

beschikking

**GERECHTSHOF AMSTERDAM
ONDERNEMINGSKAMER**

zaaknummer: 200.211.035/01 OK

beschikking van de Ondernemingskamer van 21 maart 2017

inzake

1. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
DASYM INVESTMENTS II B.V.,
gevestigd te Naarden,
2. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
TALPA BEHEER B.V.,
gevestigd te Amstelveen,

VERZOEKSTERS,

advocaten: **mr. A.F.J.A. Leijten** en **mr. M.J. Ubbens**, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

tegen

de naamloze vennootschap

TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.,

gevestigd te Amsterdam,

VERWEERSTER,

advocaten: **mr. A.R.J. Croiset van Uchelen** en **mr. C.J.C de Brauw**, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

en tegen

1. **G.E. VAN DER SNOEK**,
wonende te Blaricum,
2. **L.N.J. EPSKAMP**,
wonende te Hilversum,

BELANGHEBBENDEN, tevens **VERZOEKERS**,

advocaten: **mr. M. Holtzer** en **mr. M.E. Coenraads**, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

en t e g e n

3. **M.A.M. BOERSMA**,
wonende te Oosterbeek,
4. **J.J. NOOITGEDAGT**,
wonende te Ouderkerk aan de Amstel,
5. **S.G. BRUMMELHUIS**,
wonende te Amsterdam,
6. **A.G. VAN DEN BELT**,
wonende te Londen (Verenigd Koninkrijk),
7. **A.R. VAN PUIJENBROEK**,
wonende te Turnhout (België),

BELANGHEBBENDEN,

advocaten: **mr. G.N.H. Kemperink** en **mr. S.M. Maarschalkerweerd**, beiden
kantoorhoudende te Amsterdam,

en t e g e n

8. de naamloze vennootschap
VP EXPLOITATIE N.V.,
gevestigd te Goirle,

BELANGHEBBENDE,

advocaten: **mr. B.W. Roelvink**, **mr. H.J. de Kluiver** en **mr. M.L. Verhoeven-de Vries**
Lentsch, allen kantoorhoudende te Amsterdam,

en t e g e n

9. de naamloze vennootschap met beperkte aansprakelijkheid opgericht naar Belgisch recht
MEDIAHUIS N.V.,
gevestigd te Antwerpen (België),

BELANGHEBBENDE,

advocaten: **mr. J.W. de Boer** en **mr. D.A.M.H.W. Strik**, beiden kantoorhoudende te
Amsterdam,

e n t e g e n

10. de naamloze vennootschap

TALPA HOLDING N.V.,

gevestigd te Laren,

BELANGHEBBENDE,

advocaat: **mr. E.E.U. Vroom**, kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

11. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

CANTOR HOLDING B.V.,

gevestigd te Amsterdam,

BELANGHEBBENDE, tevens VERZOEKSTER

advocaat: **mr. J. Hagers**, kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

12. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid

VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS,

gevestigd te Den Haag,

BELANGHEBBENDE, tevens VERZOEKSTER

advocaat: **mr. G.F.E. Koster**, kantoorhoudende te Den Haag,

e n t e g e n

13. de **CENTRALE ONDERNEMINGSRAAD VAN TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.,**

gevestigd te Amsterdam,

BELANGHEBBENDE,

advocaat: **mr. L.C.J. Sprengers**, kantoorhoudende te Utrecht,

en t e g e n

14. de stichting

**STICHTING ADMINISTRATIEKANTOOR VAN AANDELEN TELEGRAAF MEDIA
GROEP N.V.,**

gevestigd te Amsterdam,

BELANGHEBBENDE,

advocaten: **mr. J.F. Ouwehand** en **mr. D.J.F.F.M. Duynstee**, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

en t e g e n

15. de stichting

STICHTING PREFERENTE AANDELEN TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.,

gevestigd te Amsterdam,

BELANGHEBBENDE,

advocaat: **mr. S. Perrick**, kantoorhoudende te Amsterdam.

1. Het verloop van het geding

- 1.1 In het vervolg zullen partijen, belanghebbenden en andere (rechts)personen (ook) als volgt worden aangeduid:
- | | |
|--|--------------------------------|
| - verzoekster sub 1 met | Talpa Beheer; |
| - verzoekster sub 2 met | Dasym; |
| - verzoeksters sub 1 en 2 met | Talpa c.s.; |
| - verweerster met | TMG; |
| - belanghebbende sub 1 met | Van der Snoek; |
| - belanghebbende sub 2 met | Epskamp; |
| - belanghebbenden sub 1 en 2 met | raad van bestuur; |
| - belanghebbende sub 3 met | Boersma; |
| - belanghebbende sub 4 met | Nooitgedagt; |
| - belanghebbende sub 5 met | Brummelhuis; |
| - belanghebbende sub 6 met | Van den Belt; |
| - belanghebbende sub 7 met | Van Puijenbroek; |
| - belanghebbenden sub 3 tot en met 7 met | raad van commissarissen; |
| - belanghebbende sub 8 met | VPE; |
| - belanghebbende sub 9 met | Mediahuis; |
| - belanghebbende sub 10 met | Talpa Holding; |
| - belanghebbende sub 11 met | Cantor; |
| - belanghebbende sub 12 met | VEB; |
| - belanghebbende sub 13 met | COR; |
| - belanghebbende sub 14 met | STAK; |
| - belanghebbende sub 15 met | Stichting preferente aandelen. |
- 1.2 Talpa c.s. hebben bij op 8 maart 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift met producties de Ondernemingskamer verzocht – zakelijk weergegeven – bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad,
1. een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van TMG over de periode vanaf 1 juli 2016 tot de datum van de beschikking waarbij het onderzoek wordt bevolen;
 2. bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding een onafhankelijke commissaris van TMG te benoemen aan wie exclusief de bevoegdheid toekomt (i) ter zake alle besluiten van de raad van commissarissen die samenhangen met het biedingsproces, (ii) om te besluiten over benoeming, ontslag, schorsing of opheffing daarvan van bestuurders, en (iii) om TMG te vertegenwoordigen bij alle

rechtshandelingen tussen TMG enerzijds en Mediahuis, VPE en Talpa Holding anderzijds,

althans zodanige voorzieningen te treffen als de Ondernemingskamer nodig acht.

3. TMG te veroordelen in de kosten van het geding.

1.3 TMG, de raad van commissarissen, VPE en Mediahuis hebben bij op 13 maart 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschriften met producties de Ondernemingskamer verzocht – zakelijk weergegeven – het enquêteverzoek en de gevraagde onmiddellijke voorzieningen af te wijzen, met veroordeling van Talpa c.s. in de kosten van het geding.

1.4 De raad van bestuur heeft bij op 13 maart 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties geconcludeerd tot toewijzing van het enquêteverzoek (met dien verstande dat de raad van bestuur een onderzoek over de periode vanaf medio 2016 tot de datum van de beschikking waarbij het onderzoek wordt bevolen nodig acht) en zijnerzijds de Ondernemingskamer verzocht bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding – zakelijk weergegeven –

1. de schorsing van Van der Snoek en Epskamp als bestuurders van TMG op te heffen althans het schorsingsbesluit met onmiddellijke ingang te schorsen;
2. een onafhankelijke commissaris van TMG te benoemen aan wie exclusief de bevoegdheid toekomt (i) ter zake alle besluiten van de raad van commissarissen die samenhangen met het biedingsproces, (ii) om te besluiten over benoeming, ontslag, schorsing of opheffing daarvan van bestuurders, en (iii) om TMG te vertegenwoordigen bij alle rechtshandelingen tussen TMG enerzijds en Mediahuis, VPE en Talpa Holding anderzijds, (iv) om mede tot zijn taak te rekenen een minnelijke regeling tussen partijen te beproeven en tot herstel van goede verhoudingen binnen de vennootschap te komen, althans met zodanige bevoegdheden als de Ondernemingskamer geraden acht;
althans zodanige voorzieningen te treffen als de Ondernemingskamer nodig acht;

3. TMG te veroordelen in de kosten van het geding.

1.5 Cantor heeft bij op 13 maart 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift tevens houdende een zelfstandig enquêteverzoek met producties, de Ondernemingskamer verzocht bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad, – zakelijk weergegeven –

1. een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van TMG over de periode vanaf 1 juli 2016 tot de datum van de beschikking waarbij het onderzoek wordt bevolen;
 2. bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding drie onafhankelijke commissarissen van TMG te benoemen aan wie exclusief de bevoegdheid toekomt (i) ter zake alle besluiten van de raad van commissarissen die samenhangen met het biedingsproces, (ii) om te besluiten over benoeming, ontslag, schorsing of opheffing daarvan van bestuurders, en (iii) om TMG te vertegenwoordigen bij alle rechtshandelingen tussen TMG enerzijds en Mediahuis, VPE en Talpa Holding anderzijds, althans zodanige voorzieningen te treffen als de Ondernemingskamer nodig acht;
 3. TMG te veroordelen in de kosten van het geding.
- 1.6 VEB heeft bij op 13 maart 2016 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift tevens houdende een zelfstandig enquêteverzoek de Ondernemingskamer verzocht – zakelijk weergegeven – bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad,
1. een onderzoek te bevelen over de periode vanaf (primair) 1 december 2015 dan wel (subsidiair) 1 juli 2016 tot de datum van de beschikking waarbij het onderzoek wordt bevolen;
 2. bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding
 - a. de schorsing van Van der Snoek en Epskamp als bestuurders van TMG op te heffen;
 - b. Van Puijenbroek als commissaris van TMG te schorsen;
 - c. een of meerdere onafhankelijke commissarissen bij TMG te benoemen aan wie exclusief de bevoegdheid toekomt ter zake alle besluiten van de raad van commissarissen die samenhangen met het biedingsproces, met in het bijzonder aandacht voor (i) het creëren van transparantie jegens de minderheidsaandeelhouders over het overnameproces en de voorliggende biedingen en (ii) het creëren van een gelijk speelveld voor alle (potentiële) bidders;althans zodanige voorzieningen te treffen die de Ondernemingskamer nodig acht,
 3. TMG te veroordelen in de kosten van het geding.
- 1.7 Zoals vermeld in de brief van de Ondernemingskamer aan partijen van 14 maart 2017 zijn uitsluitend de door Talpa c.s., de raad van bestuur, Cantor en VEB verzochte onmiddellijke voorzieningen behandeld ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 16 maart 2017. Voor zover de verzoeken strekken tot het gelasten van een enquête zullen deze op een nader te bepalen terechtzitting worden behandeld. Ter zitting van 16 maart 2017

hebben de advocaten de standpunten van de onderscheiden partijen toegelicht aan de hand van – aan de Ondernemingskamer en de wederpartij overgelegde – aantekeningen en, wat de raad van commissarissen, de raad van bestuur en Mediahuis betreft, onder overlegging van op voorhand aan de Ondernemingskamer en de wederpartij gezonden nadere producties, te weten producties 41 tot en met 44 van de raad van commissarissen, producties 42 tot en met 53 van de raad van bestuur en producties 29 en 30 van Mediahuis. Partijen en hun advocaten hebben vragen van de Ondernemingskamer beantwoord.

2. De feiten

- 2.1 TMG is een beursgenoteerd mediabedrijf, dat zich richt op nieuws, sport en entertainment. De onderneming van TMG bestaat uit een (i) krantenbedrijf, met titels als De Telegraaf en regionale dagbladen waaronder het Noord-Hollands Dagblad en de Gooi- en Eemlander, (ii) een internationale uitgever van puzzelbladen en digitale puzzels (Keesing Media Groep) (iii) radioactiviteiten (o.a. Sky Radio) die in september 2016 zijn ingebracht in een joint venture met een van de Talpa vennootschappen en (iv) digitale activiteiten in de vorm van websites, zoals GeenStijl, Speurders.nl, Relatieplanet en Gaspedaal en Over The Top (verder: OTT) en online video.
- 2.2 TMG had in 2016 een omzet van € 421 miljoen en telde halverwege 2016 1803 medewerkers (fte), waarvan 78% in het krantenbedrijf werkt. In 2000 was de omzet nog € 811 miljoen en was het aantal medewerkers nog ruim 6.000 fte.
- 2.3 Op TMG is het volledige structuurregime van toepassing. Haar geplaatste en volgestorte aandelenkapitaal bestaat uit 46.350.000 gewone aandelen en 960 prioriteitsaandelen. Van de aandelen van TMG is 63,97% gecertificeerd via STAK. De Ondernemingskamer zal hieronder geen onderscheid maken tussen de aandelen en de certificaten.
- 2.4 Statutair bestuurders van TMG zijn Van der Snoek (CEO) en Epskamp (CFO). De raad van commissarissen wordt gevormd door Boersma (voorzitter), Nooitgedagt (waarnemend voorzitter), Brummelhuis, Van den Belt en Van Puijenbroek.
- 2.5 Artikel 16 van de statuten van TMG houdt in dat de leden van de raad van bestuur worden benoemd door de raad van commissarissen en kunnen worden geschorst door de raad van commissarissen.

- 2.6 De prioriteitsaandelen van TMG worden gehouden door de Stichting Beheer van Prioriteitsaandelen Telegraaf Mediagroep N.V. (hierna: de Stichting Prioriteit) De Stichting Prioriteit stelt onder meer het aantal bestuurders vast en is exclusief bevoegd is tot het doen van een voorstel tot statutenwijziging. Bestuurders van de Stichting Prioriteit zijn Van Puijenbroek, Boersma, Nooitgedagt en A. Vos.
- 2.7 De gewone aandelen/certificaten in TMG werden op 8 maart 2017 (de datum van indiening van het verzoekschrift van Talpa c.s. gehouden door:
- | | |
|---|--------|
| - VPE | 41,31% |
| - Mediahuis | 17,95% |
| - Dasym (18,41) en Talpa Beheer (5,69); tezamen | 24,10% |
| - Tweedy, Browne Company LLC | 4,14% |
| - Cantor | 3,35% |
| - overige <i>free float</i> | 9,15% |
- Mediahuis en Talpa c.s. hebben hun belangen in TMG na die datum nog vergroot door aandelen te kopen. Ten tijde van de mondelinge behandeling hield Mediahuis een belang van 18,67% en Talpa c.s. een belang van ruim 25%.
- 2.8 VPE is de investeringsmaatschappij van de familie Van Puijenbroek. Zij is sinds 1951 grootaandeelhouder in (de voorgangers van) TMG.
- 2.9 Mediahuis is een Vlaams mediabedrijf met activiteiten in België en Nederland. Mediahuis is uitgever van een vijftal Vlaamse kranten en van de Nederlandse kranten Het Limburgs Dagblad, De Limburger en (sinds 2015) de kranten die vallen onder NRC Media.
- 2.10 Talpa Beheer is een zustervenootschap van Talpa Holding. Talpa Holding omvat het mediabedrijf van J.H.H. (John) de Mol. Zij is onder meer grootaandeelhouder van Talpa Radio en houdt daarnaast een belang van 33% in SBS Nederland, dat vier televisiezenders exploiteert. Talpa Beheer is 100% aandeelhouder van Dasym.
- 2.11 Op 1 oktober 2015 lanceerde TMG haar nieuwe strategie "24/7". De beurskoers bedroeg toen € 4,13 per aandeel. De aankondiging van de nieuwe strategie heeft niet geleid tot een stijging van de koers.
- 2.12 Op 15 januari 2016 heeft TMG in een persbericht een strategische samenwerking met Talpa aangekondigd op het gebied van radio, TV en OTT ("Over The Top", audio, video en andere

- mediadiensten die via het internet worden verspreid). Partijen hebben nadien over de verdere invulling van dit samenwerkingsverband onderhandeld.
- 2.13 Op 19 augustus 2016 zijn VPE en Mediahuis een (eerste) consortiumovereenkomst aangegaan.
- 2.14 Op 25 augustus 2016 hebben Mediahuis en VPE (hierna gezamenlijk ook aan te duiden als het Consortium) TMG benaderd met een niet bindend indicatief voorstel. Zij schrijven dat de kern van dit voorstel is de ondernemingen van TMG en Mediahuis te combineren om een succesvol, stabiel en toonaangevend multimediabedrijf met focus op de Benelux te creëren, waarbij VPE haar steunende rol zal continueren. Zij willen dit bereiken door middel van een openbaar bod en noemen als indicatieve biedprijs € 4,70 per aandeel.
- 2.15 In september 2016 heeft TMG het reorganisatieprogramma "Terra Nova" aangekondigd, dat voorziet in een bezuinigingspakket van € 90 miljoen.
- 2.16 Bij brief van 12 september 2016 heeft TMG gereageerd op het voorstel van het Consortium in zijn brief van 25 augustus 2016. Zij heeft in de eerste plaats geschreven dat zij het opportuun en in het belang van alle partijen acht dat, in het licht van de veranderde positie van VPE, Van Puijenbroek zolang het voorstel ter tafel ligt niet aan enige beraadslaging en besluitvorming van de raad van commissarissen deelneemt. Inhoudelijk heeft zij kritische vragen gesteld over de beoogde strategie – waarvan zij de rationale en voordelen (ook) voor TMG, haar onderneming en haar stakeholders onvoldoende duidelijk en overtuigend acht – en heeft zij zich op het standpunt gesteld dat het voorstel blijk geeft van substantiële onderwaardering van TMG. Voorts heeft zij laten weten een strategische samenwerking niet goed voorstelbaar te achten zonder deelname of steun van de op één na grootste aandeelhouder Dasym.
- 2.17 Bij brief van 16 september 2016 aan TMG heeft het Consortium een nadere toelichting gegeven op de hem voor ogen staande strategie voor de gecombineerde groep (in welk verband het Consortium voorop heeft gesteld dat het, evenals TMG, gelooft in de kracht van sterke en vertrouwde mediamerken als basis voor een 24/7 transmediale nieuws- en entertainmentstrategie en de overeenkomsten tussen de strategie van Mediahuis en die van TMG verder heeft belicht) en heeft het indicatief bod gewijzigd naar een bandbreedte van € 4,70 - € 5,05. Met betrekking tot Dasym heeft het Consortium opgemerkt dat TMG Dasym in een positie plaatst die haar niet toekomt, dat het belang van goed overleg en samenwerking ziet, maar dat het te ver voert het eigen oordeel van raad van bestuur en raad

van commissarissen achter te stellen van dat van Dasy. Het Consortium heeft verzocht om overleg op basis van het verbeterd bod.

- 2.18 Op 3 oktober 2016 hebben TMG en Talpa laten weten dat zij de onderhandelingen over het opzetten van een gezamenlijk radiobedrijf hebben afgerond en dat de 538 Groep (Talpa) en de Sky Radio Group (TMG) vanaf 1 oktober 2016 in één radio- en muziekentertainment bedrijf verder gaan.
- 2.19 Bij brief van 12 oktober 2016 aan het Consortium heeft TMG geschreven te onderkennen dat er mogelijk voordelen kunnen bestaan in een strategische samenwerking, maar dat die op basis van de gegeven toelichting vooral zien op een aantal operationele aangelegenheden en dat zij thans niet de verwachting heeft dat de door Mediahuis voorgestane strategie het succes van TMG als geheel betekenisvol zal kunnen versterken. Zij heeft met betrekking tot de door haar gesignaleerde aandachtspunten concrete en afdoende (nadere) bevestigingen en waarborgen verlangd. Een gesprek over de voorgestelde transactie wilde zij niet eerder aangaan dan nadat vooraf de biedprijs aanzienlijk was verhoogd. Met het oog op onder meer dealzekerheid acht TMG de positie van alle (groot)aandeelhouders van belang, dus zeker ook die van VPE en Dasy. Daarom is het essentieel dat in een eventuele uitwerking van het indicatief voorstel toereikende arrangementen worden getroffen ten aanzien van het minimum aanmeldingspercentage, de voorafgaande steun van andere grootaandeelhouders en ook de positie van VPE indien zich een superieur voorstel aandient dat niet door het Consortium wordt geëvenaard, aldus dat er geen blokkerend belang kan en zal bestaan dat alternatieven praktisch onmogelijk maakt.
- 2.20 Bij brief van 28 oktober 2016 aan TMG heeft het Consortium – onder meer onder verwijzing naar een bespreking op 6 oktober 2016 waar het Consortium zijn voorstel heeft toegelicht en vragen heeft beantwoord – zijn verbazing uitgesproken over de inhoud van de brief van 12 oktober 2016 en overduidelijk genoemd dat de strategieën van Mediahuis en TMG vrijwel volledig overeenkomen en dat daaruit een natuurlijke combinatie kan ontstaan die grote operationele en financiële slagkracht biedt. Het Consortium heeft zijn indicatieve biedprijs nogmaals verhoogd, nu naar € 5,25. Het heeft laten weten contact met Dasy te hebben gezocht maar dat Dasy niet tot een gesprek bereid bleek. Ten slotte heeft het erop aangedrongen dat het op zeer korte termijn, uiterlijk 3 november 2016, het boekenonderzoek kan starten.
- 2.21 Bij brief van 2 november 2016 heeft TMG het Consortium laten weten het bedrag van € 5,25 niet aanvaardbaar te achten. Zij heeft zich echter bereid verklaard het Consortium de gelegenheid te geven tot een beperkte *due diligence* om het in staat te stellen zijn bod te

verhogen. Met betrekking tot de strategie heeft TMG geschreven te verwachten dat, mogelijk in een fusieprotocol, aanvaardbare afspraken zullen worden gemaakt. TMG heeft voorts wederom het mogelijk blokkerende belang van VPE aan de orde gesteld en een “*drag along arrangement*” voorgesteld en geschreven dat zodra met VPE overeenstemming is bereikt over een in een fusieprotocol op te nemen *drag along* verplichting, een beperkte *due diligence* zal worden toegestaan.

- 2.22 Bij brief van 7 november 2016 heeft het Consortium TMG geschreven dat het ten aanzien van het boekenonderzoek uitgaat van een boekenonderzoek zoals gebruikelijk is bij dit type transactie en dat het ernaar streeft het boekenonderzoek zo snel en efficiënt als mogelijk is uit te voeren, waarbij haar adviseurs verwachten circa vier weken nodig te hebben. Het Consortium heeft een tijdpad voorgesteld, waarbij wordt uitgegaan van onderhandelingen over de geheimhoudingsovereenkomst tussen 7 en 11 november, openstelling *dataroom* op 12 november, afronding boekenonderzoek op 11 december en onderhandelingen over het fusieprotocol van 14 november tot 11 december.
- 2.23 Op 10 en 11 november 2016 hebben TMG (vertegenwoordigd door haar raad van bestuur) enerzijds en VPE anderzijds een als “*Undertaking*” aangeduide overeenkomst ondertekend. Deze overeenkomst houdt onder meer in dat zij van kracht wordt gelijktijdig met het *Merger Protocol* tussen TMG en VPE (artikel 1), dat na overeenstemming over het *Merger Protocol* de raad van bestuur en de raad van commissarissen van TMG het bod van het Consortium zullen steunen en aanbevelen (artikel 2), dat het *Merger Protocol* zal bepalen dat indien zich een superieur concurrerend bod van een serieuze partij aandient, het de raad van bestuur en de raad van commissarissen vrij staat dat te onderzoeken (artikel 3), dat als de raad van bestuur en raad van commissarissen van oordeel zijn dat het concurrerend bod superieur is voor TMG, TMG gehouden is het Consortium de mogelijkheid te bieden dit alternatief bod te evenaren (artikel 4), dat het *Merger Protocol* de voorwaarden voor een superieur bod zal omschrijven, waaronder een minimum prijsverhoging van 8% en voldoende dealzekerheid (artikel 5), dat als het Consortium het alternatief bod evenaart TMG het bod van het Consortium onverminderd zal blijven steunen (artikel 6) en dat als het Consortium ervoor kiest het alternatief niet te matchen, TMG het *Merger Protocol* eenzijdig mag beëindigen (artikel 7).

De *Undertaking* bevat voorts onder meer de volgende bepalingen:

“Artikel 9

In aanvulling op deze gebruikelijke regelingen, zegt VP Exploitatie toe in dat geval zijn aandelen aan de concurrerend bieder die het superieure bod heeft gedaan aan te bieden, mits (i) de in dat bod te betalen vergoeding in cash is, (ii) het bod naar het

oordeel van VP Exploitatie aanvaardbaar is voor TMG, haar onderneming en haar stakeholders en (iii) het bod naar het oordeel van VP Exploitatie een voldoende hoge graad van dealzekerheid heeft. Bij de afweging bedoeld in onderdeel (ii) betreft VP Exploitatie het volgende:

- de aard, identiteit en financiële positie van de bieder;
- de wijze waarop de overname wordt gefinancierd (leverage); en
- de voorgestelde strategie het bestendige succes van de onderneming van TMG bevordert.

Artikel 10

VP Exploitatie zal bij de beoordeling van het concurrerend bod redelijk overleg voeren met de raad van bestuur en raad van commissarissen van TMG en het standpunt en onderbouwing van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van TMG gemotiveerd en redelijkerwijs in het oordeel betrekken.”

- 2.24 Op 20 en 22 november 2016 hebben Boersma en Nooitgedagt in een interne e-mailwisseling klachten geuit over de raad van bestuur en de vertraging in het proces. Boersma heeft onder meer aan Nooitgedagt geschreven: “Het proces loopt nog niet echt vlot. De DD is nog niet gestart. Men is nu bezig overeenstemming te krijgen over de NDA en de standstill. Maar echt prioriteit krijgt het allemaal niet.”
- 2.25 Op 28 november 2016 hebben TMG en het Consortium overeenstemming bereikt over een Non Disclosure en Standstill Agreement (NDA) en is het Dataroom Protocol vastgelegd.
- 2.26 Op 7 december 2016 heeft de raad van bestuur een managementpresentatie gegeven aan Mediahuis.
- 2.27 Bij brief van 11 december 2016 heeft de advocaat van Van Puijenbroek aan de advocaat van TMG geschreven dat Van Puijenbroek in verband met het indicatieve bod van het Consortium sinds augustus/september 2016 niet langer deelneemt aan vergaderingen van de raad van commissarissen, geen informatie van TMG meer ontvangt en geen toegang meer heeft tot het digitale platform, maar dat die situatie niet langer houdbaar is. Van Puijenbroek verzoekt bevestiging dat hij zijn taken weer als voorheen kan vervullen, met dien verstande dat in goed overleg het effect van het overnamebod op zijn aan- en afwezigheid bij de behandeling van bepaalde onderwerpen kan worden bepaald. De advocaat heeft in dat verband verwezen naar bepalingen in het reglement voor de raad van commissarissen, de wet en de Code die betrekking hebben op tegenstrijdig belang. De advocaat van TMG heeft deze brief doorgezonden aan Boersma, die bij e-mail van 11 december 2016 heeft laten weten

dat hij "niet staat te trappelen" omdat het allemaal erg met elkaar verweven is, maar de vraag van Van Puijenbroek wel begrijpt en verzoekt om nader overleg.

- 2.28 Op 14 december 2016 heeft het Consortium zijn voornemen tot het doen van een openbaar bod op alle uitstaande aandelen TMG door middel van een persbericht publiek bekend gemaakt. Het persbericht vermeldt als indicatieve biedprijs € 5,25, en dat de biedprijs 51% hoger is dan de slotkoers van 13 december 2016 van € 3,48. In het persbericht staat ook dat Van Puijenbroek sinds het eerste voorstel van het Consortium niet meer heeft deelgenomen aan de beraadslagingen van de raad van commissarissen van TMG.
- 2.29 Op eveneens 14 december 2016 heeft TMG in een persbericht bevestigd dat zij een ongevraagd niet-bindend voorwaardelijk voorstel heeft ontvangen van het Consortium. Zij heeft daarin vermeld dat de interactie nog niet het stadium heeft bereikt dat overleg heeft plaatsgevonden over het voorstel als geheel.
- 2.30 Bij brief van zijn advocaat van 16 december 2016 heeft Van Puijenbroek wederom zijn aanwezigheid bij de vergaderingen van de raad van commissarissen aan de orde gesteld. Met betrekking tot dit onderwerp heeft Van der Snoek bij e-mail van 18 december 2016 aan een aantal personen binnen TMG bericht dat hij ondanks het unanieme standpunt van de raad van bestuur dat Van Puijenbroek gedurende de ontwikkelingen inzake het Consortium niet kan deelnemen aan activiteiten van de raad van commissarissen, hij moet constateren dat dit feitelijk binnen het mandaat van de voorzitter van de raad van commissarissen ligt, dat Boersma heeft besloten dat Van Puijenbroek weer deelneemt en dat het aan TMG is mogelijk conflicterende informatie te markeren.
- 2.31 Bij e-mail van 18 december 2016 heeft de advocaat van TMG een conceptbrief voor de advocaat van Van Puijenbroek en VPE aan Boersma en Nooitgedagt doen toekomen. In dit concept staat onder meer dat de raad van commissarissen het prudent acht het arrangement te verlengen en Van Puijenbroek niet te betrekken als commissaris, maar dat het in de brief van 11 september 2016 ingenomen standpunt van Van Puijenbroek een nieuwe realiteit creëert en de raad van commissarissen dan ook zal meewerken aan een zo adequaat en redelijk mogelijke regeling, in het kader waarvan gescheiden vergaderingen en agenda's zullen worden gehanteerd.
- 2.32 Op 22 december 2016 heeft Van Puijenbroek deelgenomen aan een vergadering van de raad van commissarissen, waarbij een scheiding is gemaakt tussen al dan niet aan de bieding van het Consortium gerelateerde onderwerpen en Van Puijenbroek alleen bij de beraadslaging en besluitvorming ten aanzien van de niet gerelateerde onderwerpen aanwezig is geweest.

- 2.33 Bij e-mail van 23 december 2016 heeft de advocaat van TMG – met referte aan het besprokene op de bijeenkomst van 22 december 2016 – aan de advocaten van het Consortium een lijst onderwerpen gezonden waarover TMG een bevestiging en/of concretisering wil ontvangen.
- 2.34 VEB heeft bij brief van 22 december 2016 TMG gewezen op haar verplichting zich in te spannen voor de creatie van lange termijn aandeelhouderswaarde en zich op het standpunt gesteld dat TMG op voorhand geen partijen dient uit te sluiten, maar dient te zorgen voor een *level playing field* voor alle potentiële bidders. VEB heeft voorts op een aantal punten nadere informatie verzocht van TMG.
- 2.35 Op 22 december 2016 heeft het Consortium in een bespreking met TMG de resultaten van zijn *price review* toegelicht en de biedprijs voorwaardelijk verhoogd tot € 5,50.
- 2.36 Op 24 december 2016 heeft het Consortium het verbeterde voorstel aan TMG geconcretiseerd en toegelicht en voorts onder meer een voorstel met betrekking tot *non-financial convenants* gedaan en melding gemaakt van *irrevocables* die zij heeft ontvangen van Delta Lloyd Levensverzekeringen N.V. (hierna: Delta Lloyd) en Navitas B.V. (hierna: Navitas), die gezamenlijk 14% van het totale aantal uitstaande aandelen van TMG hebben toegezegd. In de brief wordt voorts vermeld dat de raad van commissarissen na afwikkeling van het bod zal zijn samengesteld uit drie door het Consortium genomineerde leden (waaronder Van Puijenbroek) en twee onafhankelijke leden, bij voorkeur uit de huidige raad van commissarissen. De brief bevat een voorgesteld tijdpad, waarin de overeenkomst over het fusieprotocol is voorzien op 23 januari 2017 en publicatie van het biedingsbericht medio februari 2017. In de brief heeft VPE de afspraken uit de *Undertaking* bevestigd en heeft Mediahuis verklaard daarvan kennis te hebben genomen en akkoord te zijn
- 2.37 Bij e-mail van 1 januari 2017 heeft Boersma, in verband met het uitblijven van een aangepaste concept-antwoordbrief aan het Consortium, onder meer aan van der Snoek geschreven:

“De raad van commissarissen had gisteren een aangepaste brief verwacht, maar tot op heden heb ik nog niets gezien. Weet ook niet wanneer we iets mogen verwachten. Als ik zo de geluiden hoor, zijn jullie op weg de steun van de raad van commissarissen te verliezen. Dan hebben we echt een probleem. Ik dacht je dit te moeten melden. Men vindt dat het proces te lang duurt en onnodig wordt opgehouden.”

In zijn bij e-mail van diezelfde datum gegeven reactie op een inmiddels door de raad van bestuur aangeleverde aangepaste concept-brief aan het Consortium, heeft Boersma, daarin bijgevalen door Nooitgedagt, onder meer als commentaar gegeven dat in die brief geen nieuwe wensen meer moesten worden ingebracht.

- 2.38 Bij brief 2 januari 2017 heeft TMG op de brief van het Consortium van 24 december 2016 gereageerd. TMG heeft onder meer bevestiging gevraagd van een eerder genoemd aanvaardingspercentage van 70% en meer duidelijkheid over de mogelijk beoogde *pre-wired* structuur en over de aard en de eventuele voorwaarden verbonden aan de *irrevocables*. Het in de brief van het Consortium voorgestelde tijdspad heeft TMG te krap geacht.
- 2.39 Bij brief van 2 januari 2017 aan TMG heeft de STAK laten weten mede in het licht van de slechte resultaten van TMG over het eerste half jaar 2016 de responstijd met betrekking tot het bod niet goed te begrijpen. Zij heeft TMG verzocht op de kortst mogelijke termijn met de bieder te overleggen om al dan niet overeenstemming te bereiken over het openbaar gemaakte bod, zodat TMG bekend kan maken of zij het bod al dan niet ondersteunt.
- 2.40 Op 6 januari 2017 heeft de raad van bestuur - ten behoeve van de discussie op de op 8 januari 2017 geagendeerde vergadering van de raad van commissarissen - een memo aan de raad van commissarissen verstrekt over het voorstel van het Consortium. De raad van bestuur heeft zich daarin op het standpunt gesteld dat de biedprijs van het Consortium en de overige voorwaarden op dat moment niet voldeed aan de gezamenlijke door raad van bestuur en raad van commissarissen eerder onderschreven randvoorwaarden. Onder het kopje "Hoe nu dus verder" staat onder meer:

"Als hiervoor gesteld, op basis van onze beoordeling zou de bieding van [het Consortium], naar de huidige stand van zaken, niet gesteund kunnen worden, wellicht eigenlijk overwogen moeten worden om het af te wijzen. Echter ons voorstel is om daar op dit moment niet toe over te gaan. Net zoals wij de verplichting hebben om serieus rekening te houden met de belangen van onze minderheidsaandeelhouders, hebben wij ook de verplichting om een bod waaraan een van onze grootaandeelhouders zijn naam en steun heeft verbonden zorgvuldig te wegen en zoveel mogelijk te optimaliseren. Tenslotte, het voortgaan stand alone heeft voor TMG ook bepaalde risico's in zich.

Wij willen vanuit zorgvuldigheid nog een laatste onderhandelingsstap inbouwen, nadat wij zelf op een aantal value punten nadere duidelijkheid en schriftelijke bevestigingen zullen hebben verkregen."

- 2.41 In een reactie op een eerder op 6 januari 2017 aan hem verzonden conceptversie van de memo heeft de advocaat van TMG op 6 januari 2017 aan – onder meer – Epskamp geschreven dat de route die de raad van bestuur inzet afwijkt van wat vorige week is besproken met de raad van commissarissen en dat als een redelijkerwijs aanvaardbare bevestiging zou worden gekregen op de drie punten (i) waardering, (ii) *deal* zekerheid en (iii) strategie, de vervolgfase zou worden ingezet het voorstel nader te onderzoeken. Volgens de advocaat is het memo helder is over de huidige positie van de raad van bestuur en ook over de next steps, maar wijkt deze dus af van de ingezette route. Hij heeft opgemerkt dat dit een inhoudelijke discussie vergt om te zien of een gedeeld standpunt mogelijk is en dat het hem goed lijkt als er in dit stadium eensgezindheid wordt gecreëerd over de in te zetten route.
- 2.42 Bij e-mail van 7 januari 2017 aan de advocaat van TMG heeft Van der Snoek aandacht gevraagd voor de positie van Van den Belt als beoogd CEO van Keesing en geschreven dat als Van den Belt voor het Consortium stemt in de raad van commissarissen, zij CEO wordt van Keesing met instemming van Van Puijenbroek en dat dit volgens hem een punt van aandacht is ten aanzien van het scheiden van belangen.
- 2.43 Op 7 januari 2017 heeft het Consortium, in antwoord op brief van TMG van 2 januari 2016, onder meer geschreven dat het bereid is (i) een aanvaardingspercentage van ten minste 70% overeen te komen en (ii) de koppeling met een *pre-wired asset sale* los te laten, maar wel rekent op een open en constructieve discussie over een *pre-wired asset sale*. Met betrekking tot de *irrevocables* heeft het Consortium bericht dat deze de gebruikelijke voorwaarden bevatten, waaronder de bepaling dat zij zullen eindigen bij een concurrerend – en niet door het Consortium geëvenaard bod – dat de biedprijs van het Consortium met ten minste 5% overschrijdt. Hij heeft voorts nog enige mededelingen gedaan over de strategie en ter vermindering van misverstand bevestigd dat er geen vooropgezet plan is om onderdelen te verkopen, met uitzondering van een mogelijke verkoop van Keesing. Hij heeft zich er voorts mee akkoord verklaard om, zoals door de wederzijdse adviseurs is besproken, de overige onderwerpen in de vervolgfase te adresseren.
- 2.44 Op 8 januari 2017 heeft een telefonische vergadering van de raad van commissarissen met de raad van bestuur plaatsgevonden. Bij die gelegenheid heeft Boersma medegedeeld dat de raad van commissarissen zich niet goed kan vinden in het door de raad van bestuur aangeleverde memo van 6 januari 2017.
- 2.45 Bij e-mail van 10 januari 2017 heeft Boersma aan Van der Snoek geschreven dat hij ervan uit gaat dat de raad van bestuur die avond besluit de *due diligence* door het Consortium te

starten, het Consortium toegang te geven tot de *dataroom* en de onderhandelingen te beginnen over het fusieprotocol. Voorts heeft hij onder meer geschreven:

“M.i. zijn alle hinderpalen uit de weg en hebben we nog voldoende tijd de eventuele resterende punten de komende weken op te lossen en nader uit te werken, Onnodig ophouden leidt mi nergens toe, alleen maar tot meer ergernis. We willen natuurlijk liefst allemaal een hoger bod, maar als er zich niemand anders meldt, is het huidige bod de waarde van de onderneming. Het is dan onverantwoord dit bod aan de aandeelhouders te onthouden en het proces onnodig op te houden.”

- 2.46 Op 11 januari 2017 heeft het Consortium in een persbericht het voorgenomen bod op TMG bevestigd en medegedeeld dat het onherroepelijke toezeggingen heeft ontvangen van Delta Lloyd (circa 7,3%) en Navitas (circa 6,7 %), zodat samen met het belang van VPE (41,3%) het percentage gecommiteerde aandelen op ruim 55% van de totaal uitstaande aandelen stond. Tevens heeft het Consortium medegedeeld dat het voor 8 maart 2017 een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht zal indienen bij de AFM in verband met de daarvoor in het Besluit openbare biedingen gestelde termijn.
- 2.47 Bij brief van 13 januari 2017 heeft TMG medegedeeld aan Mediahuis en VPE dat zij besloten heeft met het Consortium de *due diligence review* fase in te gaan. In de brief onderschrijft TMG de wens van het Consortium om voortgang in het proces te houden en ziet zij het volgende tijdpad als haalbaar: *due diligence review* 18 januari - 9 februari 2017, overleg en samenwerking aan documentatie binnen de *workstreams* mededinging, strategie en fusieprotocol: 19 januari - derde week februari 2017.
- 2.48 Bij brief van 13 januari 2017 heeft TMG, in antwoord op de brief van VEB van 22 december 2016 geschreven dat zij op zorgvuldige wijze de *stand-alone* strategie van TMG vergelijkt met het voorstel en eventuele andere strategische alternatieven en zij heeft bevestigd dat zorgvuldig wordt omgegaan met de verschillende posities van VPE en Van Puijenbroek en dat Van Puijenbroek bijvoorbeeld niet heeft deelgenomen en niet zal deelnemen aan beraadslaging en besluitvorming van de raad van commissarissen waarin het voorstel en daaraan gerelateerde onderwerpen aan de orde komen.
- 2.49 Op 14 januari 2017 heeft de raad van bestuur een memo aan de raad van commissarissen verstrekt over een eventuele *pre-wired asset sale*. De raad van bestuur concludeert dat discussie met het Consortium daarover “op dit moment geen relevantie heeft en dient te worden uitgesteld”.

- 2.50 Op 16 januari 2017 heeft Boersma aan Nooitgedagt geschreven dat de discussie over het memo van 14 januari 2017 zijns inziens wel even kan wachten hoewel het er op lijkt dat de raad van bestuur nog steeds met het opwerpen van blokkades bezig is. De e-mail besluit met *“De RuB moet vooruit denken, niet achteruit!”*
- 2.51 Op 19 januari 2017 is Boersma uitgevallen door ziekte.
- 2.52 Op 22 januari 2017 heeft Talpa Holding TMG geschreven met een indicatief voorstel tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande (certificaten van) aandelen van TMG voor een prijs van € 5,90 per aandeel. Talpa Holding heeft geschreven ervan overtuigd te zijn een bod te kunnen uitbrengen dat voor alle *stakeholders* van TMG aanzienlijk aantrekkelijker is dan het door het Consortium aangekondigde bod. Zij heeft laten weten dat zij als aandeelhouder – 18,41 % van Talpa Beheer, die Dasym controleert en 2,18 % van John de Mol, gezamenlijk derhalve 20,59% – het bod van het Consortium heeft geëvalueerd en dat zij tot de conclusie is gekomen dat dit niet getuigt van een sterk geloof in de kracht van TMG, haar potentie en de nationale mediasector. Zij heeft bovendien te kennen gegeven verkoop van haar TMG belang geen optie te achten. Door TMG en Talpa samen te voegen ontstaat een onafhankelijk Nederlands mediabedrijf met sterke posities in print, radio, televisie en online content, aldus Talpa Holding in haar brief. Zij maakt er melding van dat het bod een premie van 70% ten opzichte van de slotkoers van 13 december 2016 betekent. Als voorwaarden noemt zij onder meer een positieve aanbeveling van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van TMG, overeenstemming over het fusieprotocol tussen TMG en Talpa Holding, het behalen van een minimum aanmeldingspercentage van 95% en het naar tevredenheid afronden van het *due diligence* onderzoek. Zij heeft de intentie uitgesproken op korte termijn met de raad van bestuur en raad van commissarissen in gesprek te treden.
- 2.53 Op 23 januari 2017 heeft Talpa Holding haar voornemen door middel van een persbericht publiekelijk bekend gemaakt.
- 2.54 Bij brief van 23 januari 2017 heeft TMG de ontvangst van de brief van 22 januari 2017 bevestigd. In de brief staat onder meer:
- “Vooruitlopend op uw verzoek tot het verrichten van een due-diligence-onderzoek, delen wij u mede dat wij in het kader van het creëren van een level playing field u op korte termijn toegang kunnen bieden tot een dataroom.”*
- 2.55 Op 26 januari 2017 heeft TMG een dataroom voor het fase 1 *due diligence* onderzoek voor Talpa Holding opengesteld.

- 2.56 Op 27 januari 2017 heeft TMG de *dataroom* voor het fase 2 *due diligence* onderzoek voor het Consortium opengesteld.
- 2.57 Op diezelfde datum heeft de advocaat van TMG een tijdschema aan het Consortium en Talpa Holding gestuurd voor de fase tot en met het fusieprotocol (die eindigt op dinsdag 14 februari 2016). Het tijdschema is erop gericht een “*preliminary first evaluation*” van beide biedingen te laten plaatsvinden op donderdag 16 februari 2017.
- 2.58 Op 30 januari 2017 heeft TMG de *dataroom* voor het fase 2 *due diligence* onderzoek voor Talpa Holding opengesteld.
- 2.59 Op 31 januari 2017 heeft TMG een persbericht uitgebracht onder de kop “*TMG creëert level playing field*”. TMG heeft daarin gemeld dat zij heeft besloten Talpa Beheer toegang te geven tot de informatie die van belang is voor de waardering van de onderneming, zoals die eerder is verstrekt aan het Consortium en dat zij met Talpa Holding en het Consortium in gesprek is over diverse aspecten van de biedingen.
- 2.60 Naar aanleiding van klachten van het Consortium over ontbrekende informatie in de *dataroom* (onder meer over kwartaalcijfers en contracten met Talpa) heeft Nooitgedagt bij e-mail van 2 februari 2017 aan de raad van bestuur zijn visie gegeven op deze klachten en gevraagd naar een oplossingsrichting. Uiteindelijk is via de raadsleden van Mediahuis en de raad van commissarissen een akkoord bereikt.
- 2.61 Begin februari 2017 is een *strategic committee* gevormd binnen TMG, bestaande uit de beide leden van de raad van bestuur en Nooitgedagt, dat zich bezig hield met het biedingsproces.
- 2.62 Op 5 februari 2017 heeft het Consortium een eerste concept fusieprotocol aan TMG gestuurd.
- 2.63 Op 8 februari 2017 heeft Mediahuis door middel van een persbericht bekend gemaakt het recht te hebben verworven op overname van de door Delta Lloyd gehouden aandelen in TMG (11,24%).
- 2.64 Op 10 februari 2017 heeft Talpa Holding een eerste concept fusieprotocol aan TMG gestuurd. In dit fusieprotocol staat onder meer dat op de *Settlement Date* geen wijziging zal worden aangebracht in de raad van bestuur en dat daarom Van der Snoek en Epskamp de leden van de raad van bestuur zullen zijn.

- 2.65 Bij e-mail van 14 februari 2017 heeft Nooitgedagt “*ernstige zorgen*” geuit over de voortgang en de afloop van het proces met beide bidders en aangedrongen op een gesprek met de raad van bestuur. Dit gesprek is gehouden op 15 februari 2016.
- 2.66 In een brief van 15 februari 2017 heeft het Consortium aan TMG – onder vermelding van voorbeelden – over de behandeling van zijn voorstel geschreven dat de door TMG gedane toezeggingen bij herhaling niet zijn nagekomen en uit de correspondentie en gesprekken die die week waren gevoerd niet is gebleken dat met de deadlines waar zij voor staan rekening wordt gehouden. Het Consortium heeft gewaarschuwd voor een patstelling en geschreven dat TMG de patstelling bevordert door te suggereren (i) dat zich min of meer gelijkwaardige situaties en biedingen voordoen sinds de aankondiging van Talpa en (ii) dat de ondernemingsleiding niet het recht en de plicht zou hebben een eigen, strategische keuze in het belang van de onderneming te maken. Het Consortium heeft zich op het standpunt gesteld dat door de meerderheid van de aandelen waarover het bij het uitbrengen van het bod beschikt het Consortium de enige partij is die dealzekerheid heeft te bieden. De brief besluit met een dringend beroep op de raad van bestuur en de raad van commissarissen om te bewerkstelligen dat het Consortium het boekenonderzoek naar de volledige relatie met Talpa kan afronden en direct in overleg te treden over het fusieprotocol met als doel dit voor 26 februari 2017 af te ronden.
- 2.67 Op 15 februari 2017 heeft Talpa Holding een nieuw concept fusieprotocol gestuurd.
- 2.68 In zijn e-mail van 16 februari 2016 aan de raad van bestuur waarin Nooitgedagt de bespreking van 15 februari 2016 bevestigt, staat onder meer het volgende:
- “Zoals ik jullie medegedeeld heb, hebben de raad van commissarissen diverse kritische signalen van partijen (...) ontvangen over de procesvoering in het biedingsproces.*
- In de kern komt de kritiek op het volgende neer:*
- (i) er is een gebrek aan informatievoorziening door de vennootschap in de context van de due diligence;*
 - (ii) er is onduidelijkheid bij [het Consortium] over de procedure die verder ten aanzien van haar voorstel gevolgd gaat worden;*
 - (iii) er wordt geen volledige transparantie betracht ten aanzien van de door de vennootschap in het kader van het proces aan partijen en adviseurs verschaft informatie.*
- Meer in het algemeen is er een gevoel dat [het Consortium] op achterstand wordt gezet. De brief die we vanavond van [het Consortium] hebben ontvangen bevestigt*

dit beeld. (...) De RvC [heeft] grote zorg over het beeld dat nu bij de rechtstreeks betrokkenen ontstaat of gaat ontstaan over het beleid van TMG in de context van de voorliggende biedingen. Dat beeld is schadelijk dan wel dreigt schadelijk te worden (...). Daarnaast is er naar het oordeel van de RvC momenteel sprake van persoonlijke belangen van de bestuurders die zich niet laten verenigen met de belangen van de vennootschap. Deze belangentegenstelling wordt met name veroorzaakt door de omstandigheid dat [Talpa Holding] zeer recentelijk heeft bevestigd dat de huidige leden van de raad van bestuur hun bestuurszetel behouden, indien het bod van [Talpa Holding] succesvol is.

In het licht van deze ontwikkelingen hebben we afgesproken dat de regie over het verdere proces thans in handen komt te liggen van de RvC en zijn juridische en financiële adviseurs. Daarbij zullen de RvC en zijn adviseurs in nauwe samenwerking opereren met de RvB. (...)

Zoals overigens tijdens de bespreking op 7 februari jl. is besproken, geldt dat binnen het strategische comité de voorzitter van de raad van commissarissen een doorslaggevende stem heeft.

Uitgangspunt van het verdere proces is dat beide bidders een gelijke uitgangpositie gegund wordt en dat er gelijktijdig met beide bidders onderhandeld wordt aan de hand van het door de respectievelijke bidders ingediende concept-merger protocol (...)."

- 2.69 Op 16 februari 2017 heeft de raad van bestuur een presentatie gegeven voor de raad van commissarissen en de juridische en financiële adviseurs van TMG. De raad van bestuur heeft ten behoeve daarvan een discussiedocument "Evaluatie biedingen" opgesteld. De banken hebben bij die gelegenheid een planning gecirculeerd, die voorzag in fusieprotocol onderhandelingen met beide partijen tot 1 maart 2017 en finale onderhandelingen met de bidder op wie de keuze was gevallen vanaf 2 maart 2017.
- 2.70 Bij e-mail van 16 februari 2017 heeft de raad van bestuur in een korte reactie onder meer laten weten dat hij het volledig oneens is met de aantijgingen van het Consortium en de daaruit door Nooitgedagt getrokken conclusie en de op basis daarvan voorgestelde procedure.
- 2.71 Bij e-mail van 17 februari 2017 heeft de raad van bestuur uitvoerig op de e-mail van Nooitgedagt gereageerd. De raad van bestuur acht het misnoegen van het Consortium misplaatst en stelt dat het Consortium beoogt met hun kritiek en dreigementen de druk op de raad van bestuur en raad van commissarissen op te voeren. De raad van bestuur heeft geschreven dat met de aankondiging van Talpa Holding zijn eerste prioriteit is geweest een

level playing field te creëren en dat de kritiek van het Consortium eenvoudig te weerleggen is. De raad van bestuur heeft het bestaan van een belangentegenstelling bij de bestuurders van de hand gewezen. Hij heeft daarover onder meer geschreven:

“[Het Consortium] heeft niet heeft aangegeven hoe zij het bestuur van de vennootschap zouden gaan invullen. Wat ons betreft hebben wij ook gewoon een baan indien hun bod succesvol zou blijken (...). Maar zelfs als [het Consortium] vandaag of morgen zouden aangeven dat zij zonder de huidige RvB (...) verder zouden willen, creëert dat nog geen belangentegenstelling bij ons. In een overnamesituatie kan door de overnemer een dergelijke beslissing worden genomen, en voor een bestuurder is dat part of the deal. Een eventueel afscheid zal ongetwijfeld plaatsvinden onder redelijke voorwaarden. Daar komt nog bij dat het in een concurrerend bod situatie eigenaardig en zeker onwenselijk zou zijn indien een bieder het bestuur van de doelvennootschap zou kunnen diskwalificeren enkel door te zeggen dat hij niet met dit bestuur zal doorgaan indien zijn bod succesvol is.”

Zij hebben voorts als aandachtspunt genoemd de positie van Van Puijenbroek als commissaris en verzocht het besluit van de raad van commissarissen op dit punt te heroverwegen en Van Puijenbroek te verzoeken zich te onthouden van deelname aan de vergaderingen van de raad van commissarissen. Tevens hebben zij aandacht gevraagd voor de toezegging aan Van den Belt dat zij kan worden benoemd tot *CEO* bij Keesing als het bod van het Consortium succesvol is. Zij hebben geschreven dat de conclusie in het gesprek was dat de huidige werkwijze van het *strategic committee* wordt voortgezet, waarbij de stem van Nootgedagt even zwaar telt als die van hen samen. De e-mail besluit met het voorstel de goede samenwerking vol door te zetten, onder regie en voorzitterschap operationeel vanuit het *strategic committee*, maar uiteindelijk als raad van bestuur en raad van commissarissen gezamenlijk.

- 2.72 In een e-mail van 17 februari 2017 aan de raad van bestuur heeft Van den Belt laten weten dat zij eind december 2016 heeft besloten niet op het aanbod om directeur te worden van Keesing in te gaan en dat zij dit op 31 december 2016 aan Boersma heeft bevestigd.
- 2.73 In een brief van 19 februari 2017 aan TMG, heeft het Consortium laten weten zijn biedprijs te verhogen naar € 5,90 per aandeel en bericht dat Mediahuis het belang van Delta Lloyd bij het uitbrengen van het bod zal verwerven maar het recht heeft het belang van Delta Lloyd per direct te verwerven en dat zij daarnaast het belang van Navitas heeft gekocht. Het Consortium heeft voorts geschreven dat VPE en Mediahuis het belang in TMG als strategisch zien en niet aan Talpa zullen aanbieden. Het Consortium heeft – onder verwijzing naar 8

maart 2017 als datum waarop het uiterlijk een concept biedingsbericht bij de AFM zal indienen – de wens uitgesproken zo spoedig mogelijk serieus overleg te starten over het fusieprotocol met het doel dit uiterlijk op 26 februari 2017 af te ronden en op 27 februari aan te kondigen. In een persbericht van diezelfde datum hebben Mediahuis en VPE hun voorgenomen gezamenlijke bod op TMG bevestigd, met verhoging van de indicatieve biedprijs naar € 5,90 per aandeel. Daarbij hebben zij tevens bekend gemaakt het Navitas belang van 6,7% te hebben gekocht en dat zij met het belang van Delta Lloyd zekerheid hebben over bijna 60% van de aandelen. Het Consortium kondigt aan uiterlijk 8 maart 2017 een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht in te dienen bij de AFM. In het persbericht meldt VPE dat VPE definitief gekozen heeft voor de combinatie met Mediahuis.

- 2.74 De aandelen die Navitas in TMG hield zijn op 19 februari 2017 aan Mediahuis geleverd.
- 2.75 Op 20 februari 2017 heeft Talpa Holding in een persbericht haar voornemen tot het uitbrengen van een openbaar bod op TMG van € 5,90 bevestigd.
- 2.76 Bij brief van 20 februari 2017 aan het Consortium heeft TMG de ontvangst van de verhoging van het bod van het Consortium naar € 5,90 bevestigd. Dit heeft TMG ook gedaan in een persbericht van diezelfde datum. Daarbij heeft zij bekend gemaakt met beide partijen in gesprek te zijn over onder andere de financiële voorwaarden, strategische aspecten, dealzekerheid, alsook garanties ten aanzien van de strategie van TMG in het algemeen en de borging van de journalistieke redactionele vrijheid in het bijzonder.
- 2.77 Op 24 februari 2017 is het *due diligence* onderzoek voor beide partijen geëindigd.
- 2.78 Op 26 februari 2017 heeft Mediahuis in een persbericht de definitieve overname van het belang van Delta Lloyd in TMG gemeld, als gevolg waarvan haar belang is gegroeid tot 17,94% en het Consortium zekerheid heeft over 59,24% van de aandelen.
- 2.79 Op 26 februari 2017 heeft een vergadering van de raad van commissarissen plaatsgevonden, waarin de stand van zaken is besproken. De raad van commissarissen heeft zijn strategische overwegingen (los van prijs en dealzekerheid) vastgelegd in een document "*Strategic assessment*".
- 2.80 Bij brief van 27 februari 2017 aan TMG heeft Talpa Holding haar – in een eerdere bespreking medegedeelde – voornemen haar bod van € 5,90 te verhogen bevestigd.

- 2.81 Op 27 februari 2017 heeft er een bespreking plaatsgevonden tussen TMG en Talpa Holding over het fusieprotocol. Diezelfde dag heeft de advocaat van TMG intern een (voor beide partijen afzonderlijk) tijdschema en planning rondgestuurd, die voorziet in finale besluitvorming in het weekend van 4/5 maart 2017.
- 2.82 Op 28 februari 2017 heeft de advocaat van de raad van commissarissen aan de advocaat van Talpa Holding per e-mail vragen gesteld over de strategie. Talpa Holding heeft op deze brief niet gereageerd. Bij e-mail van diezelfde datum (aan Van der Snoek, met cc aan de advocaat van de raad van commissarissen) heeft Epskamp gemeld dat hij de advocaat van de raad van commissarissen de vraag heeft gesteld of de raad van commissarissen ook een dergelijke vragenlijst voor het Consortium opstelt.
- 2.83 Bij brief van 28 februari 2017 heeft het Consortium geklaagd over stukken die zij ondanks toezegging niet heeft ontvangen. Met betrekking tot het bod van Talpa Holding heeft het Consortium herhaald dat zijn belangen strategisch zijn, dat het er geen vertrouwen in heeft dat Talpa een voorstel zal doen dat in het belang van de onderneming zal zijn en dat het Consortium zijn belang in TMG daarom niet aan Talpa Holding zal aanbieden als Talpa Holding daadwerkelijk een bod uitbrengt.
- 2.84 Op 28 februari 2017 in de middag heeft Nooitgedacht in een telefoongesprek met Talpa Holding laten weten dat voorrang werd gegeven aan verdere besprekingen met het Consortium.
- 2.85 Bij e-mail van 28 februari 2017 aan de raad van bestuur en Van den Belt en Brummelhuis, heeft Nooitgedacht onder meer geschreven:

“Wij hebben eerder al aangegeven dat commissarissen zorgen hebben over de voortgang in het proces rondom het Merger Protocol. Met name vonden wij dit ten aanzien van [het Consortium]. Wij hebben uiteindelijk afgelopen maandag 27 februari aangegeven dat wij in dit stadium de voorrang geven aan het proces met [het Consortium], gezien de daarvoor geldende bekende uitgangspunten.

Wij hebben vandaag opnieuw moeten vaststellen dat er onvoldoende voortgang was rondom [het Consortium] en het Merger Protocol, ondanks daarover gisteren, 27 februari, gemaakte afspraken. Wij hebben in dat verband duidelijk gemaakt dat de RvC het vertrouwen begon te verliezen in de goede afloop van het proces rondom het merger protocol en [het Consortium], en gezegd dat wij van de raad van bestuur voor vanavond 2100 uur een bevestiging willen dat de raad van bestuur zich volledig in zal zetten voor de afronding van de werkzaamheden aan en rondom het merger

protocol m.b.t. [het Consortium] zodat de vennootschap in staat is om dit weekeinde tot een afronding en uiteindelijke ondertekening te komen."

- 2.86 De raad van bestuur heeft hierop op diezelfde datum gereageerd. De raad van bestuur heeft onder meer het volgende geschreven:

"Wij begrijpen uit het gesprek van vanmiddag en de door jou gestuurde mail dat de raad van commissarissen heeft besloten om het bod van [het Consortium] aan te bevelen.

Wij zijn op dit moment echter nog niet zover dat we, als raad van bestuur van de vennootschap, tot besluitvorming over kunnen gaan."

- 2.87 Op 1 maart 2017 heeft Nooitgedagt per e-mail aan de raad van bestuur bevestigd dat de raad van commissarissen na zorgvuldige overwegingen tot de slotsom is gekomen dat het in het belang van TMG is om te komen tot een fusie met Mediahuis en dat deze overwegingen samenhangen met de door Mediahuis geboden prijs, de door haar voorgestelde strategie en de dealzekerheid van de transactie. Hij heeft verwezen naar een overleg van maandag 27 februari 2017 waarin het besluit en de daaraan ten grondslag liggende beweegredenen uitvoerig aan de raad van bestuur kenbaar is gemaakt. Nooitgedagt verzoekt de raad van bestuur namens de raad van commissarissen uiterlijk 13:00 uur te bevestigen dat de raad van bestuur het besluit tot het openen van exclusieve onderhandelingen met [het Consortium] onvoorwaardelijk steunt en zich maximaal zal inspannen om uiterlijk in het weekend tot een positief onderhandelingsresultaat met het Consortium te komen. De raad van bestuur heeft in antwoord hierop bij brief van diezelfde datum laten weten dat de raad van bestuur op dat moment niet kon toezeggen het bod van het Consortium te zullen aanbevelen en dat de raad van bestuur betreurt dat de raad van commissarissen buiten aanwezigheid van de raad van bestuur een besluit heeft genomen om het *level playing field* dat aan beide bidders geboden was te beëindigen en te kiezen voor exclusieve onderhandelingen met het Consortium. Een dergelijk besluit had naar het oordeel van de raad van bestuur niet mogen worden genomen in een vergadering waarin de raad van bestuur niet in de gelegenheid was argumenten ter tafel te brengen en de raad van bestuur vindt het een voorbarig besluit, aldus de raad van bestuur in zijn e-mail. Ten slotte heeft de raad van bestuur in verband met de dreiging dat Mediahuis zich terug zal trekken geschreven dat hij heeft begrepen dat terugtrekken niet meer aan de orde is, omdat Mediahuis zich in de positie heeft gebracht dat zij een verplicht bod dient uit te brengen.

- 2.88 Op 1 maart 2017 heeft Talpa Holding gesproken met de COR en de redactieraden.

- 2.89 Op 1 maart 2017 heeft Talpa Holding haar voorgenomen bod op TMG verhoogd naar € 6,35. In het in verband daarmee uitgegeven persbericht van die datum staat onder meer het volgende:

“Talpa onderschrijft en ondersteunt de strategie en plannen zoals geformuleerd door het seniormanagement en de Raad van Bestuur van TMG en goedgekeurd door de Raad van Commissarissen. (...)

Talpa verwacht geen significante besparingen en afvloeiing van werknemers, anders dan wat reeds besloten en aangekondigd is door de Raad van Bestuur met steun van de Raad van Commissarissen. (...)

TMG zal een separate entiteit vormen binnen Talpa. TMG zal blijven beschikken over een eigen directie en onafhankelijke redactieraden. (...)

(...) [het] is (...) onbegrijpelijk dat de waarnemend voorzitter van de Raad van Commissarissen van TMG dinsdagmiddag telefonisch aan Talpa heeft laten weten dat hij “de regie naar zich toe trekt” en om – halverwege het proces – in exclusieve onderhandeling te treden met het Consortium en die met Talpa op te schorten.”

- 2.90 In een persbericht van eveneens 1 maart 2017 heeft het Consortium het hoger bod van Talpa Holding niet realistisch genoemd. In het persbericht staat:

“Elk bod van Talpa is kansloos, omdat het geen meerderheid kan halen. Een bod van Mediahuis en VP Exploitatie is het enige bod met zekerheid op succesvolle afronding.” In het persbericht wordt Van Puijenbroek geciteerd: *“Wij hebben Talpa in een persoonlijk gesprek aangegeven dat onze keuze voor de combinatie TMG-Mediahuis definitief is. Dat betekent dat onze aandelen nergens anders naartoe gaan dan naar die combinatie, omdat deze de meest overtuigende strategie heeft en een veilige haven voor de onderneming biedt. (...) Meer geld bieden is zinloos, want Talpa zal er geen meerderheid mee krijgen en dat weten ze.”*

- 2.91 Bij brief van 1 maart 2017 aan TMG heeft de advocaat van Talpa Holding bezwaar gemaakt tegen het afbreken van de gesprekken met Talpa Holding en het voeren van exclusieve gesprekken met het Consortium. In de brief wordt vermeld dat deze tevens dient te worden beschouwd als een mededeling in de zin van artikel 2:349 lid 1 sub b BW.
- 2.92 Op 1 maart 2017 heeft Talpa Holding een gewijzigd concept fusieprotocol aan TMG toegezonden, met een gestanddoeningspercentage van 95% dan wel 80% indien (onder meer) Mediahuis in een *irrevocable undertaking* toezegt haar belang onder het bod aan te melden.

- 2.93 In een brief van 1 maart 2017 van VEB aan TMG, heeft VEB vragen gesteld over de gang van zaken en, indien de inhoud van het persbericht van Talpa Holding van 1 maart 2017 juist is, een toelichting gevraagd over het exclusief in onderhandeling treden met het Consortium, nu het bod van Talpa Holding VEB superieur lijkt. In een persbericht van diezelfde datum, met het opschrift "TMG moet Talpa gelijk speelveld bieden", heeft VEB exclusief onderhandelen met het Consortium door het hogere bod van Talpa niet gepast genoemd.
- 2.94 Bij brief van 2 maart 2017 heeft Nooitgedagt gereageerd op de brief van de raad van bestuur van 1 maart 2017. Hij heeft geschreven dat evident is dat de raad van commissarissen thans geen toezegging van de raad van bestuur verwacht tot ondertekening van een fusieprotocol, maar dat het erom gaat dat de raad van bestuur bereid is in dit proces loyaal samen te werken met de raad van commissarissen. Tevens heeft hij afstand genomen van de opvatting dat het besluit buiten aanwezigheid en medeweten van de raad van bestuur tot stand zou zijn gekomen.
- 2.95 Op 3 maart 2017 heeft de COR er bij TMG op aangedrongen geen voorkeur uit te spreken voordat de COR in de gelegenheid is geweest advies uit te brengen.
- 2.96 Bij brief van 3 maart 2017 heeft het Consortium onder meer aan TMG geschreven:
- "De regulatoire twaalf weken-termijn waar wij als bieder tegenaan lopen, dwingt ons nu tot definitieve keuzes en datzelfde geldt voor uw raden. Het regulatoire proces is, door uw toedoen, tot het maximum opgerekt en wij zullen er niet in meegaan om de grenzen nog verder op te zoeken.*
- Uw raden staan voor een keuze en als zij die keuze deze week – uiterlijk zondag 5 maart 2017 – niet maken, dan gaan wij ervan uit dat de keuze de facto in een andere richting is gemaakt.*
- In dat geval zullen wij uitsluitend ons eigen beleid voeren en zullen wij vanzelfsprekend niet de vele toezeggingen die wij inmiddels hebben gedaan, handhaven. (...) Het biedingsbericht zal uiterlijk op woensdag 8 maart 2017 worden ingediend."*
- 2.97 De onderhandelingen met het Consortium zijn voortgezet op 3 maart 2017. In de nacht van 3 op 4 maart is een finaal onderhandelingsresultaat bereikt met het Consortium. In een e-mail van 4 maart 2017 heeft Nooitgedagt aan de raad van bestuur geschreven:

"Nog even ter bevestiging over de finale uitonderhandeling van het Merger Protocol:

Kort gezegd: jullie zijn akkoord met het finale concept, en jullie nemen echter geen verantwoordelijkheid voor de drie laatst besproken punten, te weten de undertaking, de definitie van Deal Certainty en de mogelijkheid voor [het Consortium] om de transactie voort te zetten met 59,1% in het theoretische geval dat er geen additionele aandelen zullen worden aangemeld."

2.98 Bij e-mail van 4 maart 2017 aan Nooitgedagt heeft Epskamp erover geklaagd dat de raad van commissarissen niet aan de raad van bestuur bekend heeft gemaakt tot welk bedrag het Consortium zijn bod zal verhogen. Nooitgedagt heeft daarop geantwoord dat het bod wordt verhoogd tot € 6.

2.99 Op 4 maart 2017 heeft de raad van bestuur een "Standpuntbepaling RvB inzake [het Consortium]" opgesteld. In het document staat vermeld dat het doel ervan is inzichtelijk te maken tot welke standpuntbepaling de raad van bestuur is gekomen ten aanzien van het bod van het Consortium en het fusieprotocol. De conclusie luidt:

"1. Het belang van de vennootschap, de daarmee verbonden onderneming en de daarbij betrokken stakeholders in aanmerking nemende, heeft de RvB besloten het bod van [het Consortium] niet aan te bevelen. Het Merger Protocol in zijn huidige vorm kan door de RvB nu niet worden getekend.

2. Vanuit zijn fiduciaire verantwoordelijkheden acht de RvB het van belang dat [het Consortium] in staat wordt gesteld vervolgstappen ten aanzien van haar bod voor te bereiden en te finaliseren en verder overleg te hebben met interne stakeholders. (..)"

2.100 In reactie op deze standpuntbepaling heeft Nooitgedagt in een e-mail van 4 maart 2017 geschreven:

"Het spijt mij dat ik van jullie heb moeten vernemen dat jullie niet bereid zijn om jullie volledige medewerking te verlenen aan de gisteren met Mediahuis/VPE tot stand gekomen transactie en dat jullie niet bereid zijn om morgen, zoals met Mediahuis/VPE is overeengekomen, om 12.00 u het Merger Protocol namens TMG te ondertekenen.

TMG bevindt zich thans in een beslissende fase van haar bestaan. Door jullie opstelling brengen jullie TMG en de daaraan verbonden onderneming zeer ernstige schade toe.

Daarnaast heb ik gisteravond moeten vaststellen dat de directie van een belangrijke werkmaatschappij van TMG zich in de media vierkant verzet heeft tegen het beleid van de ondernemingsleiding door protest aan te tekenen tegen de

voorgenomen transactie met Mediahuis/VPE. Ik moet daaruit afleiden dat jullie de leiding over de onderneming zijn kwijtgeraakt. Het voortduren van deze situatie is naar de mening van de raad van commissarissen niet aanvaardbaar.

Verder zijn jullie er eerder door de raad van commissarissen op gewezen dat jullie met de raad van commissarissen gemaakte afspraken in het kader van het biedingsproces niet zijn nagekomen.

De raad van commissarissen is dan ook voornemens om jullie beiden in jullie hoedanigheid van statutair directeur van TMG te schorsen. Ik roep jullie hierbij op om morgen om 10.00 u aanwezig te zijn ten kantore van Van Doorne, zodat ik jullie visie op dit voornemen van de raad van commissarissen kan vernemen.”

- 2.101 Bij brief van 4 maart 2017 heeft Talpa Holding aan Nooitgedagt geschreven dat Talpa Holding voornemens is haar bod van € 6,35 per TMG aandeel nogmaals te gaan verhogen en verzocht de gesprekken met Talpa Holding te hervatten.
- 2.102 TMG heeft op 5 maart 2017 *fairness opinions* ontvangen van ABN Amro en Rabobank en van Rothschild (deze laatste gericht aan de raad van commissarissen).
- 2.103 Op 5 maart 2017 hebben de bestuurders schriftelijk op de voorgenomen schorsing gereageerd. Zij hebben geschreven dat de e-mail van Nooitgedagt van 4 maart 2017 hard bij hen is angekommen en laten weten dat zij geloven dat met een schorsing een destructief spoor wordt ingezet dat niet eenvoudig meer zal kunnen worden gekeerd. Voorts zijn zij uitvoerig ingegaan op de punten in de e-mail van Nooitgedagt. Aan het slot doen zij nogmaals een beroep op de raad van commissarissen om de situatie met het Consortium niet te adresseren door een onterechte schorsing van de raad van bestuur en stellen zij het aanwijzen van een door de wol geverfde oud-bestuurder/mediator als vertrouwenspersoon voor om met hulp van die outsider een aanvaardbare oplossing inzake de ontstane impasse te vinden.
- 2.104 Op diezelfde datum heeft de raad van commissarissen de beide leden van raad van bestuur geschorst waardoor op grond van de statuten de bestuurstaak tijdelijk door de raad van commissarissen wordt uitgeoefend. In een brief van 5 maart 2017 aan de beide bestuurders afzonderlijk heeft Nooitgedagt de schorsing bevestigd en laten weten dat de inhoud van de door hen overhandigde brief niet heeft geleid tot wezenlijk andere inzichten bij de raad van commissarissen. In een persbericht van 5 maart 2017 heeft TMG de schorsing bekend gemaakt. In het persbericht staat onder meer dat het besluit in verband met de belangen van TMG, haar onderneming en haar stakeholders, naar het oordeel van de raad van commissarissen onvermijdelijk was, dat de leden van de raad van bestuur de voortgang van

het proces te weinig bevorderd hebben en zich in de laatste fase van de onderhandelingen met het Consortium onvoldoende constructief en realistisch opgesteld en dat in de situatie waarin geen fusieprotocol zou zijn gesloten zich het risico zou voordoen dat het Consortium eenzijdig een bod zou uitbrengen zonder de in het fusieprotocol bedongen bescherming voor TMG en haar stakeholders. De raad van commissarissen achtte dit onverantwoord en niet aanvaardbaar. Een en ander heeft geleid tot een vertrouwensbreuk tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur, waarna is besloten tot schorsing, aldus het persbericht.

2.105 Op 5 maart 2017 hebben TMG (vertegenwoordigd door haar raad van commissarissen) en het Consortium het fusieprotocol ondertekend. In een separaat (in het Engels gesteld) persbericht van 5 maart 2017 hebben TMG en het Consortium bekend gemaakt dat zij op basis van een biedprijs van € 6,00 voorwaardelijke overeenstemming hebben bereikt over een aanbevolen bod op de aandelen TMG, wat de kernpunten van de transactie zijn en wat de beweegredenen zijn voor de keuze voor het Consortium. Onder meer staat in het persbericht:

- Het bod van Talpa zou slechts enige kans van slagen hebben als VPE en Mediahuis hun aandelen onder dat bod zouden aanbieden, terwijl Mediahuis en VPE herhaaldelijk – zowel publiekelijk als schriftelijk aan de raad van bestuur en raad van commissarissen – hebben verklaard dat hun belang een strategisch belang is en dat zij hun aandelen niet aan Talpa zouden verkopen;
- De raad van commissarissen, ook in zijn tijdelijke hoedanigheid van raad van bestuur, ondersteunt het bod volledig en beveelt het bod aan;
- Na gestanddoening van het bod zal de raad van commissarissen als volgt worden samengesteld: drie leden (onder wie Van Puijenbroek) worden voor benoeming voorgedragen door het Consortium en twee onafhankelijke leden door de raad van commissarissen, onder wie Nooitgedagt, die zal fungeren als onafhankelijke voorzitter;
- Als beëindiging van fusieprotocol het gevolg is van een concurrerend bod, zal TMG een vergoeding (*breakfee*) van € 2,74 miljoen aan het Consortium verschuldigd worden;
- Het fusieprotocol kan worden ontbonden in geval van een bod van een bona fide derde dat naar het oordeel van de raad van bestuur en raad van commissarissen gunstiger is voor TMG, haar onderneming en duurzame succes en haar stakeholders, dat een realistische mate van dealzekerheid behelst en dat de biedprijs van € 6,00 met 8% of meer overstijgt (een concurrerend bod).

Door het Consortium aan het bod verbonden voorwaarden zijn onder meer:

- Afronding van de adviesprocedure met de COR;
- Geen intrekking of aanpassing van de aanbeveling door de raad van bestuur en raad van commissarissen;

- Geen concurrerend bod, anders dan een concurrerend bod van Talpa;
- Een minimum aanmeldingsgraad van 70% (welke voorwaarde de bieder eenzijdig kan laten vallen, gezien het huidige meerderheidsbelang van het Consortium).

- 2.106 Op 5 maart 2017 heeft Talpa Holding in een persbericht bekend gemaakt haar voorgenomen bod te verhogen tot € 6,50, derhalve 8,3% hoger dan het bod van het Consortium. Talpa Holding heeft zich in het persbericht op het standpunt gesteld dat TMG, door de gesprekken met Talpa Holding niet te hervatten, een gelijk speelveld tussen de verschillende partijen illusoir heeft gemaakt.
- 2.107 In een persbericht van 6 maart 2017 heeft VEB laten weten het onbegrijpelijk te vinden dat TMG exclusief met het Consortium blijft praten.
- 2.108 In een persbericht van 6 maart 2017 heeft het Consortium geschreven: *“Mediahuis en VP Exploitatie zullen hun aandelen in TMG zoals eerder gezegd niet verkopen.”*
- 2.109 Op 6 maart 2017 heeft TMG in een persbericht de ontvangst van het verhoogde voorstel van Talpa Holding bevestigd en haar steun voor het bod van het Consortium herbevestigd *“vanwege de overtuigende strategie van het Consortium in combinatie met TMG, de dealzekerheid, de faire prijs en de overige gisteren toegelichte redenen.”*
- 2.110 Bij e-mail/brief van 6 maart 2017 heeft de advocaat van de geschorste leden van de raad van bestuur de raad van commissarissen gesommeerd het schorsingsbesluit in te trekken.
- 2.111 Op 7 maart 2017 heeft Nooitgedagt de bezwarenbrief van Talpa van 1 maart 2017 beantwoord. In deze brief is Nooitgedagt ingegaan op de gang van zaken vanaf 28 februari 2017 en de beweegredenen die aan het handelen van de raad van commissarissen ten grondslag lagen. Hij heeft namens de raad van commissarissen weersproken dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid van TMG.
- 2.112 Op 7 maart 2017 heeft TMG in een persbericht bevestigd dat de COR voornemens is beroep in te stellen op grond van het tot dan toe met de COR gevoerde overleg. De COR heeft laten weten dat deze beslissing niet gezien kan worden als een keuze voor een van beide partijen op dat moment.
- 2.113 Op 8 maart 2017 heeft het Consortium zijn concept biedingsbericht ingediend bij de AFM.

- 2.114 Op 8 maart 2017 heeft de advocaat van de raad van commissarissen gereageerd op de brief van de advocaat van de raad van bestuur van 6 maart 2017 en laten weten dat de raad van commissarissen geen aanleiding ziet op het verzoek tot intrekking van de schorsing in te gaan.
- 2.115 Op 9 maart 2017 heeft TMG de adviesaanvraag met betrekking tot het fusieprotocol ingediend bij de COR.
- 2.116 Op 14 maart 2017 heeft Mediahuis in een persbericht melding gemaakt van de aankoop van belang van 0,73% van de familie Kok tegen een prijs van € 6,00 per aandeel. Het belang van Mediahuis wordt daarmee 18,67%; het belang van het Consortium is 59,98%
- 2.117 Op 14 of 15 maart 2017 heeft TMG Hans Bakker aangesteld als interim directeur.

3. De gronden van de beslissing

- 3.1 Talpa c.s. hebben aan hun verzoek tot het treffen van de in 1.2 sub 2 genoemde onmiddellijke voorzieningen ten grondslag gelegd dat er gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van TMG en dat gelet op de toestand van de vennootschap deze onmiddellijke voorzieningen dienen te worden getroffen. Zij hebben daartoe – kort samengevat – het volgende aangevoerd. De raad van commissarissen van TMG heeft in strijd met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW en met heersende opvattingen over goede corporate governance gehandeld door:
- a. zonder goede reden terug te komen van de publiekelijk gedane toezegging over een gelijk speelveld in de biedingenstrijd rond TMG en zodoende stellig gewekte verwachtingen niet te honoreren;
 - b. met oneigenlijke argumenten de regie naar zich toe te trekken en de beide leden van de raad van bestuur te schorsen;
 - c. het voeren van exclusieve onderhandelingen met het Consortium, met het terzijde schuiven van Talpa Holding, uitmondend in een aanbeveling van het bod van het Consortium, dat inferieur is aan het bod van Talpa Holding, met onvoorwaardelijke en onnodige overdracht van de controle over TMG aan het Consortium, ook als dat bod volledig faalt;
 - d. de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen prijs te geven door zijn handelen uitsluitend af te stemmen op en te rechtvaardigen met de bewering van de leden van het Consortium dat zij hun aandelen in TMG nooit zullen verkopen.

- 3.2 De leden van de raad van bestuur hebben kort samengevat aangevoerd dat zij in hun standpuntbepaling van 4 maart 2017 (zie 2.99) op goede gronden tot het oordeel zijn gekomen dat het met het Consortium uit onderhandelde fusieprotocol niet kon worden ondertekend. Zij hebben zich in het bijzonder op het standpunt gesteld dat (a) het bepaalde in artikel 9 van de *Undertaking*, door hen aangeduid als *drag along*, ten onrechte is komen te vervallen in het fusieprotocol, (b) een adequate *fiduciary out* in het fusieprotocol ontbreekt en (c) het fusieprotocol ten onrechte inhoudt dat het Consortium zijn bod ook gestand kan doen indien geen aandelen onder het bod worden aangemeld en dat het Consortium ook dan het recht verkrijgt drie van de vijf commissarissen voor te dragen. Het besluit tot schorsing van beide leden van de raad van bestuur is in strijd met fundamentele beginselen van goed ondernemingsbestuur. De raad van commissarissen heeft zich daarmee ten onrechte en ongemotiveerd begeven op het terrein van het bestuur en procedurele afspraken geschonden; de raad van commissarissen heeft zonder inhoudelijk overleg met de raad van bestuur de regie naar zich toe getrokken, de termijn waarop de leden van de raad van bestuur werden ontboden was niet redelijk en het conflict dat aan de schorsing ten grondslag lag werd veroorzaakt doordat de raad van commissarissen eenzijdig het gelijke speelveld tussen de bidders heeft opgeheven, aldus steeds de leden van de raad van bestuur.
- 3.3 Cantor meent dat indien TMG exclusieve onderhandelingen heeft gevoerd met het Consortium, daarin een gegronde reden gelegen is om te twijfelen aan een juist beleid, ook omdat de raad van commissarissen zich daarbij kennelijk heeft laten leiden door persoonlijke belangen. In plaats daarvan had de raad van commissarissen zich volgens Cantor moeten onthouden van een steunbetuiging aan het bod van het Consortium.
- 3.4 De VEB ziet als gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen (a) dat het, in strijd met de toezegging van TMG, heeft ontbroken aan een transparant overnameproces, in het bijzonder vanwege de dubbelrol van VPE, (b) dat vanaf 28 februari 2017 het gelijke speelveld is verlaten op een wijze die in strijd is met heersende opvattingen over corporate governance en kennelijk zonder dat aan Talpa Holding een deadline is gesteld en (c) de schorsing van de raad van bestuur.
- 3.5 TMG heeft gemotiveerd verweer gevoerd. Zij heeft benadrukt dat vanaf het moment dat het Consortium beschikte over 59% van de aandelen in TMG, op 26 februari 2017, een bod van Talpa Holding kansloos was. TMG had de mededeling van de leden van het Consortium dat zij hun aandelen niet zouden aanbieden onder een bod van Talpa Holding serieus te nemen. Het fusieprotocol tussen TMG en het Consortium biedt TMG de mogelijkheid alsnog te kiezen voor een superieur bod, bijvoorbeeld van Talpa Holding. Dat concurrerende bod moet dan wel voldoende dealzekerheid hebben omdat van TMG niet kan worden verwacht dat zij

een openbaar bod steunt dat geen kans van slagen heeft. Indien TMG in het weekend van 4 en 5 maart 2007 geweigerd zou hebben het fusieprotocol met het Consortium te tekenen, dan bestond aanzienlijke risico dat het Consortium zijn bod eenzijdig zou doorzetten, zonder de bescherming die TMG kan ontlenen aan het fusieprotocol, of van een bod zou afzien. TMG heeft met de totstandkoming van het fusieprotocol met het Consortium haar toekomst zeker gesteld en voor haar aandeelhouders de in de gegeven omstandigheden maximale biedprijs uitonderhandeld.

- 3.6 De leden van de raad van commissarissen hebben, in aanvulling op het verweer van TMG, naar voren gebracht dat zij steeds hebben gehandeld in overeenstemming met de eisen van en inzichten over corporate governance in een situatie van een openbaar bod en dat de raad van commissarissen de opstelling van de raad van bestuur in het biedingsproces constructief en waar nodig kritisch heeft bejegend. Door de regie naar zich toe te trekken en uiteindelijk in de laatste fase van het proces de besluitvorming over te nemen heeft de raad van commissarissen in het belang van (de onderneming van) TMG gehandeld en voorkomen dat de persoonlijke belangen van de beide bestuursleden materiële invloed zouden hebben op de uitkomst van de beraadslagingen en het besluitvormingsproces van TMG over de biedingen.
- 3.7 VPE heeft ook bestreden dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. Aan het uiteindelijke en unanieme oordeel van de raad van commissarissen om het uitonderhandelde fusieprotocol met het Consortium aan te gaan is een langdurig en zeer zorgvuldig proces voorafgegaan. De inhoudelijke juistheid van die beslissing staat niet ter beoordeling van de rechter, aldus VPE.
- 3.8 Mediahuis heeft naar voren gebracht dat zij steeds een vriendelijk bod heeft beoogd, maar dat zij veel tegenwerking door de raad van bestuur van TMG heeft ondervonden. Het belang van Mediahuis in TMG is strategisch en is daarom, zoals zij al eerder te kennen heeft gegeven, niet te koop. Het Consortium diende uiterlijk op 5 maart 2017 te weten of een fusieprotocol zou worden gesloten, omdat het Consortium uiterlijk op 8 maart 2017 – binnen de wettelijke termijn van 12 weken na 14 december 2016 – het biedingsbericht ter goedkeuring bij de AFM moest indienen. De raad van commissarissen van TMG heeft terecht ingegrepen toen bleek dat de raad van bestuur niet langer bereid was om te goeder trouw met Mediahuis te onderhandelen over het fusieprotocol. Het fusieprotocol is thans een rechtsgeldige overeenkomst die door alle partijen moet worden nagekomen, aldus Mediahuis.
- 3.9 De COR heeft ter zitting te kennen gegeven dat hij ten onrechte niet in de gelegenheid is gesteld advies uit te brengen voordat het fusieprotocol met het Consortium is ondertekend. De COR heeft daarom inmiddels op de voet van artikel 26 WOR bij de Ondernemingskamer

beroep ingesteld tegen dat besluit. Hangende die procedure staat de COR open voor overleg dat er naar verwachting toe zal leiden dat de COR zijn standpunt kan bepalen. De COR acht het in het belang van TMG nodig dat een keuze wordt gemaakt voor een bod dat voldoende perspectief biedt aan de onderneming van TMG en voldoende waarborgen bevat voor onafhankelijke journalistiek, een evenwichtige governance, de positie van het personeel en de continuering van de medezeggenschap.

- 3.10 De Stichting preferente aandelen heeft ter zitting haar statutaire doelstelling toegelicht. Die doelstelling bestaat uit (a) het behartigen van de belangen van TMG, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen waarbij invloeden die de continuïteit, de zelfstandigheid of de identiteit in strijd met die belangen zouden bedreigen, zoveel mogelijk geweerd worden en (b) het weren van invloeden van derden die de redactionele onafhankelijkheid alsmede de beginselen van waaruit opinievormende uitgaven van TMG worden geredigeerd, zouden aantasten. De Stichting preferente aandelen heeft gesteld dat zij zich bij de beantwoording van de vraag of zij de call-optie al dan niet (geheel of gedeeltelijk) dient uit te oefenen, laat leiden door die statutaire doelstelling en dat zij vooralsnog geen aanleiding heeft gezien de optie uit te oefenen.
- 3.11 STAK heeft ter zitting naar voren gebracht dat zij bij brief van 2 januari 2017 (zie 2.39) aan het bestuur van TMG te kennen heeft gegeven dat het bod van het Consortium serieuze overweging verdient en zorgen geuit over het gebrek aan voortgang in het traject met het Consortium. STAK acht een *stand alone* strategie niet in het belang van TMG en haar certificaathouders en het bod van het Consortium de beste optie, ook vanuit een oogpunt van *deal certainty*. STAK acht benoeming van een tijdelijk commissaris bij wege van onmiddellijke voorziening niet zinvol gegeven de gebondenheid van TMG aan het fusieprotocol met het Consortium en refereert zich voor het overige aan het oordeel van de Ondernemingskamer.
- 3.12 De Ondernemingskamer overweegt als volgt.
- 3.13 De Ondernemingskamer stelt voorop dat indien, zoals in het onderhavige geval, nog geen onderzoek is gelast, zij slechts onmiddellijke voorzieningen kan treffen indien daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en, naar haar voorlopig oordeel, er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Deze maatstaf noopt tot terughoudendheid.
- 3.14 De Ondernemingskamer zal, aan de hand van de genoemde maatstaf, hieronder de toewijsbaarheid van de verzochte onmiddellijke voorzieningen beoordelen en daartoe de door de verzoekende partijen aangevoerde bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken

en de door de verwerende partijen daartegen aangevoerde argumenten bespreken aan de hand van een aantal deelonderwerpen.

De positie van Van Puijenbroek en Van den Belt als lid van de raad van commissarissen van TMG

- 3.15 Tussen partijen is niet in geschil dat Van Puijenbroek vanwege zijn verbondenheid aan VPE een persoonlijk tegenstrijdig belang heeft bij het beleid en de besluitvorming van TMG ten aanzien van de biedingen van het Consortium en Talpa Holding (en mogelijke derden) en dat Van Puijenbroek om die reden vanaf 25 augustus 2016 aanvankelijk niet meer heeft deelgenomen aan vergaderingen en beraadslagingen van de raad van commissarissen. Dit laatste heeft het Consortium ook bekendgemaakt in zijn persbericht van 14 december 2016.
- 3.16 Op 11 december 2016 heeft Van Puijenbroek aan TMG formeel verzocht weer deel te kunnen nemen aan de vergaderingen van de raad van commissarissen voor zover het – kort gezegd – niet met het Consortium te maken heeft. Hoewel Boersma in een eerste reactie (zie 2.27) vermeldt dat hij ‘niet staat te trappelen’, heeft Van Puijenbroek vanaf 22 december 2016 weer deelgenomen aan vergaderingen van de raad van commissarissen. Uit het overgelegde concept van een brief van de advocaat van TMG (mr. De Brauw) aan de advocaat van Van Puijenbroek en VPE (mr. Roelvink) daarover begrijpt de Ondernemingskamer dat de raad van commissarissen met enige tegenzin ermee heeft ingestemd dat Van Puijenbroek weer ging deelnemen aan vergaderingen van de raad van commissarissen en daarin slechts heeft bewilligd met inachtneming van procedurele waarborgen om te voorkomen dat Van Puijenbroek als commissaris beschikking krijgt over informatie of betrokken raakt bij beraadslagingen of besluitvorming ten aanzien waarvan een persoonlijk belang van Van Puijenbroek uit hoofde van zijn positie bij VPE als bieder een rol zou kunnen spelen.
- 3.17 De leden van de raad van bestuur hebben zich toen op het standpunt gesteld dat Van Puijenbroek in het geheel niet zou kunnen deelnemen aan “RvC-activiteiten”. In hun e-mail van 17 februari 2017 (zie 2.71) hebben de leden van de raad van bestuur er bezwaar tegen gemaakt dat Van Puijenbroek weer deelneemt aan de vergaderingen van de raad van commissarissen ook voor zover het andere agendapunten betreffen dan de biedingen en dat Van Puijenbroek, naar zij stellen, informatie ontvangt die vertrouwelijk is en niet zonder meer door TMG met beide bidders wordt gedeeld.
- 3.18 TMG en Van Puijenbroek hebben ter zitting desgevraagd verklaard dat Van Puijenbroek als commissaris van TMG geen in het kader van de biedingen relevante informatie over TMG heeft ontvangen die niet tevens aan Talpa Holding ter beschikking is gesteld. Uit de stukken

en hetgeen partijen naar voren hebben gebracht blijkt niet dat die uitlatingen onjuist zijn. De verzoekende partijen hebben geen concrete voorbeelden genoemd van door Van Puijenbroek als commissaris verkregen informatie die TMG niet ook ter beschikking heeft gesteld aan Talpa Holding.

- 3.19 Het zou naar het oordeel van de Ondernemingskamer denkbaar zijn geweest en mogelijk zelfs de voorkeur hebben verdiend – ter voorkoming van iedere schijn van belangenverstrengeling en gelet op de mededeling van VPE zelf in haar persbericht van 14 december 2016 – om ook na 22 december 2016 de eerder gekozen gedragslijn te handhaven en Van Puijenbroek niet te laten deelnemen aan vergaderingen van de raad van commissarissen. Die constatering is echter onvoldoende grond om de geclausuleerde rol van Van Puijenbroek als commissaris vanaf 22 december 2016 aan te merken als een gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen. Daarbij neemt de Ondernemingskamer in aanmerking dat (a) de vanaf 22 december 2016 gekozen gedragslijn overeenstemt met de wettelijke regeling inzake tegenstrijdig belang (artikel 2:140 lid 5 BW) en het daarover bepaalde in de corporate governance code (onder 2.7 daarvan) (b) de vanaf september 2016 verstreken periode inmiddels aanzienlijk was en daarom een nog langere afwezigheid van Van Puijenbroek als commissaris bezwaarlijk is.
- 3.20 Het standpunt van sommige verzoekende partijen dat Van den Belt zich van besluitvorming over het biedingsproces afzijdig zou moeten houden vanwege een tegenstrijdig belang, deelt de Ondernemingskamer niet, omdat zij geen reden heeft om te twijfelen aan de mededeling van Van den Belt in haar e-mail van 17 februari 2017 aan de raad van bestuur dat zij eind december 2016 heeft besloten niet in te gaan op het aanbod om directeur te worden van Keesing en dat zij dit op 31 december 2016 aan Boersma heeft bevestigd (zie 2.72).
- 3.21 De tussenconclusie is dat de Ondernemingskamer vooralsnog in het functioneren van Van Puijenbroek en van Van den Belt als commissaris van TMG geen reden ziet om aan een juist beleid te twijfelen.

De Undertaking

- 3.22 Talpa c.s. hebben zich, vooral bij gelegenheid van de mondelinge behandeling, op het standpunt gesteld dat artikel 9 van de *Undertaking* een door TMG afdwingbare verplichting van VPE behelst op grond waarvan VPE gehouden is haar aandelen in TMG aan te bieden onder het door Talpa Holding uit te brengen bod, nu dit bod voldoet aan alle voorwaarden van artikel 9 van de *Undertaking*. TMG en VPE hebben dit standpunt bestreden.

3.23 In het kader van de beoordeling van de toewijsbaarheid van de verzochte onmiddellijke voorzieningen – immers niet de Ondernemingskamer maar de gewone burgerlijke rechter is bevoegd te oordelen over de uitleg van de *Undertaking* – overweegt de Ondernemingskamer als volgt over inhoud en strekking van de *Undertaking*:

- a. De tekst van artikel 9 van de *Undertaking* clauseert de toezegging van VPE om haar aandelen aan te bieden onder een “superieur bod” door daaraan drie voorwaarden te verbinden, waarvan twee, te weten dat het bod aanvaardbaar is voor TMG, haar onderneming en haar stakeholders en dat het bod een voldoende hoge graad van dealzekerheid heeft, afhankelijk zijn van het oordeel van VPE zelf daarover.
- b. Gelet op het feit dat VPE reeds vanaf 1951 een groot belang in TMG houdt en dat VPE zelf als lid van het Consortium aandeelhouder beoogt te blijven van TMG, ligt het niet voor de hand dat VPE de uiteindelijke zeggenschap over haar belang uit handen heeft willen geven.
- c. De formulering van artikel 9 van de *Undertaking* is het resultaat van onderhandelingen tussen TMG en VPE, professionele partijen bijgestaan door ervaren advocaten. In die onderhandelingen beoogde enerzijds TMG de (in haar brief aan het Consortium van 12 oktober 2016 (zie 2.19) aan de orde gestelde) blokkeringsmacht van VPE ten aanzien van concurrerende biedingen te beperken en was anderzijds VPE niet bereid de beslissing over het aanbieden van haar aandelen onder een concurrerend bod uit handen te geven aan TMG. Bij brief van 2 november 2016 (zie 2.21) heeft TMG aan het Consortium de mogelijkheid geboden van een beperkte *due diligence* onder de voorwaarde (onder meer) dat VPE bevestigt dat zij bereid is zich in het later overeen te komen fusieprotocol te binden aan een “*drag-along arrangement*” inhoudende dat VPE verplicht is haar aandelen aan een concurrerende bidder aan te bieden indien de raad van bestuur en raad van commissarissen van TMG oordelen dat dit concurrerende bod beter is voor TMG, haar onderneming en haar stakeholders, de biedprijs tenminste 8% hoger is en het Consortium ervoor kiest het concurrerend bod niet te “matchen”. VPE heeft onweersproken gesteld dat (i) zij dit door TMG voorgestelde “*drag-along arrangement*” heeft afgewezen, (ii) zij zelf een regeling heeft voorgesteld inhoudende dat VPE haar belang in TMG aan een andere bidder zal aanbieden indien dit door alle andere betrokkenen gewenst wordt geacht en VPE het andere bod, na een inhoudelijke toetsing, aanvaardbaar zou hebben bevonden en (iii) dat dit voorstel tussen partijen is besproken en is vastgelegd in de *Undertaking*.

- d. Er zijn geen feiten en omstandigheden gebleken die, bij de beantwoording van de vraag welke zin TMG en VPE als contractpartijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan artikel 9 van de *Undertaking* mochten toekennen, pleiten voor een uitleg van die bepaling aldus dat aan de woorden “naar het oordeel van VP Exploitatie” geen wezenlijke betekenis toekomt.
 - e. Een derdenbeding ten behoeve van concurrerende bidders is in de *Undertaking* niet te lezen.
- 3.24 In die hierboven genoemde omstandigheden neemt de Ondernemingskamer vooralsnog aan dat VPE met de ondertekening van de *Undertaking* het beschikkingsrecht over haar belang in TMG niet verdergaand heeft beperkt dan strookt met de tekst van de *Undertaking*. Dat betekent dat indien VPE gemotiveerd tot het oordeel komt dat aan de in artikel 9 van de *Undertaking* genoemde voorwaarden niet is voldaan, het haar vrijstaat haar belang niet aan te bieden onder een hoger concurrerend bod.
- 3.25 De tussenconclusie is daarom dat Talpa c.s. hun verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen baseren op een uitleg van de *Undertaking* die de Ondernemingskamer vooralsnog niet deelt.

Het level playing field

- 3.26 TMG heeft bij brief van 23 januari 2017 (zie 2.54) aan Talpa Holding medegedeeld dat zij “in het kader van het creëren van een *level playing field* [Talpa Holding] op korte termijn toegang [kan] bieden tot de dataroom”. TMG heeft met Mediahuis geen afspraken gemaakt over wat dit *level playing field* zou inhouden. In het persbericht van 31 januari 2017 (zie 2.59) staat dat TMG een gelijk speelveld voor het Consortium en Talpa Holding creëert door Talpa Holding toegang te geven tot dezelfde informatie als waartoe het Consortium toegang heeft en dat TMG het in haar belang acht om een transparant proces te voeren met betrekking tot beide alternatieven. Hieruit blijkt dat in de mededelingen van TMG over het *level playing field* de nadruk ligt op gelijke toegang van beide bidders tot informatie van TMG.
- 3.27 Zoals uit de hierboven weergegeven feiten blijkt en in het verweerschrift van de leden van de raad van bestuur is toegelicht heeft het *level playing field* als volgt gestalte gekregen:
- aan beide bidders is hetzelfde tijdspad voorgehouden;
 - de *dataroom* is voor beide bidders opengesteld;

- beide bidders hebben evenveel tijd gekregen voor het uitvoeren van een *due diligence*;
 - de vragen van beide bidders in het kader van de *due diligence* zijn door TMG gelijktijdig beantwoord;
 - TMG heeft met beide bidders (afzonderlijk) dezelfde *expert sessions* gehouden;
 - aan beide bidders zijn dezelfde managementpresentaties gegeven;
 - beide bidders zijn in de gelegenheid gesteld te spreken met de COR en de redactieraden van TMG;
 - met beide bidders is onderhandeld over een fusieprotocol.
- 3.28 Het debat tussen partijen over het *level playing field* heeft in het bijzonder betrekking op de vraag of TMG op 28 februari 2017 de gelijke behandeling van beide bidders kon en mocht beëindigen door voorrang te geven aan verdere onderhandelingen met het Consortium gericht op het bereiken van overeenstemming over het fusieprotocol.
- 3.29 Bij de beantwoording van die vraag stelt de Ondernemingskamer voorop dat de NDA (*non disclosure agreement*) tussen TMG en Talpa Holding, gesloten voorafgaand aan de *due diligence* door Talpa Holding, inhoudt dat elk van partijen op ieder moment de besprekingen met de ander over de biedingen kan beëindigen zonder verplichting tot vergoeding van enige schade. Gelet op deze bepaling en die hierboven weergegeven mededelingen van TMG over het *level playing field*, kan naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer niet gezegd worden dat TMG *jegens Talpa Holding* gehouden was voort te gaan met de gelijke behandeling van beide bidders totdat met beide bidders een fusieprotocol uitonderhandeld zou zijn.
- 3.30 Met betrekking tot de door TMG in haar persbericht van 31 januari 2017 aangekondigde transparantie, constateert de Ondernemingskamer dat TMG, bij monde van Nooitgedagt, aanstonds op 28 februari 2017 aan Talpa Holding heeft medegedeeld dat TMG vanaf dat moment voorrang zou geven aan de onderhandelingen met het Consortium.
- 3.31 Uit de door ieder van partijen in dit verband gehanteerde terminologie blijkt dat zij van mening verschillen over de mate waarin TMG haar aandacht vanaf 28 februari 2017 richtte op het bereiken van overeenstemming met het Consortium. Talpa Holding en de leden van de raad van bestuur spreken in dit verband van verdere “exclusieve” onderhandelingen met het Consortium terwijl TMG en de raad van commissarissen spreken van “het geven van voorrang” aan de onderhandelingen met het Consortium. De Ondernemingskamer constateert dat enerzijds Nooitgedagt in zijn e-mail van 1 maart 2017 (zie 2.87) aan de leden van de raad van bestuur melding maakt van “het besluit van de raad van commissarissen tot het openen van exclusieve onderhandelingen met [het Consortium]” en dat anderzijds Talpa Holding op 1 maart 2017 nog heeft gesproken met de COR en met redactieraden van TMG.

De Ondernemingskamer zal bij de verdere beoordeling ervan uitgaan dat TMG zich na 28 februari 2017 heeft gericht op het bereiken van overeenstemming met het Consortium over het fusieprotocol zonder er naar te streven om gelijktijdig een onderhandelingsresultaat te bereiken met Talpa Holding over een fusieprotocol.

- 3.32 Vastgesteld kan worden dat TMG daarmee de eerder intern vastgestelde gedragslijn verliet. Die eerdere gedragslijn blijkt uit de e-mail van Nooitgedagt aan de leden van de raad van bestuur en de overige leden van de raad van commissarissen van 16 februari 2017:

“Uitgangspunt van het verdere proces is dat beide bidders gelijke uitgangspositie gegund wordt en dat er gelijktijdig met beide bidders onderhandeld wordt aan de hand van het door de respectievelijke bidders ingediende concept-merger protocol.”

Dat strookt ook met het feit dat het op 27 januari 2017 door TMG aan beide bidders toegezonden tijdschema (zie 2.57) is gericht op een *“preliminary evaluation of both offers”* na onderhandelingen over het fusieprotocol.

- 3.33 Met betrekking tot de vraag of de keuze van TMG om zich vanaf 28 februari 2017 primair te richten op het bereiken van overeenstemming met het Consortium een gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen, overweegt de Ondernemingskamer als volgt.
- a. Er was toen inmiddels geruime tijd verstreken vanaf 25 augustus 2016, de datum waarop Mediahuis TMG voor het eerst had benaderd met een vrijblijvend indicatief voorstel.
 - b. Het Consortium heeft op 28 oktober 2016 (zie 2.20) ongenoegen geuit over een gebrek aan voortvarendheid aan de zijde van TMG. Het Consortium heeft bij brieven van 7 november 2016 (zie 2.22) en 24 december 2016 (zie 2.36) telkens een tijdpad voorgesteld, het eerste uitmondend in onderhandelingen over het fusieprotocol tot 11 december 2016, het tweede uitmondend in overeenstemming over het fusieprotocol op 23 januari 2017, gevolgd door publicatie van het biedingsbericht medio februari 2017. Het door TMG op 13 januari 2017 aan het Consortium als “haalbaar” voorgehouden tijdschema (zie 2.47) en het door TMG op 27 januari 2017 aan de bidders verzonden tijdschema (zie 2.57) zijn niet gehaald. Het Consortium heeft bij brief van 15 februari 2017 aan de orde gesteld dat zijn voorstel onvoldoende voortvarend door TMG wordt behandeld en dat door TMG gedane toezeggingen bij herhaling niet zijn nagekomen. Op 19 februari 2017, tegelijk met verhoging van zijn bod naar € 5,90, heeft het Consortium aangedrongen op zo spoedig mogelijke onderhandelingen over het fusieprotocol met als doel die onderhandelingen op 26 februari 2017 af te ronden, mede gelet op de omstandigheid dat het Consortium op 8 maart 2017 een biedingsbericht ter goedkeuring

bij de AFM zal indienen. Kortom, het proces verliep niet in het door het Consortium gewenste en door TMG aan de bidders voorgehouden tempo.

- c. Er zijn tekenen die erop duiden dat door TMG inderdaad weinig voortvarendheid werd betracht jegens het Consortium. Zo heeft TMG in november 2016 niet willen meewerken aan een volledige *due diligence* door het Consortium, maar slechts aan een beperkte *price review*, zijn er negen concepten van de in dat kader te sluiten geheimhoudingsovereenkomst gewisseld en is gedurende de *price review* tussen TMG en het Consortium gesteggeld over de aan het Consortium ter beschikking te stellen informatie. Het Consortium heeft op 24 december 2016 gereageerd op een verzoek van 23 december 2016 van TMG om zijn voorstel te concretiseren en toe te lichten en vervolgens heeft het tot 26 januari 2017 geduurd voordat het Consortium toegang kreeg tot de *dataroom*. Op 4 februari 2017 heeft het Consortium op verzoek van TMG een uitgewerkt concept fusieprotocol aan TMG toegezonden, waarop TMG aanvankelijk niet heeft gereageerd, terwijl het eerder door TMG aan het Consortium verstrekte tijdschema (zie 2.57) voorzag in onderhandelingen over het fusieprotocol tussen 3 en 14 februari 2017.
- d. Op 19 februari 2017 (zie 2.73) had het Consortium bekendgemaakt dat Mediahuis het belang van 6,7% dat Navitas B.V. houdt in TMG te hebben overgenomen voor een prijs van € 5,90 per aandeel. Zoals Mediahuis bij persbericht van 26 februari 2017 (zie 2.78) bekendmaakte (en bij de raad van commissarissen van TMG in ieder geval bekend was op 24 februari 2017) had Mediahuis op 8 februari 2017 het belang van 11,24% van Delta Lloyd in TMG gekocht en zijn deze aandelen op 26 februari 2017 aan Mediahuis geleverd. Als gevolg daarvan beschikte het Consortium vanaf die datum over 59,24% van de aandelen TMG. Daaraan doet niet af dat de koopovereenkomst tussen Mediahuis en Delta Lloyd inhoudt dat indien het Consortium het bod gestand doet tegen een hogere prijs dan de overeengekomen koopprijs van € 5,25 het verschil ten goede komt aan Delta Lloyd en dat dit ook geldt indien Mediahuis de van Delta Lloyd gekochte aandelen onder een hoger concurrerend bod aanbiedt. Met de verwerving door Mediahuis van de belangen van Navitas en Delta Lloyd ontstond een wezenlijk andere situatie dan de situatie op 31 januari 2017, toen Mediahuis nog slechts beschikte over zogenaamde *irrevocables* van Navitas en Delta Lloyd, omdat die *irrevocables* Navitas en Delta Lloyd vrij lieten hun aandelen aan te bieden onder een concurrerend bod indien dit tenminste 5% hoger is dan het bod van het Consortium.
- e. Op 28 februari 2017 heeft het Consortium aan TMG zijn ongenoegen kenbaar gemaakt over het uitblijven van de door TMG toegezegde stukken, waaronder een reactie van

TMG op het door het Consortium voorgestelde fusieprotocol en herhaald dat hij zijn aandelen niet aan Talpa Holding zal aanbieden als Talpa Holding een bod uitbrengt. Op 3 maart 2017 heeft het Consortium erop aangedrongen dat TMG thans een keuze maakt (en wel in het voordeel van het Consortium) tussen het voorstel van het Consortium en het voorstel van Talpa Holding.

- f. In het persbericht van 14 december 2016 (zie 2.29) heeft TMG (ondanks een verzoek daartoe van het Consortium en tegen het advies van de juridisch adviseur van TMG en van de raad van commissarissen in) niet vermeld dat TMG met het Consortium in gesprek is over het bod. Als gevolg daarvan (zie artikel 5 lid 2 van het Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Bob)) begon op de dag van dit persbericht de termijn van 12 weken als bedoeld in artikel 7 lid 3 Bob, waarbinnen het Consortium zijn aanvraag tot goedkeuring van zijn biedingsbericht bij de AFM moet indienen, welke termijn dus eindigde op 8 maart 2017. Vanaf het persbericht van 14 december 2016 waren zowel TMG als het Consortium zich er dus van bewust dat het Consortium uiterlijk 12 weken later, dat wil zeggen op 8 maart 2017, zijn biedingsbericht ter goedkeuring moet indienen bij de AFM. Anders dan onder meer Talpa c.s. hebben aangevoerd, kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer niet gezegd worden dat TMG erop had moeten aansturen dat het Consortium niet of slechts ten dele aan deze verplichting zou voldoen. Nog daargelaten dat TMG bezwaarlijk van het Consortium kan vragen dat het niet ten volle voldoet aan de voorschriften van het Bob, zou daaraan bovendien het risico verbonden zijn dat het Consortium zich niet langer gebonden zou achten aan haar toezeggingen vervat in het concept-fusieprotocol, met als gevolg dat het biedingsproces verder vertraagd en gecompliceerd zou worden, hetgeen niet strookt met het belang van TMG.
- g. Zowel het Consortium als Talpa Holding hadden op 28 februari 2017 hun *due diligence* voltooid en hadden schriftelijk en mondeling presentaties gegeven over de belangrijkste elementen van hun visie en strategie.
- 3.34 De Ondernemingskamer acht het in de bovenstaande omstandigheden – in het bijzonder het feit dat het Consortium vanaf 26 februari 2017 meer dan 59% van de aandelen in handen had en de aankondiging van het Consortium dat het zijn biedingsbericht, conform de wettelijke termijn, op 8 maart 2017 bij de AFM zou indienen – begrijpelijk dat TMG vanaf 28 februari 2017 haar aandacht primair richtte op het bereiken van overeenstemming met het Consortium over het fusieprotocol.
- 3.35 De tussenconclusie is dat de omstandigheid dat er vanaf 28 februari 2017 geen *level playing field* meer bestond geen gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen.

De inhoud van het fusieprotocol tussen TMG en het Consortium.

3.36 De Ondernemingskamer zal hieronder de belangrijkste door de verzoekende partijen aangevoerde bezwaren tegen de inhoud van het fusieprotocol tussen TMG en het Consortium bespreken. Voor de goede orde herinnert de Ondernemingskamer er aan dat het er bij de beoordeling van die bezwaren niet om gaat of een voor TMG gunstiger onderhandelingsresultaat had kunnen worden bereikt en evenmin of de beslissing van TMG om het fusieprotocol te ondertekenen juist is, maar slechts om de vraag of het aangaan van het fusieprotocol in de gegeven omstandigheden naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer een gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen.

- a. *Met de ondertekening van het fusieprotocol is de Undertaking, in het bijzonder artikel 9 daarvan, komen te vervallen.*

Zonder nadere toelichting zou dit naar het oordeel van de Ondernemingskamer vragen oproepen, omdat artikel 1 van de *Undertaking* juist inhoudt dat de *Undertaking* van kracht wordt gelijktijdig met het *fusieprotocol* en omdat bij brief van het Consortium van 24 december 2016 (zie 2.36) VPE de afspraken uit de *Undertaking* heeft bevestigd en Mediahuis heeft verklaard daarmee akkoord te zijn. Die nadere toelichting hebben TMG en VPE echter in toereikende mate gegeven door erop te wijzen dat:

- op 28 februari 2017 inmiddels een veel langere periode verstreken was sinds de totstandkoming van de *Undertaking* dan partijen toen hadden voorzien;
- zich in die periode een concurrerende bidder, in de persoon van Talpa Holding op 23 januari 2017, had aangediend;
- VPE in het persbericht van het Consortium van 19 februari 2017 bekend had gemaakt het bod van het Talpa Holding te hebben bestudeerd en, na een afweging aan de hand van de daar genoemde gezichtspunten, definitief te hebben gekozen voor de combinatie met Mediahuis;
- dat het Consortium, als gevolg van de koop door Mediahuis van het aandelenbelang van Navitas en Delta Lloyd, vanaf 26 februari 2017 beschikte over meer dan 59% van de aandelen.

In het licht van deze omstandigheden en de beperkte betekenis van artikel 9 van de *Undertaking* (zie 2.23) is het feit dat TMG ermee heeft ingestemd dat de inhoud van de *Undertaking* geen onderdeel uitmaakt van het fusieprotocol met het Consortium, geen gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen.

- b. *Een adequate fiduciary out voor TMG ontbreekt, omdat het fusieprotocol met het Consortium inhoudt dat TMG slechts een Competing Offer kan aanbevelen indien dat bod Deal Certainty biedt.*

De Ondernemingskamer stelt bij de beoordeling van dit bezwaar voorop dat het criterium “dealzekerheid” bij de beoordeling van een concurrerend bod, ook reeds voorkwam in de *Undertaking* en dus niet nieuw is. Artikel 5 van de *Undertaking* houdt in dat tot de in het fusieprotocol op te nemen voorwaarde voor een superieur bod behoort dat “*de transactiestructuur voldoende dealzekerheid heeft*”.

Deal Certainty is in het fusieprotocol gedefinieerd als “*a level of certainty that an offer can be made and completed, such that upon completion at least 50% of the Shares will be owned by the offerer*”.

De Ondernemingskamer acht het alleszins redelijk dat TMG, gelet op het afgenomen vertrouwen van de raad van commissarissen en van VPE als groot aandeelhouder in een *stand alone* toekomst van TMG, een voldoende mate van “dealzekerheid” heeft aanvaard als een van de voorwaarden waaraan een concurrerend bod moet voldoen indien TMG haar steun voor het bod van het Consortium intrekt en inruilt voor steun voor het concurrerende bod. De Ondernemingskamer constateert in dit verband dat STAK op 2 januari 2017 (zie 2.39) heeft aangedrongen op een voortvarende behandeling van het voorstel van het Consortium in het licht van de slechte resultaten van TMG en dat ook de raad van bestuur op 6 januari 2017 (zie 2.40) heeft onderkend dat aan een *stand alone* scenario voor TMG risico's zijn verbonden.

Daarbij komt dat het voor de hand ligt dat enig concurrerend bod slechts gestand zal worden gedaan indien de bieder door gestanddoening van het bod een belang van meer dan 50% verwerft. Dat geldt in ieder geval voor een concurrerend bod van Talpa Holding; Talpa Holding heeft steeds te kennen gegeven haar bod alleen gestand te willen doen indien zij daarmee ten minste 95% van de aandelen of – indien een *pre-wired asset sale* mogelijk is – 80% van de aandelen verwerft. Illustratief in dit verband is dat Talpa Holding in het door haar op 1 maart 2017 aan TMG voorgestelde fusieprotocol als voorwaarde voor verlaging van de gestanddoeningsdrempel naar 80% heeft opgenomen dat Mediahuis toezegt haar belang onder het bod aan te zullen melden (zie 2.92).

Ook voor zover de verzoekende partijen hun pijlen hebben gericht op de combinatie van (a) *deal certainty* als voorwaarde voor inroeping door TMG van de *fiduciary out*

en (b) het vervallen van de *Undertaking* bij de totstandkoming van het fusieprotocol met het Consortium, treffen zij geen doel. De Ondernemingskamer ziet geen goede reden waarom TMG haar ogen zou moeten sluiten voor de realiteit die wordt gevormd door (i) de geringe waarde van de *Undertaking* als middel om VPE te dwingen haar aandelen onder een concurrerend bod aan te melden, (ii) het feit dat het Consortium vanaf 26 februari 2017 beschikt over meer dan 59% van de aandelen in TMG, (iii) de bij herhaling gedane mededelingen van het Consortium aan TMG en in het openbaar dat VPE “definitief” gekozen had voor Mediahuis als strategische partner (iv) het ontbreken van uitzicht op een bod van Talpa Holding dat daadwerkelijk gestand zal worden gedaan.

- c. *Het fusieprotocol houdt in dat het Consortium zijn bod ook gestand kan doen indien geen aandelen onder dat bod worden aangemeld en ook in dat geval gelden de afspraken uit het fusieprotocol waaronder het recht van het Consortium om drie van de vijf leden van de raad van commissarissen voor te dragen.*

Indien deze consequentie van het fusieprotocol op zichzelf wordt beschouwd zijn daarbij, naar het oordeel van de Ondernemingskamer, vraagtekens te plaatsen. Het lijkt op het eerste oog niet redelijk dat het Consortium bevoegdheden met betrekking tot de corporate governance van TMG verkrijgt in het geval onder zijn bod geen aandelen worden aangemeld. Toch is hierin, naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer geen gegronde reden gelegen om aan een juist beleid te twijfelen omdat (i) het fusieprotocol als onderling samenhangend geheel en als onderhandelingsresultaat moet worden beschouwd, waarvan ook deel uitmaken de zogenaamde *non-financial covenants* en de verhoging van de biedprijs van het Consortium van € 5,90 tot € 6,00, (ii) TMG in redelijkheid kon oordelen dat haar belang gediend was bij de totstandkoming van het fusieprotocol en (iii) de betekenis van de verkrijging door het Consortium van dit voordrachtsrecht gerelativeerd kan worden in het licht van het feit dat het Consortium sinds 26 februari 2017 beschikt over meer dan 59% van de aandelen in TMG en uit dien hoofde reeds doorslaggevende zeggenschap in de aandeelhoudersvergadering heeft.

- d. *De biedprijs van € 6,00 per aandeel en de fairness opinions*

De biedprijs van het Consortium is 72% hoger dan de beurskoers van TMG op 13 december 2016, de dag vóór de publicatie van het vrijblijvende indicatieve bod van het Consortium. ABN AMRO bank, Rabobank en Rothschild hebben in hun afzonderlijke

fairness opinions van 5 maart 2017 dit bod vanuit financieel perspectief als *fair* aangemerkt.

Weliswaar heeft Talpa Holding een hoger bod (van € 6,50) aangekondigd maar het is niet te verwachten dat dit bod, zo het wordt uitgebracht, gestand zal worden gedaan gelet op de door Talpa Holding steeds genoemde gestanddoeningsdrempels van 95% en 80% en de omstandigheid dat de leden van het Consortium niet bereid zijn en in beginsel niet verplicht zijn hun aandelen aan Talpa Holding aan te bieden.

- 3.37 De tussenconclusie is dat TMG zich, naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer, niet vanwege het onderhandelingsresultaat met betrekking tot het fusieprotocol had dienen te onthouden van een aanbeveling van het bod van het Consortium.

De schorsing van de beide leden van de raad van bestuur

- 3.38 De vraag of het besluit van de raad van commissarissen op 5 maart 2017 tot schorsing van de beide leden van de raad van bestuur een gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen, moet, naast het bovenstaande, ook worden beantwoord in het licht van hetgeen ten aanzien van het biedingsproces eerder is voorgevallen tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur. In het bijzonder acht de Ondernemingskamer daarbij het volgende van belang:

- a. De raad van commissarissen heeft op 1 januari 2017 (zie 2.37), naar aanleiding van de formulering van de op 2 januari 2017 door TMG aan het Consortium te zenden brief, aan de raad van bestuur uiting gegeven aan zijn ergernis over het gebrek aan voortgang en laten weten dat de raad van bestuur de steun van de raad van commissarissen dreigt te verliezen.
- b. Tijdens een telefonische vergadering van de raad van commissarissen met de raad van bestuur op 8 januari 2017 (zie 2.44) heeft Boersma te kennen gegeven dat de raad van commissarissen zich niet goed kan vinden in de notitie van de raad van bestuur van 6 januari 2017 over het bod van het Consortium.
- c. Op 10 januari 2017 heeft Boersma bij Van der Snoek aangedrongen op het faciliteren van een *due diligence* door het Consortium en het beginnen van onderhandelingen over het fusieprotocol. Boersma heeft toen te kennen gegeven dat het onverantwoord is het bod van het Consortium aan de aandeelhouders te onthouden en het proces onnodig op te houden.

- d. Op 14 februari 2017 (zie 2.65) heeft Nooitgedagt aan beide leden van de raad van bestuur geschreven dat hij zich ernstig zorgen maakt over de voortgang en de afloop van het proces en dat hij daarover de volgende dag met de raad van bestuur wil spreken. Na een gesprek op 15 februari 2017, uit Nooitgedacht bij e-mail van 16 februari 2017 (zie 2.68) zorgen over het beeld dat bij betrokkenen ontstaat dat TMG het Consortium op achterstand zet. De e-mail houdt voorts in dat persoonlijke belangen van de bestuurders aan de orde zijn nu Talpa Holding heeft bevestigd dat de huidige leden van de raad van bestuur een bestuurszetel kunnen behouden indien het bod van Talpa Holding slaagt en dat mede daarom is afgesproken dat de regie over het verdere proces in handen komt te liggen van de raad van commissarissen in nauwe samenwerking met de raad van bestuur, met dien verstande dat binnen het *strategic committee*, bestaande uit beide leden van de raad van bestuur en de fungerend voorzitter van de raad van commissarissen, laatstgenoemde een doorslaggevende stem heeft. Diezelfde dag laten de leden van de raad van bestuur weten het daarmee “volledig oneens” te zijn (zie 2.70) en bij e-mail van 17 februari 2017 (zie 2.71) hebben zij nader toegelicht waarom naar hun oordeel de kritiek van het Consortium niet juist is en zich geen belangentegenstelling bij de bestuurders voordoet.
- e. De spanning tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur is nadien nog verder opgelopen. Op 28 februari 2017 heeft Nooitgedagt aan de raad van bestuur laten weten dat er onvoldoende voortgang was rondom het Consortium en het fusieprotocol en dat de raad van commissarissen het vertrouwen begon te verliezen in de goede afloop. (zie 2.85). De verstandhouding tussen beide raden verslechterde verder nadat Nooitgedagt op 1 maart 2017 aan de raad van bestuur had laten weten dat de raad van commissarissen tot de slotsom is gekomen dat het in het belang van TMG is om te komen tot een fusie met Mediahuis (zie 2.87). De raad van bestuur achtte dat besluit voorbarig. Op 4 maart 2017 bleek vervolgens dat de raad van bestuur niet bereid was het in de nacht van 3 op 4 maart 2017 uit onderhandelde fusieprotocol met het Consortium te ondertekenen (zie 2.99). De raad van bestuur heeft nadien in dit standpunt volhardt.
- 3.39 Uit deze feiten maakt de Ondernemingskamer op dat zich in toenemende mate een verwijdering heeft voorgedaan tussen de opvattingen van de raad van commissarissen enerzijds en van de raad van bestuur anderzijds over de door TMG te kiezen opstelling in het biedingsproces. Aanvankelijk heeft dat er niet aan in de weg gestaan dat tussen de raad van bestuur en raad van commissarissen overeenstemming is bereikt over de opstelling van TMG ten opzichte van het Consortium, bijvoorbeeld in de brief van TMG aan het Consortium van

2 januari 2017. Later, nadat Talpa Holding zich als concurrerende bidder had aangediend, verliep dat steeds moeizamer. Een poging om door het instellen van een *strategic committee* de slagvaardigheid van TMG te bevorderen is niet geslaagd door verschillende opvattingen van de raad van commissarissen en de raad van bestuur over de taak van en de zeggenschapsverhoudingen binnen het *strategic committee*. In een later stadium is die verwijdering gepaard gegaan met een verslechtering van de onderlinge verstandhouding en een toenemend wantrouwen over en weer, gevoed door wederzijdse twijfel aan de motieven van betrokkenen en vermoedens over de invloed van persoonlijke belangen op hun standpunt over de door TMG te volgen lijn. Een en ander heeft een adequate opstelling van TMG in het biedingsproces bemoeilijkt.

- 3.40 De Ondernemingskamer acht het in het licht van de hierboven geschetste gang van zaken begrijpelijk dat het geduld van de raad van commissarissen uitgeput was en dat de raad van commissarissen zich genoodzaakt zag om in het belang van TMG en met gebruikmaking van zijn bevoegdheid tot schorsing van de leden van de raad van bestuur, zeker te stellen dat het fusieprotocol met het Consortium ondertekend werd.
- 3.41 Anders dan de leden van de raad van bestuur nog hebben aangevoerd, ziet de Ondernemingskamer in de procedurele aspecten van de schorsing vooralsnog geen gegronde redenen om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen. De standpunten van de raad van commissarissen en de raad van bestuur waren in de voorafgaande periode reeds uitgekristalliseerd en over en weer voldoende bekend.
- 3.42 De tussenconclusie ten aanzien van dit onderwerp is dat de Ondernemingskamer vooralsnog onvoldoende aanknopingspunten ziet voor het oordeel dat de raad van commissarissen heeft gehandeld in strijd met artikel 2:8 BW of andere door hem in acht te nemen regels en beginselen.

Slotsom

- 3.43 Het bovenstaande leidt tot de slotsom dat er naar het voorlopige oordeel van de Ondernemingskamer geen gegronde redenen zijn om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen.
- 3.44 De verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen zullen daarom worden afgewezen. De Ondernemingskamer zal iedere verdere beslissing aanhouden, ook met betrekking tot de kosten van het geding.

4. De beslissing

De Ondernemingskamer:

wijst de verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen af;

houdt iedere verdere beslissing aan.

Deze beschikking is gegeven door mr. G.C. Makkink, voorzitter, mr. A.M.L. Broekhuijsen-Molenaar, mr. M.M.M. Tillema, raadsheren, drs. P.R. Baart en drs. M.A. Scheltema, raden, in tegenwoordigheid van mr. M.A. Sterk en mr. S.M. Govers, griffiers, en uitgesproken ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 21 maart 2017.

