Bob dient het bestuur van de doelvennootschap ten behoeve van de aandeelhouders een gemotiveerde standpuntbepaling te geven ten aanzien van het bod.¹⁰ In deze standpuntbepaling dient het bestuur onder meer in te gaan op de geboden prijs of ruilverhouding en een cijfermatige onderbouwing te geven van haar visie ten aanzien van de prijs of ruilverhouding. In geval van een vriendelijk overnamebod kan het bestuur hieraan voldoen door in het biedingsbericht een brief op te nemen waarin het bod wordt aanbevolen. Hierbij kan het bestuur verwijzen naar een fairness opinion, die in dat geval ook in het biedingsbericht zal dienen te worden opgenomen (onderdeel 5 van Bijlage G Bob). Een fairness opinion dient in dergelijke gevallen dan (mede) als grondslag voor de aanbeveling van het bod en geeft een onderbouwing van de aanbeveling door het bestuur.

In zekere mate kan het verkrijgen van fairness opinions voor het bestuur ook dienen als bescherming tegen aansprakelijkheid, indien het bod op een later moment niet "fair" blijkt te zijn. Dit is met name in de Verenigde Staten het belangrijkste motief voor bestuurders om een fairness opinion te verkrijgen. Het is echter niet aannemelijk dat bestuurders in Nederland zich ook door het verkrijgen van een fairness opinion tegen aansprakelijkheid kunnen beschermen. Naar mijn mening kan een fairness opinion slechts dienen als "*second opinion*". Hiermee kan het bestuur, afgezien van het onderbouwen van de aanbeveling aan de aandeelhouders, slechts de juistheid van zijn eigen oordeel verifiëren.¹¹

⁹ Zie bijvoorbeeld de reddingsoperatie van Laurus in 2001 door Casino en een aantal banken; OK 18 januari 2006, JOR 2006/46, m.nt. Brink.

¹⁰ Voorheen bestond deze verplichting op grond van art. 9q lid 2 sub a Bte 1995.

¹¹ Zie hierover S. Parijs, De grenzen van aansprakelijkheid in Nederland en de Verenigde Staten, in: LT; Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 44, 2003, p. 238. Zie in dat kader ook: HR 21 februari 2003, ARO 2003, 39 (Viba) en Rb. Amsterdam 26 mei 2006, Ondernemingsrecht 2006, p. 553-556 (McGregor), m.nt. Kroeze.

21.3.2 Overtuigen van aandeelhouders

Uiteindelijk beslissen de aandeelhouders van de doelvennootschap of het openbaar bod slaagt of niet. Indien zij twijfels hebben over de hoogte van het bod, zullen zij het bod niet accepteren, waardoor de bieder niet de gewenste zeggenschap kan verwerven. Door het verkrijgen van een fairness opinion kan het bestuur van de doelvennootschap de aandeelhouders tonen dat het bod gunstig is voor hen.¹² Als de fairness opinion afkomstig is van een bank met een goede reputatie, zou dit de aandeelhouders het vertrouwen moeten geven dat het bod ook daadwerkelijk fair is. Een fairness opinion dient in dat kader als instrument om de aandeelhouders te overtuigen dat zij het overnamebod moeten accepteren.

21.3.3 Verkleinen informatieachterstand

Doordat aandeelhouders doorgaans niet betrokken zijn bij de onderhandelingen over de hoogte van het bod, hebben zij een informatieachterstand ten opzichte van het bestuur: er is sprake van informatie asymmetrie. Hierdoor is het voor hen lastig om te bepalen of het bod gunstig is. Als het bestuur een fairness opinion heeft verkregen, kan de informatieachterstand van aandeelhouders enigszins worden verkleind. Het verkleinen van de informatieachterstand is met name van belang in geval de waarde van het bod onduidelijk is, zoals bij (gedeeltelijke) ruilbiedingen met ingewikkelde ruilverhoudingen. Bij ruilbiedingen verricht de bank, als zij een fairness opinion afgeeft, doorgaans voorafgaand een (vereenvoudigd) due diligenceonderzoek bij de bieder om de waarde van de aangeboden effecten te kunnen bepalen. In dergelijke gevallen kan een fairness opinion de aandeelhouders van de doelvennootschap helpen bij hun keuze om het bod al dan niet te aanvaarden.

In de biedingstrijd rondom ABN AMRO in 2007 was er sprake van een tweetal concurrerende biedingen. In het informatiebericht aan de aandeelhouders heeft het bestuur van ABN AMRO aangegeven dat het bod van Barclays overeenkwam met de langetermijnstrategie van het bestuur om de bank niet op te splitsen.¹³ Tevens heeft het bestuur aangegeven dat het bod van het Consortium, bestaande uit Fortis, Royal Bank of Scotland

12 J.M. van Dijk, Aansprakelijkheidsvragen rond fairness opinions, *TVVS* 1998, p. 318.

13 Shareholders' circular d.d. 16 september 2007.

en Banco Santander, voor de aandeelhouders vanuit financieel oogpunt beduidend gunstiger was. Desondanks heeft het bestuur van ABN AMRO ervan afgezien om een van beide biedingen aan te bevelen. Uit het informatiebericht blijkt niet of het bestuur een adviseur heeft ingeschakeld om de "redelijkheid en evenwichtigheid" van beide biedingen te beoordelen. Aangezien het Bob ten tijde van deze biedingstrijd nog niet in werking was getreden, was het bestuur van ABN AMRO ook niet verplicht hiervan melding te doen; het Bte 1995 kende deze verplichting niet.

21.4 Soorten opinions

Tot op heden bevatten de meeste openbaar gemaakte fairness opinions een positief luidend oordeel van de bank. In uitzonderlijke gevallen worden er wel eens negatief luidende fairness opinions openbaar gemaakt, die als "*unfairness opinions*" kunnen worden aangeduid.¹⁴ Indien uit onderdeel 1.12 van Bijlage A en onderdeel 5 van Bijlage G tevens voortvloeit dat ook openbaar dient te worden gemaakt of en hoe vaak het bestuur van een doelvennootschap een negatief oordeel van een bank heeft verkregen, zal duidelijk worden hoe (on)gebruikelijk een negatief oordeel is en in welke mate er sprake is van *opinion shopping*.

Ondanks dat een bank van mening kan zijn dat een bepaald overnamebod "redelijk en evenwichtig" is, kan zij het overnamebod toch niet toereikend (inadequaat) vinden. Het advies dat de bank in dergelijke situaties afgeeft, wordt aangeduid als een *adequacy opinion*. Door een dergelijk oordeel af te geven, maakt de bank duidelijk dat de aandeelhouders (op een later moment) een betere prijs voor hun aandelen kunnen ontvangen indien zij het bewuste overnamebod niet accepteren.¹⁵ In de meeste gevallen bevat een *adequacy opinion* een negatief luidend oordeel. In de volgende paragraaf ga ik nader in op de eigenlijke functie van *adequacy opinions*.

21.5 Adequacy opinions

Adequacy opinions zijn net als fairness opinions afkomstig uit de Verenigde Staten. Voor zover mij bekend is, zijn er in Nederland bij openbare biedingen tot op heden nog geen *adequacy opinions* afgegeven. In de Verenig-

¹⁴ Zie het openbaar bod van Vodafone Group op Vodafone Libertel N.V. in 2003.

¹⁵ B. Black en R. Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 *Northwestern University Law Review* 2002, p. 555.

de Staten dienen bestuurders in het kader van de *business judgment rule*, bij het nemen van belangrijke besluiten, "informed" te zijn. Hiertoe kunnen zij deskundigen "*expert opinions*" laten afgeven. Als de bestuurders *informed* zijn, lopen zij een minder groot risico aansprakelijk te worden gehouden.¹⁶

Op grond van een (negatief luidende) *adequacy opinion* kan het bestuur van een doelvennootschap een vijandig overnamebod gemotiveerd afwijzen. In de zaak *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.* heeft het Delaware Supreme Court bepaald dat het bestuur van de doelvennootschap niet verplicht is de voorkeur te geven aan de kortetermijnbelangen van de aandeelhouders, maar dat het mag vasthouden aan de voorgenomen langetermijnstrategieën, op voorwaarde dat er goede gronden bestaan om deze voort te zetten.¹⁷ De langetermijnstrategieën van het bestuur dienen mogelijkerwijs de belangen van de aandeelhouders en het vennootschappelijk belang.¹⁸ Op grond van de uitspraak van het Delaware Supreme Court in de *Paramount* zaak, kunnen bestuurders van Amerikaanse vennootschappen een ongewenst overnamebod afwijzen. Door middel van een *adequacy opinion* kunnen zij aantonen dat ze *informed* zijn, waardoor zij hun aansprakelijkheidsrisico verkleinen.

Het is echter de vraag of een bank de langetermijnstrategieën van de doelvennootschap wel goed kan beoordelen. Het is niet ondenkbaar dat het bestuur zijn plannen op een dermate aantrekkelijke wijze presenteert dat deze op papier wel tot een positief resultaat moeten leiden. Het is tevens de vraag of er op een later moment daadwerkelijk een hoger bod zal worden uitgebracht. Op basis van het voorgaande kan men zich afvragen of aan *adequacy opinions* veel waarde moet worden toegekend. Aangezien bestuurders zich in Nederland niet door middel van verklaringen van deskundigen tegen aansprakelijkheidsrisico's kunnen beschermen, is het voor bestuurders van Nederlandse vennootschappen weinig zinvol om *adequacy opinions* verkrijgen.¹⁹

16 Zie hierover mijn proefschrift, p. 129-130.

17 571 A.2d 1146 (Del. 1989), zie hierover: P.N. Wakkie, Beschermingsmaatregelen in de Verenigde Staten, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 75, 2004, p. 427-428 en S. Parijs, Vijandige overnames en adequacy opinions in Nederland en de Verenigde Staten, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 489.

18 M.J. van Ginneken, Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 526-534.

19 Wellicht als naar aanleiding van het SER Rapport 'Ontwerpadvies Evenwichtig Ondernemingsbestuur' (1 november 2007) de *business judgment rule* in Nederland wordt ingevoerd, zouden bestuurders in Nederland zich ook door middel van een *fairness opinion* tegen aansprakelijkheid kunnen beschermen.

21.6 Verplicht stellen van fairness opinions?

Zoals reeds eerder is opgemerkt, is het verkrijgen van fairness opinions bij een openbaar bod momenteel niet verplicht. Naar mijn mening bestaat er op basis van de huidige praktijk ook geen noodzaak om een dergelijke verplichting in het leven te roepen. In de eerste plaats neemt de betrouwbaarheid van fairness opinions niet toe als ze verplicht worden gesteld, zonder dat er nadere regels ten aanzien van de totstandkoming van een fairness opinion worden ingevoerd. Daarnaast kan het bestuur zich niet tegen aansprakelijkheid beschermen door het verkrijgen van een fairness opinions, waardoor fairness opinions een betrekkelijk geringe waarde hebben. Afgezien van deze redenen is er een aantal praktische redenen waarom het verkrijgen van fairness opinions mijns inziens niet verplicht zou moeten worden gesteld. Uitgangspunt zou naar mijn mening moeten zijn dat het bestuur van de doelvennootschap vrij is om te beslissen of het een fairness opinion verkrijgt of niet. Er zijn echter omstandigheden denkbaar waarbij het verkrijgen van een fairness opinion wel wenselijk kan zijn. Hieronder bespreek ik een aantal situaties waarin het verkrijgen van fairness opinions niet noodzakelijk is en achterwege kan blijven. Tevens bespreek ik een aantal situaties waarin het verkrijgen van een fairness opinion wel wenselijk kan zijn.

In sommige gevallen zijn de kosten van een fairness opinion niet te rechtvaardigen. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de doelvennootschap in liquiditeitsproblemen verkeert of dat de kans van slagen van het bod twijfelachtig is.²⁰ Ook vanuit het oogpunt van concurrentieoverwegingen is het verkrijgen van een fairness opinion niet altijd wenselijk. Dit speelt bijvoorbeeld een rol bij een openbaar bod op financiële instellingen.²¹ Indien een concurrerende bank een fairness opinion zou verstrekken, verkrijgt deze toegang tot bepaalde vertrouwelijke strategische informatie. Hierdoor wordt de doelvennootschap mogelijk minder interessant voor de bidder. Als gevolg daarvan zou deze mogelijk een lagere prijs willen bieden of zelfs zijn bod kunnen intrekken.

Het laten afgeven van een fairness opinion is mijns inziens niet noodzakelijk indien de waarde van de doelvennootschap eenvoudig is vast te stellen. Dit is bijvoorbeeld het geval als de doelvennootschap

20 Bij het openbaar bod van Hawkslease Finance Company op EVC International N.V. in 2002 werd om deze reden afgezien van het verkrijgen van een fairness opinion; zie hierover Van Solinge (2003), p. 201. Zie ook Siemers (2004), p. 486.

21 In het biedingsbericht terzake het openbaar bod van Kempen & Co N.V. door Dexia BIL in 2001 was geen fairness opinion opgenomen.

slechts houdster is van beursgenoteerde effecten of een vastgoedmaatschappij is met een eenvoudig te waarderen vastgoedportefeuille. De Ondernemingskamer (hierna: OK) heeft echter ten aanzien van het openbaar bod op de aandelen Koninklijke Begemann Groep N.V. (hierna: Begemann) door Sivex Agro N.V. anders geoordeeld. In deze kwestie hield Begemann slechts beursgenoteerde aandelen in Tulip Computers N.V. en ontplooi de vennootschap verder geen activiteiten. Ondanks het voorgaande heeft de OK geoordeeld dat het feit dat het bestuur van Begemann het overnamebod onvoorwaardelijk heeft aanbevolen aan de aandeelhouders, zonder dat zij een fairness opinion heeft verkregen, moet worden aangemerkt als een "ernstige omissie". Het bestuur had zich volgens de OK dan ook moeten onthouden van een oordeel of het bod al dan niet fair was.²² Het oordeel van de OK is opmerkelijk omdat aan de hand van de waarde van de aandelen Tulip, de waarde van Begemann eenvoudig kon worden afgeleid, waardoor het verkrijgen een fairness opinion niet noodzakelijk was. Hierbij moet tevens worden bedacht dat in het verleden bij dergelijke overnames nimmer de eis is gesteld dat het bestuur van de doelvennootschap een fairness opinion diende te verkrijgen.²³

Als het bestuur van de doelvennootschap conflicterende belangen heeft, kan het verkrijgen van een fairness opinion wenselijk zijn. Dit is bijvoorbeeld het geval bij management buy-outs. Doordat het bestuur bij een management buy-out ook optreedt als koper, heeft het er belang bij dat de overnameprijs zo laag mogelijk is. Hierdoor kan het bestuur de belangen van de aandeelhouders niet goed behartigen. Het bestuur zou zich in dergelijke situaties dienen terug te trekken en de vennootschap te laten vertegenwoordigen door de raad van commissarissen, die een fairness opinion kan laten afgeven.²⁴ Overigens kan de raad van commissarissen ook in zijn toezichthoudende rol een fairness opinion laten afgeven. Dit zou bijvoorbeeld wenselijk kunnen zijn als er twijfel bestaat over de redelijkheid van het bod en de raad van commissarissen mede wordt geacht het bod aan te bevelen in het biedingsbericht. Indien in de aanbeveling tevens wordt verwezen naar de fairness opinion van de raad van commissaris-

22 OK 23 december 2005, *JOR* 2006/36, r.o. 3.14.

23 Voorbeelden zijn de openbare biedingen op Calvé Delft NV door Fortis en UBS Warburg in 2001 en Dordtsche Petroleum-Industrie Maatschappij NV en De Maxwell Petroleum Holding N.V. door Groothoofdsport N.V. in 2000, die slechts aandelen hielden van respectievelijk Unilever en Koninklijke Olie. Zie ook J.M. Tukker, *Informatieplicht en fairness opinion*, *V&O* 2006, p. 60.

24 Zie bijvoorbeeld het openbaar bod op Free Record Shop N.V. door Breuco Beheer B.V. in 2002.

sen, zou deze mijns inziens ook openbaar dienen te worden gemaakt op grond van onderdeel 5 van Bijlage G. In het geval dat de raad van commissarissen de vennootschap vertegenwoordigt in plaats van het bestuur, dient de fairness opinion altijd openbaar te worden gemaakt.

Indien een grootaandeelhouder of een moedervennootschap een openbaar bod uitbrengt op een vennootschap waarin zij een meerderheidsbelang houdt, is er sprake van een belangenconflict waarbij een fairness opinion duidelijk kan maken of het bod in het voordeel is van de aandeelhouders. Een voorbeeld van een dergelijke situatie is het openbaar bod van Vodafone Group op Vodafone Libertel N.V. in 2003.²⁵ Ten aanzien van dit openbaar bod hadden de bestuurders die aan de moedervennootschap – Vodafone Group – waren verbonden, niet deelgenomen aan de beraadslagingen over het bod en had de bank zelfs een *unfairness opinion* afgegeven.

Een andere situatie waarin het verkrijgen van een fairness opinion wenselijk kan zijn, is wanneer de waarde van het bod niet eenvoudig te herleiden is, zoals bij (gedeeltelijke) ruilbiedingen.

Hoewel het verkrijgen van fairness opinions in sommige situaties wenselijk kan zijn, dient het bestuur van de doelvennootschap naar mijn mening zelf te kunnen bepalen of het een fairness opinion verkrijgt of niet. De keuze van het bestuur moet daarbij voornamelijk afhangen van de hoogte van het bod en de mate waarin het bestuur zich zeker van zijn zaak voelt om het bod aan te bevelen.²⁶ Naar mijn mening dient er geen verplichting tot het verkrijgen van fairness opinions te worden ingevoerd.

21.7 Positie van de bank

Om enige zekerheid te hebben dat het oordeel van de bank betrouwbaar is, dient zij onafhankelijk te zijn. Als de bank conflicterende belangen heeft, is zij mogelijk niet objectief. Het komt in de praktijk regelmatig voor dat banken naast het verstrekken van een fairness opinion ook andere diensten verlenen ten aanzien van hetzelfde openbaar bod, zoals het bijstaan van het bestuur bij de onderhandelingen over de hoogte van het bod. Het is in dergelijke situaties moeilijk voor te stellen dat een bank zou weigeren een positief luidende fairness opinion te verstrekken. Ook in het

²⁵ Zie over deze zaak Van Solinge (2003), p. 201.

²⁶ Zie in dezelfde zin Siemers (2004), p. 486.

geval dat de bank tevens huisbankier, financier, of aandeelhouder van de doelvennootschap is, heeft zij te maken met conflicterende belangen.²⁷

De bank kan ook een belangenconflict hebben als zij een resultaatsafhankelijke vergoeding, een zogenaamde "*success fee*", ontvangt voor het verstrekken van een fairness opinion. Hierbij valt te denken aan een bepaald percentage van de overnameprijs dat de bank ontvangt indien het overnamebod slaagt. Aangezien het verstrekken van een negatief oordeel ertoe kan leiden dat het overnamebod niet slaagt en de bank derhalve geen vergoeding zal ontvangen, zal zij niet gauw geneigd zijn een negatief luidend oordeel te verstrekken.²⁸

In de praktijk wordt in fairness opinions vaak vermeld of de bank in kwestie meerdere functies vervult en derhalve conflicterende belangen heeft.²⁹ Hoewel het belangenconflict hierdoor niet wordt weggenomen, wordt het voor de aandeelhouders van de doelvennootschap wel inzichtelijk of er sprake is van een objectief oordeel. Aan de hand daarvan kunnen zij zelf bepalen of zij het bod aanvaarden. Echter, aangezien doorgaans weinig aandeelhouders een biedingsbericht opvragen en een fairness opinion bestuderen, is het de vraag of het alleen vermelden van conflicterende belangen afdoende is.

Indien er sprake is van *stapled financing* heeft de bank, als zij een fairness opinion verstrekt, vrijwel altijd te maken met conflicterende belangen.³⁰ Bij *stapled financing* biedt de doelvennootschap de bidder een financieringsvoorstel aan dat wordt ondersteund door de bank van de doelvennootschap. Deze bank zal dan meestal ook een fairness opinion verstrekken aan het bestuur van de doelvennootschap. Aangezien de bank er in dergelijke situaties belang bij heeft dat overnameprijs niet al te

27 Zie over dit laatste mijn proefschrift, p. 70. In zijn beschikking van 21 december 2005, JOR 2006/8 (*Trafalgar/EVC International N.V.*) heeft de OK beslist dat het feit dat het bestuur van de doelvennootschap, in twee opvolgende openbare biedingen dezelfde deskundige de opdracht heeft gegeven een fairness opinion te verstrekken, geen grond oplevert om te twijfelen aan een juist beleid in de zin van art. 2:350 BW. In de Laurus zaak (OK 18 januari 2006, JOR 2006/46, m.nt. Brink) was één van de commissarissen ook verbonden aan de bank die de fairness opinion verstrekke. Hoewel de OK de keuze voor deze bank "mogelijk niet als een zeer gelukkige" aanmerkte, had dit geen verdere gevolgen.

28 In de zaak *In re Tele-Communications, Inc. Shareholder Litigation*, C.A. No. 16470, 2005 WL 3642727 (Del. Ch. Dec. 21, 2005) betwijfelde de Delaware Chancery Court of adviseurs die meerdere taken hadden ten aanzien van de overname en daarbij resultaatsafhankelijke vergoedingen ontvingen, wel een onafhankelijk advies konden verstrekken.

29 Vgl. Siemers (2004), p. 482.

30 Zie H.L. Kaemingk, *De weg naar de exit: over desinvestering van private equity*, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 197.

hoog is, zodat de bidder niet teveel schulden maakt en het terugbetalingsrisico aanvaardbaar blijft, kan de bank mijns inziens geen objectief oordeel verstrekken ten aanzien van de hoogte van het overnamebod.³¹

De OK heeft ten aanzien van de uitkoopprocedure die is gevolgd op het openbaar bod van Rocket Software Europe Holding B.V. op Seagull Holding N.V., overwogen dat het enkele feit dat de fairness opinion niet van een onafhankelijke verstrekker afkomstig was, in het algemeen als minder wenselijk is te beschouwen. Desondanks heeft de OK de prijs van de resterende aandelen vastgesteld op de onder het openbaar bod geboden prijs.³² Volgens Brink zou terughoudend moeten worden omgesprongen met fairness opinions afkomstig van eigen adviseurs.³³

Om te bewerkstelligen dat het oordeel van banken ten aanzien van het bod objectief is, zouden zij in ieder geval onafhankelijk moeten zijn en geen andere functies dienen te vervullen ten aanzien van hetzelfde bod.³⁴ Het slechts openbaar maken van deze andere functies, zoals momenteel op grond van onderdeel 1.12 van Bijlage A en onderdeel 5 van Bijlage G Bob verplicht is, levert mijns inziens geen waarborg op dat de belangen van de aandeelhouders worden beschermd. Het maakt slechts inzichtelijk dat het oordeel wellicht niet objectief tot stand is gekomen. Een oplossing is dat de beide bepalingen aangescherpt worden en de doelvennootschap wordt verplicht alleen een fairness opinion van een onafhankelijke bank te verkrijgen. Een andere oplossing is dat aandeelhouders zelf het recht krijgen om een fairness opinion te laten afgeven door een onafhankelijke bank.³⁵

Een mogelijk argument tegen het inschakelen van een onafhankelijke bank zou kunnen zijn dat de kosten van fairness opinions hierdoor zullen toenemen. Het is echter de vraag of dit op het totaal van de gemaakte advieskosten bij een openbaar bod daadwerkelijk tot een substantiële toe-

31 Steven M. Davidoff, Fairness Opinions, 55 *American University Law Review* 2006, p. 1588. In de zaak *In re Toys "R" Us, Inc. Shareholder Litigation*, 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2004), was de Delaware Chancery Court van mening was dat de *stapled financing* constructie in kwestie "ongelukkig" was en dat er sprake was van de schijn van onbehoorlijkheid. Echter, aangezien het besluitvormingsproces van het bestuur van de doelvennootschap door de financieringsconstructie niet was beïnvloed, werd het het bestuur niet aangerekend.

32 OK 27 september 2007, RO 2007, 90 en JOR 2008/12, m.nt. Brink.

33 JOR 2008/12, m.nt. Brink.

34 Zie mijn proefschrift, p. 70-72.

35 Dit stellen Frijns en Maatman voor in hun preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staaathuishoudkunde. Zij noemen het echter een "recht op eigen waardetaxatie van bedrijven", hetgeen lijkt op een fairness opinion. Zie hierover *NRC Handelsblad*, 15 november 2007, p. 17.

name zal leiden.³⁶ Indien dit het geval zou zijn, zou men zich dienen af te vragen wat ten aanzien van fairness opinions van belang is: een objectief oordeel van een bank of lage kosten? Als men van mening is dat het oordeel van een bank objectief dient te zijn, zou de omvang van de kosten niet van doorslaggevend belang mogen zijn. Indien men echter vindt dat het oordeel van een bank niet teveel mag kosten, dan zou er ook geen grote waarde aan moeten worden toegekend. Naar mijn mening dient de objectiviteit van het oordeel van een bank te prevaleren.

21.8 Ontwikkelingen in het buitenland

In de Verenigde Staten heeft de Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) enige tijd geleden beleidsregel *Rule 2290* uitgevaardigd.³⁷ Onlangs is deze beleidsregel goedgekeurd door de Securities and Exchange Commission (SEC).³⁸ Met *Rule 2290* wordt beoogd meer openheid omtrent fairness opinions te verschaffen, met name in geval er sprake is van conflicterende belangen. Voorts wordt beoogd te voorkomen dat aandeelhouders de indruk krijgen dat de bank een oordeel geeft dat slechts in het belang is van het bestuur van de doelvennootschap.³⁹ Op grond van *Rule 2290* dient de bank bij het verstrekken van een fairness opinion de navolgende informatie verstrekken: 1) of zij tevens optreedt als financieel adviseur van de doelvennootschap; 2) of er sprake is van resultaatafhankelijke vergoedingen; 3) of zij in de twee voorafgaande jaren zakelijke relaties onderhield met de betrokken partijen; 4) of zij de gegevens waarop zij haar oordeel baseert, onafhankelijk heeft gecontroleerd; 5) of de fairness opinion is goedgekeurd door een zogenaamde interne "*fairness committee*" van de bank; en 6) of de fairness opinion een oordeel bevat over de redelijkheid van de vergoeding die bestuurders of werknemers

36 Ten aanzien van het openbaar bod op ABN AMRO zouden Barclays en ABN AMRO gezamenlijk € 462 mln. kwijt zijn geweest aan advieskosten als de overname zou zijn geslaagd. Het Consortium zou ongeveer € 600 mln. aan advieskosten hebben uitgeven. Zie hierover *Het Financieele Dagblad*, 6 augustus 2007, p. 9.

37 Tot juli 2007 was deze organisatie genaamd: "National Association of Security Dealers" (NASD).

38 Securities Exchange Act Release No. 56645 (October 11, 2007), 72 FR 59317 (October 19, 2007) (Approval Order of SR-NASD-2005-080). De datum van de inwerkingtreding is 8 december 2007.

39 NASD, Request for Comment – Fairness Opinions issued by Members, NASD Notice to Members 04-83 (November 2004), p. 1012

van de doelvennootschap bij de overname ontvangen, in verhouding tot de prijs die de aandeelhouders voor hun aandelen ontvangen.⁴⁰

Hoewel het op zich zelf een goede zaak is dat de FINRA regelgeving omtrent fairness opinions heeft opgesteld, kan men zich afvragen of de belangen van aandeelhouders door deze regels beter worden beschermd. Het openbaar maken van de bovengenoemde informatie is immers reeds veelal praktijkgebruik. Door openbaar te maken dat de bank tevens adviseur is, een resultaatsafhankelijke vergoeding ontvangt en zakelijke relaties met de doelvennootschap onderhield in de twee jaar voorafgaand aan het bod, wordt niet voorkomen dat zij conflicterende belangen heeft. Daarnaast verandert het oordeel van de bank niet doordat zij openbaar maakt dat de stukken waarop zij haar oordeel heeft gebaseerd, niet onafhankelijk heeft gecontroleerd en dat een interne commissie van de bank de fairness opinion heeft getoetst aan haar interne richtlijnen en vervolgens heeft goedgekeurd. Het is overigens ten aanzien van het laatste moeilijk voor te stellen dat een bank een fairness opinion openbaar maakt zonder deze interne goedkeuring.⁴¹ Een verbetering ten opzichte van de huidige praktijk is dat de bank moet aangeven of de fairness opinion ook een oordeel geeft over de redelijkheid van de vergoeding die de bestuurders (en werknemers) van de doelvennootschap in het kader van de overname ontvangen. Dit betreft zowel de hoogte als de aard van de vergoedingen. Indien daarover een oordeel wordt gegeven, wordt het duidelijk of de bestuurders in staat zijn de belangen van de aandeelhouders te behartigen of dat zij conflicterende belangen hebben. De bestuurders hebben bijvoorbeeld conflicterende belangen indien zij na het slagen van de overname hoge (ontslag)vergoedingen van de bidder ontvangen.

In Frankrijk heeft de beurstoezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) in 2005 een rapport opgesteld over het versterken van de positie van minderheidsaandeelhouders bij openbare biedingen, in het bijzonder ten aanzien van fairness opinions.⁴² Momenteel spelen fairness opinions in Frankrijk bij fusies en overnames een marginale rol. In het rapport wordt aanbevolen om het verstrekken van fairness opinions te verplichten bij transacties waarbij een van de betrokken partijen mogelijk

40 FINRA, Regulatory Notice 07-54 (November 2007).

41 Davidoff (2006), p. 1597.

42 Autorité des Marchés Financiers, *"Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadres des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées"*, Avril 2005, Paris. De Engelstalige titel van het rapport luidt: *"Strengthen the independent financial valuation process in connection with takeover bids and mergers of listed companies"*.

conflicterende belangen heeft. Voorbeelden van dergelijke transacties zijn volgens het rapport de uitkoop van minderheidsaandeelhouders ("squeeze-outs"), fusies en ruilbiedingen. Daarnaast zouden fairness opinions volgens het rapport meer informatie dienen te bevatten dan thans het geval is, dienen er hogere vereisten aan due diligenceonderzoeken te worden gesteld en dient de onderliggende informatie onafhankelijk te worden beoordeeld.

Naar mijn mening verandert de bestaande praktijk door de invoering van *Rule 2290* van de FINRA maar gedeeltelijk. De kwaliteit van fairness opinions verbetert slechts als er een oordeel wordt gegeven over de redelijkheid van de vergoedingen die de bestuurders ontvangen.⁴³ Verder wordt het voor aandeelhouders hoogstens beter inzichtelijk welke waarde zij aan een fairness opinion moeten toekennen. In tegenstelling tot *Rule 2290* bevat het rapport van de AMF naar mijn mening meer voorstellen die de kwaliteit van fairness opinions verhogen. Dit wordt getracht te bereiken door enerzijds het verstrekken van meer informatie voor te schrijven en anderzijds door meer inzicht te geven op welke gronden een fairness opinion wordt afgegeven. Of de bestaande praktijk hierdoor daadwerkelijk zal veranderen, valt echter moeilijk te voorspellen. Aangezien het oordeel of een bod "redelijk en evenwichtig" subjectief van aard is, valt het nooit met zekerheid te zeggen of een fairness opinion juist is of niet. Desondanks zijn zowel *Rule 2290* als het rapport van de AMF naar mijn mening goede initiatieven om meer duidelijkheid omtrent fairness opinions te verkrijgen.

21.9 Schade

Als een overnamebod ten onrechte als fair wordt aanmerkt, lijden de aandeelhouders schade indien zij het bod hebben aanvaard. Bij het vaststellen van de omvang van de schade, rijst het probleem hoe deze schade moet worden vastgesteld. Er is naar mijn mening niet per definitie sprake van schade als de aandeelhouders wellicht een hogere prijs hadden kunnen ontvangen van een andere bidder. Aangezien het bestuur van de doelvennootschap enige discretionaire bevoegdheid heeft om te bepalen of het zijn medewerking verleent aan een overname door een bepaalde bidder, is het bestuur niet verplicht om de met de hoogst biedende bidder in zee te

43 Davidoff (2006), p. 1598.

gaan.⁴⁴ Het bestuur mag in dat kader kiezen voor eenieder die wellicht minder biedt, maar wel oog heeft voor de langetermijnbelangen van de vennootschap. Hoewel dit bod dan lager is dan andere biedingen, kan het desondanks fair zijn. In dergelijke situaties is er mijns inziens geen sprake van schade. In het licht van het voorgaande had het bestuur van ABN AMRO, juridisch gezien, kunnen vasthouden aan het (lagere) bod van Barclays en het bod van het Consortium kunnen afwijzen.

De omvang van de schade is ook niet altijd eenvoudig vast te stellen. Bij de beoordeling van het bod betreft de bank namelijk niet alleen de actuele waarde van de doelvennootschap, maar ook de toekomstige waarde. Hiervoor dient de bank een aantal aannames te doen en bepaalde schattingen te maken. Aangezien de toekomst zich moeilijk laat voorspellen, bevatten de berekeningen van banken altijd enige mate van onzekerheid. Hierdoor is het niet met zekerheid vast te stellen wat de exacte waarde van een vennootschap op een bepaald moment is.

Ten aanzien van "ondergewaardeerde" vennootschappen kan men zich afvragen of er sprake van schade kan zijn als het overnamebod een premie ten opzichte van de beurskoers bevat. Indien men uitgaat van de veronderstelling dat de beurskoers, op basis van reële informatie, door middel van vraag en aanbod tot stand komt, betekent een lage beurskoers dat er weinig vraag is naar het aandeel. In dergelijke gevallen, vormt een openbaar overnamebod praktisch de enige reële "exit" voor de aandeelhouders. Als het overnamebod dan een premie zou bevatten, zou het bod (theoretisch gezien) fair moeten zijn. Naar mijn mening moet er sprake zijn van bijzondere omstandigheden, zoals bijvoorbeeld koersmanipulatie, voordat er sprake kan zijn van schade bij aandeelhouders.

Indien er na de afronding van het openbaar bod enige tijd is verstreken en de beursnotering van de doelvennootschap is beëindigd, is de omvang van de schade nog moeilijker vast te stellen. Dit is temeer het geval als de voormalige doelvennootschap reeds is geïntegreerd in de onderneming van de overnemer of als bepaalde bedrijfsonderdelen reeds zijn verkocht. Doordat een beurskoers dan ontbreekt, is er feitelijk geen referentiekader meer met betrekking tot de actuele waarde van de vennootschap.⁴⁵ De benadeelde aandeelhouders dienen dan over zeer gedetail-

⁴⁴ Zie hierover Van Ginneken (2006), p. 526-534 en Parijs (2006).

⁴⁵ Bij het openbaar bod van Vodafone Group op Vodafone Libertel N.V. was dit wel het geval doordat niet alle aandeelhouders het bod hadden aanvaard. In de uitkoopprocedure die op het openbaar bod volgde, ontvingen de minderheidsaandeelhouders een hogere prijs, hetgeen onder meer gerechtvaardigd was door verbeterde marktomstandigheden; OK 13 juli 2006, ARO 2006, 14.

leerde informatie te beschikken ten aanzien van de "werkelijke" waarde van de doelvennootschap om te kunnen aantonen dat de bank daadwerkelijk een verkeerd oordeel heeft verstrekt. Het is achteraf gemakkelijk om te oordelen dat de doelvennootschap meer waard was: bepaalde marktontwikkelingen zijn nu eenmaal vooraf niet te voorspellen.

21.10 Aansprakelijkheid

Als een bank ten onrechte een positief luidende fairness opinion heeft verstrekt, waardoor de aandeelhouders van de doelvennootschap schade hebben geleden, zou de bank aansprakelijk kunnen worden gesteld. De grondslag voor een dergelijke aansprakelijkheid is onrechtmatige daad. Afgezien van art. 6:162 BW kunnen aandeelhouders hun vordering ook baseren op de regeling van de art. 6:194-196 BW omtrent misleidende mededelingen, dat een *lex specialis* is van art. 6:162 BW.⁴⁶ De belangrijkste reden om de regeling omtrent misleidende mededelingen toe te passen, in plaats van art. 6:162 BW, is dat de bewijslast op grond van art. 6:195 lid 2 BW kan worden omgekeerd ten nadele van degene die de inhoud en inkleding van de mededeling geheel of ten dele heeft bepaald of doen bepalen. Op grond daarvan zou de bewijslast op de bank komen te rusten, indien zij een onjuiste fairness opinion heeft afgegeven. Overigens kan de rechter de bewijslast ook op grond van art. 150 Rv omkeren. Tot op heden bestaat er in Nederland echter nog geen rechtspraak ten aanzien van aansprakelijkheid voor onjuiste fairness opinions.

Indien in een biedingsbericht een onjuiste fairness opinion wordt opgenomen, wordt er op grond van art. 6:194 BW een misleidende mededeling openbaar gemaakt. Het argument dat de bank de fairness opinion niet zelf openbaar maakt, is niet overtuigend omdat zij wel haar toestemming voor de openbaarmaking heeft verleend.⁴⁷ Het is immers weinig aannemelijk dat het bestuur van de doelvennootschap zonder toestemming van de bank overgaat tot openbaarmaking. Op grond van onderdeel 5 van Bijlage G Bob bestaat er overigens voor het bestuur van de doelvennootschap een verplichting tot het openbaar maken van fairness opi-

46 Zie Van Dijk (1998), p. 318-322, Y. Levin, Aansprakelijkheid van de bank voor fairness opinions, in: *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt*, Serie Onderneming en Recht, nr. 25, 2003, S. Parijs, Fairness opinions in het licht van misleidende reclame, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 613-617 en mijn proefschrift, p. 166-168.

47 Van Dijk (1998), p. 320.

nions. Hierdoor wordt de discussie over het verkrijgen van toestemming overbodig.

Sommige auteurs zijn van mening dat de regeling omtrent misleidende mededelingen slechts van toepassing is op (gedeeltelijke) ruilbiedingen en niet op biedingen in contanten, omdat er op grond van art. 6:194 BW "goederen" moeten worden aangeboden.⁴⁸ Aangezien er mijns inziens geen fundamenteel onderscheid bestaat tussen ruilbiedingen en biedingen in contanten, dient de regeling ten aanzien van beide soorten biedingen te worden toegepast.⁴⁹ Indien er toch een onderscheid zou worden gemaakt, zou er rechtsongelijkheid optreden. Daarnaast blijkt uit de parlementaire geschiedenis dat de regeling omtrent misleidende mededelingen een zeer ruim toepassingsgebied kent, zodat het maken van onderscheid niet valt te rechtvaardigen.⁵⁰

Op grond van het *Coop*-arrest zou degene die een misleidende mededeling in de zin van art. 6:194 BW openbaar heeft gemaakt, door in de tekst "op niet mis te verstane wijze" tot uitdrukking te brengen dat bepaalde mededelingen in de tekst niet van hem afkomstig zijn en dat hij niet instaat voor de juistheid van die van anderen afkomstige mededelingen, kunnen bewerkstelligen dat de bewijslast niet op grond van art. 6:195 lid 2 BW wordt omgekeerd.⁵¹ Aangezien het echter niet aannemelijk is dat de bank niet de inhoud en inkleding van een fairness opinion heeft bepaald, zal het opnemen van een dergelijke tekst geen effect hebben.

De meeste fairness opinions bevatten verschillende disclaimers, waarmee banken eventuele aansprakelijkheden trachten te beperken of uit te sluiten. Doorgaans wordt een fairness opinion gericht aan het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap. In de fairness opinion wordt dan vaak vermeld dat het oordeel van de bank niet mag worden opgevat als een aanbeveling aan de aandeelhouders. Echter, als de fairness opinion in het biedingsbericht is opgenomen, dat bedoeld is om de aandeelhouders te informeren, heeft een dergelijke disclaimer weinig waarde. Dit is temeer het geval omdat het bestuur en de raad van commissarissen in hun aanbevelingsbrief veelal naar de fairness opinion

48 Zie S. Perrick, *Fusiegedragsregels*, in: *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 51, 1996, p. 71.

49 Zie in dezelfde zin Van Dijk (1998), p. 318-322, Levin (2003), p. 707, M.J.G.C. Raaijmakers, *Regelgeving met betrekking tot openbare biedingen*, in: *De toekomst van de fusiegedragsregels*, 1992, p. 75 en Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 280-282.

50 *Kamerstukken II* 1976/77, 13 611, nr. 3, p. 9; D.W.F. Verkade, *Misleidende reclame*, Monografieën Nieuw BW (B-49), 1992, p. 27-28.

51 HR 2 december 1994, NJ 1995, 246 m.nt. Verkade.

verwijzen. Het opnemen van dergelijke disclaimers kan mijns inziens niet leiden tot uitsluiting van aansprakelijkheid. Ook neemt het het misleidende karakter van de mededeling in de zin van art. 6:194 BW niet weg.⁵² Als aandeelhouders ondanks expliciete waarschuwingen toch vertrouwen op het oordeel van de bank, kan er mogelijk wel sprake zijn van eigen schuld in de zin van art. 6:101 BW.

Hoewel de juistheid van een fairness opinion primair de verantwoordelijkheid is van de bank, zou niet alleen de bank aansprakelijk dienen te worden gesteld indien zij een onjuiste openbaar gemaakte fairness opinion heeft afgegeven, maar daarnaast ook het bestuur van de doelvennootschap. De reden daarvoor is dat het bestuur zelf de verantwoordelijkheid heeft om het overnamebod te beoordelen en geacht wordt de waarde van de vennootschap te kennen. Hierbij kan het bestuur zich niet verschuilen achter het oordeel van een deskundige.⁵³ Door in het biedingsbericht (of een andere openbare mededeling) een onredelijk en onevenwichtig bod aan te bevelen, al dan niet op basis van een fairness opinion, heeft het bestuur immers zelf ook een misleidende mededeling in de zin van art. 6:194 BW openbaar gemaakt, op grond waarvan het aansprakelijk kan worden gesteld. Zoals eerder is opgemerkt, kan een fairness opinion slechts dienen ter onderbouwing van de aanbeveling van het bod en als "*second opinion*", waarmee het bestuur de juistheid van zijn eigen oordeel kan verifiëren.

21.11 Afsluiting

Met de implementatie van de dertiende EG-richtlijn had de wetgever de mogelijkheid om het gebruik van fairness opinions op enigerlei wijze te reguleren. Dit is slechts beperkt gebleven tot het openbaar maken van eventueel verkregen fairness opinions. Gezien de ontwikkelingen in de Verenigde Staten en Frankrijk hadden er mijns inziens meer eisen aan het verstrekken van fairness opinions gesteld mogen worden. Echter, ondanks deze kritiek is het toch als een stap in de goede richting te beschouwen dat er op grond van het Bob meer openheid omtrent fairness opinions dient te worden verschaft.

-
- 52 L. Timmerman, De aansprakelijkheid van een syndicaatsleider voor een misleidend prospectus, in: *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, nr. 50, 1996, p. 82-83.
- 53 Zie mijn proefschrift, p. 178-179.