

taalde vergoeding kan dan worden teruggevorderd wegens onverschuldigde betaling. Daaraan ligt geen onbevoegde vertegenwoordiging bij het verstrekken van de adviesopdracht ten grondslag, maar het rechtsfeit dat de adviseur zich niet op de overeenkomst mag beroepen. Een dergelijk geval was aan de orde in het arrest van Hof Den Bosch 3 september 2019, «JOR» 2020/2, m.nt. Van Vught (*Stichting ZOwonnen*). In een dergelijk geval maakt het onderscheid tussen externe geldigheid van de vertegenwoordiging en het zich mogen beroepen op de overeenkomst niet veel verschil. Maar stel nu: de vennootschap heeft goederen verkocht en geleverd aan een derde te kwader trouw, net zoals bij HDI, die een verzekeringsportefeuille overdroeg aan Testron. Toepassing van de Bibolini-exceptie tast de geldigheid van de verkoop en levering niet aan; de koper blijft eigenaar. Indien de koper zich niet op de geldigheid van de transactie mag beroepen, kan daaruit mijns inziens wel een ongedaanmakingsverplichting worden afgeleid. Bij wijze van herstel van de onverschuldigde levering zal dan nog een teruglevering moeten plaatsvinden.

11. Een vordering uit onverschuldigde betaling verjaart in het algemeen vijf jaar nadat de schuldeiser zowel met het bestaan van zijn vordering als met de persoon van de ontvanger is bekend geworden (art. 3:309 BW). Hetgeen hierboven rond het startpunt van de verjaringstermijn van art. 3:310 lid 1 BW is geschreven, leent zich evenzeer voor toepassing bij art. 3:309 BW. Waar het gaat om verjaring, maakt gebruikmaking van de Bibolini-exceptie dus niet uit ten opzichte van een onrechtmatigedaadactie. De benadeelde rechtspersoon zou verder nog aan vernietiging van de overdracht wegens misbruik van omstandigheden (art. 3:44 BW) kunnen denken. Die vernietigingsmogelijkheid verjaart drie jaar nadat het misbruik heeft opgehouden te werken (art. 3:52 BW).

12. Het kruispunt waarop verjaring en belangenverstremgeling elkaar ontmoeten, is hiermee zeker nog niet uitgediept. Het leerstuk toerekening van kennis aan rechtspersonen speelt op deze kruising een belangrijke rol. Voor een bredere oriëntatie op dit leerstuk is de dissertatie van B.M. Katan, *Toerekening van kennis aan rechtspersonen*, Serie Onderneming & Recht, deel 98, Deventer: Wolters Kluwer 2017 een voortreffelijk startpunt. Ik wees daar eerder al op in mijn re-

censie van het proefschrift in *Ondernemingsrecht* 2018/109.

mr. Chr.M. Stokkermans
oud-notaris te Amsterdam

251

Peildatum bij vaststelling schade door onrechtmatige emissie

Gerechtshof Amsterdam
14 april 2020, zaaknr. 200.255.569/01,
ECLI:NL:GHAMS:2020:1219
(mr. Oranje, mr. De Jongh, mr. Korsten-Krijnen)
Noot mr. J.B.R. Regouw

Begroting van schade minderheidsaandeelhouder als gevolg van verwatering belang na onrechtmatige emissie. Peildatum. In de vergelijking tussen werkelijk en hypothetisch scenario dient ijkpunt zo dicht mogelijk bij datum van eindvonnis in schadestaatprocedure te liggen. Vervolg op Hof Amsterdam 20 december 2016, «JOR» 2017/228 en verband met Hof Amsterdam 15 november 2016, «JOR» 2017/227, beide m.nt. Olden.

[BW art. 2:343, 6:97]

Vaststaat dat de vennootschap Orthocenter onrechtmatig jegens haar minderheidsaandeelhouder de holding [X] Beleggingen heeft gehandeld door (te besluiten tot) een emissie van aandelen tegen een uitgifteprijs waarvan zij wist of had moeten weten dat deze niet in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie. Ter vaststelling van het hypothetische scenario zal de emissie van haar onrechtmatige ingrediënt moeten worden ontdaan. Dit brengt mee dat de toestand moet worden vastgesteld zoals die vermoedelijk zou zijn geweest na een emissie tegen een uitgifteprijs die wél in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie. Deze uitgifteprijs is door de rechtbank aangeduid als de minimaal redelijke uitgifteprijs.

De vaststelling van de minimaal redelijke uitgifteprijs zal aan deskundigen worden overgelaten,

waartoe het hof de zaak weer naar de rechtbank terugverwijst. De deskundigen zullen de daarvoor relevante feiten in aanmerking moeten nemen. In dit verband moet worden onderkend dat het vaststellen van de minimaal redelijke uitgifteprijs niet gelijk te stellen is met de vaststelling van de schade. De minimaal redelijke uitgifteprijs is immers slechts één van de factoren in de berekening van de schade.

Bij het vaststellen van de minimaal redelijke uitgifteprijs past niet dat latere feiten en omstandigheden in aanmerking worden genomen. De minimaal redelijke uitgifteprijs zal immers met het oog op het ontwerpen van een realistisch hypothetisch scenario moeten worden vastgesteld zoals deze vermoedelijk destijds zou zijn vastgesteld, en dus met inachtneming van de feiten en omstandigheden waarvan het bestuur van Orthocenter zich ten tijde van de onrechtmatige emissie rekenschap had behoren te geven als relevant voor de vaststelling van een redelijke uitgifteprijs, met gebruikmaking van de op die datum bedrijfs-economisch verantwoorde verwachtingen en schattingen.

De begroting van de schade dient te geschieden op de wijze die het meest met de aard ervan in overeenstemming is, en zodanig te zijn dat de schadevergoeding [X] Beleggingen zoveel als mogelijk in de financiële toestand brengt waarin zij zou hebben verkeerd indien het schadeveroorzakende feit niet had plaatsgevonden.

De schade is het door [X] Beleggingen geleden en te lijden financieel nadeel als gevolg van de onrechtmatige verwatering van het belang van [X] Beleggingen in Orthocenter. Daarbij past een begroting waarbij het hypothetische scenario niet wordt vastgezet op een datum in het verleden, maar waarbij wordt uitgegaan van een hypothetisch scenario dat overigens – de onrechtmatige gedraging weggedacht – zoveel als mogelijk parallel loopt met hetgeen zich in werkelijkheid heeft voorgedaan. Dat geldt temeer nu [X] Beleggingen haar (certificaten van) aandelen tot op heden onverkort houdt, met dien verstande dat die – als gevolg van het onrechtmatig handelen – een relatief geringer belang vertegenwoordigen dan in het hypothetische scenario het geval zou zijn geweest. De schade die zij aldus lijdt, dient te worden vergoed.

Deze voor de begroting gekozen vergelijking tussen het werkelijke scenario en het hypothetische scenario vergt een ijkpunt in de tijd waarop de

resultaten van beide scenario's kunnen worden vergeleken. Het hof legt dit ijkpunt zo dicht mogelijk bij de datum van het te wijzen eindvonnis in deze schadestaatprocedure (hierna: de peildatum). Een zo laat mogelijke peildatum maakt het immers mogelijk om het hypothetische scenario en het werkelijke scenario zo goed mogelijk te vergelijken.

Dit brengt mee dat het totaal van de door [X] Beleggingen misgelopen (dividend)uitkeringen als gevolg van de onrechtmatige emissie tot de peildatum tot de schade moet worden gerekend.

Daarnaast lijdt [X] Beleggingen in de begroting te betrekken schade als gevolg van de afgenomen waarde van haar (certificaten van) aandelen doordat deze in het werkelijke scenario een kleiner belang vertegenwoordigen dan in het hypothetische scenario het geval zou zijn geweest.

Bij de waardering zal verder moeten worden uitgegaan van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt. Vervolgens dient het verschil tussen het hypothetische en werkelijke belang te worden gewaardeerd pro rata parte, dat wil zeggen zonder inachtneming van een korting wegens het minderheidsbelang en wegens geringe verhandelbaarheid. Er is onvoldoende aanleiding om in de onderhavige context af te wijken van de vaste jurisprudentie van de Ondernemingskamer in zaken betreffende de geschillenregeling. Daarbij moet worden bedacht dat, hoewel de Ondernemingskamer de geschillenregeling in dit geval niet van toepassing heeft geacht, het onderhavige geval zich materieel gezien voor toepassing van de geschillenregeling wat dit betreft wel leent (vgl. OK 15 november 2016, «JOR» 2017/227, m.nt. Olden r.o. 3.5).

[X] Beleggingen BV,
appellante,
advocaat: mr. M.W.J. Ariëns,
tegen
Orthocenter NV te Purmerend,
geïntimeerde,
advocaat: mr. E.P. Groenewegen-Caris.

(...; red.)

2. Feiten

De rechtbank heeft in het bestreden vonnis (Rb. Noord-Holland 28 november 2018, rolnr. HA ZA 18-10; red.) onder 2.1 t/m 2.12 de feiten weergegeven die zij als vaststaand heeft aangenomen. Deze

feiten zijn in hoger beroep niet wezenlijk in geschil. Samengevat en waar nodig aangevuld met andere feiten die als enerzijds gesteld en anderzijds niet of onvoldoende betwist zijn komen vast te staan, zal van de volgende feiten worden uitgegaan.

2.1. Orthocenter drijft een onderneming die zich met name bezighoudt met het opzetten, in stand houden en exploiteren van orthodontiepraktijken en (in beperkte mate) tandartspraktijken. De vestigingen van Orthocenter bevinden zich in het hele land.

2.2. Aandeelhouders van Orthocenter zijn Dezet P en M Houdster B.V. (hierna: Dezet), [X] Beleggingen en de stichting Stichting administratiekantoor Orthocenter N.V. (hierna: de Stak). Tot een emissie op 10 december 2013 hield Dezet 45,29%, [X] Beleggingen 17,23% en de Stak 37,48% van de aandelen in het geplaatste kapitaal van Orthocenter. Van de certificaten van aandelen die door de Stak zijn uitgegeven, bezit [X] Beleggingen een aantal dat, voorafgaand aan de na te melden emissie, correspondeert met ruim 5% van het geplaatste kapitaal.

2.3. [A] (hierna: [A]) is bestuurder van Dezet. Aandeelhouders van Dezet zijn de dochters van [A]. [B] (hierna: [B]) was bestuurder en enig aandeelhouder van [X] Beleggingen. Met ingang van 28 april 2016 is Stichting Administratiekantoor [X] Beleggingen enig aandeelhouder en bestuurder van [X] Beleggingen. [B] is enig directeur van die stichting.

2.4. Statutair bestuurder van Orthocenter is [A]. Tot zijn ontslag op 11 december 2012 was ook [B] statutair bestuurder van Orthocenter.

2.5. Orthocenter heeft een raad van commissarissen die bestaat uit twee personen, te weten [C] [D] en [E].

2.6. [B] is sinds 1987 werkzaam geweest voor Orthocenter, aanvankelijk als manager van diverse vestigingen, later, als gezegd, ook als statutair bestuurder. Op de algemene vergadering van 11 december 2012 is besloten tot ontslag van [B] als bestuurder en als werknemer. Bij brief van 14 december 2012 heeft Orthocenter de arbeidsovereenkomst met [B] opgezegd.

2.7. Op 11 november 2013 heeft het bestuur van Orthocenter besloten tot een aandelenemissie. Bij brief van 12 november 2013 heeft het bestuur de aandeelhouders opgeroepen voor een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders, te houden op 27 november 2013. Agendapunt 4

luidde “Herplaatsing en uitgifte van (certificaten van) aandelen tot een aantal van 5.000.00”. In de meegezonden toelichting op dit agendapunt staat, nadat melding was gemaakt van het sterk dalende resultaat van Orthocenter de laatste drie jaar en de ondervonden moeilijkheden bij de banken een aanvullend krediet te verkrijgen, onder meer:

“Deze teleurstellende opstelling van onze huidige bank (...) maakt dat wij verplichtingen uit hoofde van onze acquisities eind dit jaar niet kunnen betalen, als de kredietfaciliteit niet alsnog wordt aangepast.

De acquisities waar het nu om gaat, betreffen twee orthodontiepraktijken in de provincie Groningen, daarvoor is ongeveer € 1,5 miljoen nodig, inclusief werkkapitaal.

Een aantal aandeelhouders en certificaathouders zijn gepolst om te weten of een emissie om dit bedrag op te halen een slagingskans heeft. Uit die bevraging is gebleken dat er animo lijkt te zijn.

De inschrijving staat uitsluitend open voor degenen die aandelen/certificaten bezitten op 22 november 2013. De emissie/herplaatsing is voor 4.212.394 aandelen/certificaten – waardoor het totale aantal geplaatste aandelen van 787.606 op de statutaire limiet van 5.000.000 komt – voor het ophalen van een bedrag van bijna € 1.500.000,00. De toewijzing zal plaatsvinden op pro rata parte basis naar gelang van het door inschrijven aangeelde belang.

Inschrijving vindt plaats door toezegging van betaling van €1,90 per certificaat voor maximaal het aantal in bezit zijnde (certificaten van) aandelen op 22 november 2013.

(...)

De uit te geven (certificaten van) aandelen worden verdeeld onder de inschrijvers pro rata parte. Indien niet op basis van alle geplaatste certificaten wordt ingeschreven, kunnen de houders daarvan hun recht op inschrijving overdragen aan andere certificaathouders (...).

Bij 70% deelname zal de uitgifteprijs per verworven certificaat op € 0,25 komen te liggen, terwijl bij 100% deelname deze dan op € 0.36 ligt.

Het belang van het slagen van de plaatsing is zo groot dat het bestuur met instemming van de Raad van Commissarissen gebruik maakt van de door de Algemene Vergadering in het voorjaar gegeven volmacht.”

2.8. Op 27 november 2013 heeft het bestuur van Orthocenter de voorgenomen uitgifte tijdens de buitengewone algemene vergadering van aan-

deelhouders nader toegelicht. [B] en zijn broer (ook certificaathouder) hebben ter vergadering een groot aantal vragen gesteld.

2.9. Op 10 december 2013 zijn 3.779.755 aandelen uitgegeven tegen een prijs van (afgerond) € 0,27 per aandeel. [X] Beleggingen heeft haar statutaire voorkeursrecht op een evenredig deel van de uit te geven aandelen niet uitgeoefend. Met uitzondering van [X] Beleggingen en de broer van [B], hebben alle aandeelhouders/certificaathouders aan de emissie deelgenomen.

2.10. Als gevolg van de aandelenemissie is het belang van [X] Beleggingen verwaterd tot circa 3%. Dezet houdt sindsdien circa 57% van de aandelen in het geplaatste kapitaal van Orthocenter en de Stak circa 40%.

2.11. [X] Beleggingen heeft Orthocenter in rechte betrokken en heeft (subsidiar) een vordering ingesteld op grond van onrechtmatige daad. [X] Beleggingen stelde daartoe dat de informatieverzorging door het bestuur van Orthocenter over het emissiebesluit van 11 november 2013 onvoldoende was, zodat haar de mogelijkheid is ontnomen een weloverwogen beslissing over de participatie in de emissie te nemen en dat Orthocenter vanuit een oneigenlijk motief tot het emissiebesluit is gekomen. Bij arrest van 20 december 2016 («JOR» 2017/228, m.nt. Olden; *red.*) heeft dit hof geoordeeld dat de emissie onrechtmatig is (ECLI:NL:GHAMS:2016:5502) (hierna: de onrechtmatige emissie). In dat arrest is onder meer het volgende overwogen:

“3.6. Ten tijde van de emissie was [X] Beleggingen minderheidsaandeelhouder van Orthocenter, kon zij niet vrijelijk over haar aandelen beschikken en bestond er een ernstig conflict tussen [B] en Orthocenter, dat reeds had geresulteerd in het ontslag van [B] als bestuurder/werknemer en in een door [B] aanhangig gemaakte gerechtelijke procedure (...). Voor Orthocenter was, in het licht hiervan, voorzienbaar dat [X] Beleggingen zou besluiten in geval van een emissie van aandelen geen nieuw uit te geven aandelen te verwerven en in ieder geval diende Orthocenter rekening te houden met de mogelijkheid dat [X] Beleggingen niet zou deelnemen aan de emissie. Orthocenter stelt weliswaar dat zij ervan uit ging dat [X] Beleggingen – net als de anderen – zou deelnemen, maar zij licht niet toe waar zij, gezien de hiervoor vermelde omstandigheden, deze verwachting op baseerde. Het had derhalve op de weg van Orthocenter gelegen de emissie zo te organiseren dat

deze [X] Beleggingen geen onevenredige schade zou berokkenen als zij niet zou deelnemen.

3.7. In de gegeven omstandigheden brengt vorenbedoelde verplichting mee dat het op de weg van Orthocenter had gelegen voorafgaand aan de emissie een deugdelijke waardering van de aandelen te laten uitvoeren en te waarborgen dat de waarde per aandeel voorafgaand aan de emissie en de uitgifteprijs tot elkaar in redelijke verhouding stonden en om, indien een (bij claimemissies niet ongebruikelijke) korting op de uitgifteprijs zou worden gehanteerd, een deugdelijke regeling te treffen voor (de verhandelbaarheid van) het claimrecht van [X] Beleggingen.

3.8. Gesteld noch gebleken is dat Orthocenter voorafgaand aan de emissie haar aandelen deugdelijk heeft laten waarderen. Het hof acht de stelling van [X] Beleggingen dat de uitgifteprijs niet in een redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie in het licht van de door [X] Beleggingen overgelegde deskundigenrapporten onvoldoende weersproken door Orthocenter.

(...)

3.13. Ook met inachtneming van de behoedzaamheid die past bij het gebruik van rapporten van partij-deskundigen en rekening houdend met het feit dat waarderingen per definitie subjectieve elementen bevatten, blijft staan dat in dit geval drie deskundigen in gemotiveerde rapporten tot de slotsom zijn gekomen dat de uitgifteprijs in geen enkele verhouding staat tot de waarde van de aandelen voor emissie. Wat Orthocenter – die zelf noch voorafgaand aan de emissie, noch nadien haar aandelen heeft laten waarderen – daartegenover heeft gesteld, doet onvoldoende afbreuk aan de betekenis van deze constatering, waarbij in dit stadium van het geding in het midden kan blijven hoe groot de wanverhouding precies was. Het vorenstaande geldt ook indien in aanmerking wordt genomen dat in de waarderingen niet de vordering van € 10 miljoen is betrokken die [B] meende te hebben op Orthocenter. Ook indien deze vordering op basis van slagingskans bij de waarderingen had dienen te worden betrokken, kan er niet van worden uitgegaan dat de verhouding daarmee voldoende in evenwicht komt. Overigens is deze vordering inmiddels in twee instanties afgewezen.

3.14. Slotsom van het vorenstaande is derhalve dat Orthocenter onrechtmatig jegens [X] Beleggingen heeft gehandeld door (te besluiten tot) een

emissie van aandelen tegen een uitgifteprijs waarvan zij wist of had moeten weten dat deze niet in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie.

3.15. Orthocenter heeft nog gewezen op de mogelijkheid voor [X] Beleggingen haar claimrechten te verzilveren. In dat verband heeft zij gewezen op een e-mail van [B] van 29 november 2013, waarin laatstgenoemde stelt te overwegen zijn claimrechten te verkopen, en het antwoord daarop van [A] van 1 december 2013 dat het [B] vrij staat claims uit hoofde van de door hem gehouden certificaten bij hem in te dienen. Uit de genoemde e-mail van 1 december 2013 van [A] volgt echter dat maximaal claims uit hoofde van de 42.534 in het bezit van [X] Beleggingen zijnde certificaten van aandelen (zie 2.2) konden worden ingediend. Naast deze certificaten bezat [X] Beleggingen voorafgaand aan de emissie echter tevens 135.899 aandelen. Van een deugdelijke regeling voor het claimrecht is derhalve evenmin sprake.

(...)

3.17. Orthocenter heeft voorts nog aangevoerd dat [X] Beleggingen geen schade heeft geleden. [X] Beleggingen is nog steeds aandeelhouder en de waarde van haar aandelen fluctueert. Uit niets blijkt dat zij bij verkoop minder zal ontvangen dan wat zij voor de aandelen (minus aftrek van dividenden) heeft betaald en ook als dat zo zou zijn kan dat evenzeer het gevolg zijn van andere in- en externe factoren, aldus Orthocenter. Dit verweer faalt. Gelet op de wanverhouding tussen de waarde van de onderneming en de uitgifteprijs en op het ontbreken van een reële mogelijkheid voor [X] Beleggingen als niet participerende partij om door middel van het effectueren van claimrechten haar nadeel te beperken, is de mogelijkheid van schade aannemelijk. Deze constatering volstaat om verwijzing naar de schadestaatprocedure te rechtvaardigen. Welk schadebedrag toewijsbaar is, zal moeten worden bepaald in de schadestaatprocedure.”

2.12. Naar aanleiding van zijn ontslag als werknemer heeft [B] een procedure tegen Orthocenter aangehangig gemaakt, waarin hij onder meer schadevergoeding vorderde wegens kennelijk onredelijk/onregelmatig ontslag. Deze vordering is bij (eindarrest) van 29 maart 2016 door dit hof afgewezen. De Hoge Raad heeft het daartegen gericht cassatieberoep verworpen (ECLI:NL:HR:2017:1272). Van haar kant vordert Orthocenter in een andere procedure veroorde-

ling van [B] tot terugbetaling van volgens Orthocenter ten onrechte over een periode van tien jaar door [B] ontvangen bedragen van in totaal ruim € 1 miljoen. Bij arrest van 15 januari 2019 heeft dit hof ook deze vordering afgewezen. Tegen dat arrest heeft Orthocenter cassatieberoep ingesteld. Ten tijde van het pleidooi in de onderhavige zaak stond het cassatieberoep voor conclusie door de Advocaat-Generaal.

3. Beoordeling

3.1. Tussen partijen staat bij gewijsde vast dat de uitgifte van de (certificaten van) aandelen krachtens het besluit van Orthocenter van 11 november 2013 jegens [X] Beleggingen onrechtmatig is. Daartoe heeft het hof in het arrest van 20 december 2016 (ECLI:NL:GHAMS:2016:5502) onder meer overwogen dat [X] Beleggingen minderheidsaandeelhouder van Orthocenter was, dat zij niet vrijelijk over haar aandelen kon beschikken en er een ernstig conflict bestond tussen [B] en Orthocenter dat had geresulteerd in het ontslag van [B] als bestuurder/werknemer en in een door [B] aangehangig gemaakte gerechtelijke procedure. Voor Orthocenter was daarom voorzienbaar dat [X] Beleggingen in geval van een emissie geen nieuw uit te geven aandelen zou verwerven (rov. 3.6). Voorts heeft het hof aan zijn oordeel ten grondslag gelegd dat de uitgifte geschiedde tegen een uitgifteprijs waarvan Orthocenter wist of had moeten weten dat deze niet in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie, terwijl een deugdelijke regeling voor het claimrecht ontbrak (rov. 3.14 en 3.15). Het hof heeft Orthocenter in het dictum veroordeeld tot vergoeding aan [X] Beleggingen van de als gevolg hiervan “geleden en te lijden schade”.

3.2. In deze schadestaatprocedure vordert [X] Beleggingen vergoeding van haar schade als gevolg van dit onrechtmatig handelen. Zij vordert dat Orthocenter wordt veroordeeld tot betaling van (afgerond) € 5.628.879 aan schadevergoeding, van € 44.843,33 aan kosten van de door [X] Beleggingen ingeschakelde deskundigen en van € 6.775 aan buitengerechtelijke kosten, telkens met rente en onder veroordeling van Orthocenter in de proceskosten met nakosten en rente.

3.3. De rechtbank heeft in het tussenvonnis de parameters geformuleerd aan de hand waarvan de door [X] Beleggingen geleden schade door drie nader te benoemen deskundigen zal moeten worden vastgesteld. De rechtbank heeft partijen in de

gelegenheid gesteld zich uit te laten over het specialisme van de te benoemen deskundigen en over de aan hen voor te leggen vragen. Voorts heeft de rechtbank tussentijds hoger beroep opengesteld.

3.4. In hoger beroep heeft [X] Beleggingen haar standpunt omtrent de parameters van schadeberekening gewijzigd. Met de *grievens 1 en 2* beoogt zij samengevat het volgende:

(i) De onrechtmatige emissie heeft ertoe geleid dat [X] Beleggingen voortdurende schade lijdt. De schade bestaat dan ook niet slechts uit schade die is geleden in de periode tussen de onrechtmatige emissie en de datum waarop de deskundigen hun rapport afronden, maar ook uit nog te lijden schade over de periode daarna. Voor zover in het verleden schade is geleden, dient deze achteraf (*ex post*) te worden bepaald op basis van alle informatie die bekend is op het moment van de waardering. Toekomstige schade dient noodzakelijkerwijs *ex ante* te worden bepaald. De peildatum waartegen de deskundigen de schade *ex post* respectievelijk *ex ante* dienen te waarderen, is de datum van het (eind)vonnis, althans een datum die zo dicht mogelijk bij de einduitspraak in deze schadestaatprocedure ligt.

(ii) Teneinde de schade te kunnen vaststellen, zal eerst een redelijke emissieprijs moeten worden bepaald. Daarbij moet worden uitgegaan van feiten en omstandigheden die zich voor de emissiedatum hebben voorgedaan en die op de emissiedatum bekend waren of na redelijk onderzoek bekend konden zijn. Vervolgens moet op basis van een redelijke emissieprijs, en ervan uitgaande dat [X] Beleggingen ook aan een emissie tegen een redelijke prijs niet zou hebben deelgenomen, een hypothetische verwatering worden vastgesteld. Op basis van het verschil tussen de werkelijke en hypothetische verwatering kan de misgelopen dividendstroom (*ex post*) worden berekend, alsmede de misgelopen waarde van het certificaten- en aandelenbelang per de vonnisdatum worden berekend.

(iii) Bij het bepalen van de redelijke emissieprijs dient geen rekening te worden gehouden met de onder 2.12 bedoelde claim van [B] op Orthocenter wegens kennelijk onredelijk/onregelmatig ontslag; deze vordering is inmiddels met het arrest van de Hoge Raad (ECLI:NL:HR:2017:1272) onherroepelijk afgewezen.

(iv) Wel moet rekening worden gehouden met de claim van Orthocenter op [B] in verband met door Orthocenter gestelde te veel betaalde ver-

goedingen; de afwijzing van die claim is als gevolg van het lopende cassatieberoep “op losse schroeven” komen te staan.

(v) Bij de schadevaststelling dient geen minderheidskorting te worden gehanteerd, maar dient de ondernemingswaarde naar evenredigheid aan alle uitstaande aandelen te worden toegerekend.

3.5. Orthocenter bestrijdt deze grieven en voert met betrekking tot de uitgangspunten voor de schadebepaling samengevat het volgende aan:

(i) [X] Beleggingen lijdt geen toekomstige en/of voortdurende schade; de schade komt voort uit een onrechtmatige verwatering als gevolg van een specifieke transactie op een bepaald moment in het verleden: de emissie. De schade is dan ook per emissiedatum geleden.

(ii) De schade bestaat uit het verschil tussen het hypothetische belang tegen een redelijke emissieprijs en het feitelijke belang van [X] Beleggingen. Deze schade, te waarderen aan de hand van de waarde van dit verschil, dient *ex ante*, per emissiedatum, te worden vastgesteld. Daarin zijn verdisconteerd de in de toekomst te verwachten kasstromen. Als daarnaast nog eens misgelopen dividenden voor vergoeding in aanmerking komen, dan zou in zoverre schade dubbel worden vergoed. De emissiekoers kan niet worden vergeleken met de waarde van het aandeel op een ander tijdstip dan de emissie; dan wordt geen beeld verkregen van het mogelijk onrechtmatige verwateringseffect als gevolg van de emissie.

(iii) Door alle omstandigheden in de toekomst mee te nemen wordt niet een juiste redelijke uitgifteprijs per emissiedatum bepaald. Er moet worden uitgegaan van de kennis en verwachtingen op de emissiedatum.

(iv) De claim van [X] Beleggingen op Orthocenter was een half jaar voor de emissie ingesteld en moet dan ook worden betrokken in de waardering. Dit wordt niet anders in het licht van de omstandigheid dat voor deze claim geen voorziening in de jaarrekening is getroffen. In overeenstemming met regel 512 van Richtlijn 252 van de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving is deze claim niet in de balans opgenomen omdat deze vermelding de positie van de rechtspersoon in een geschil ernstig zou schaden. De bijzondere omstandigheid dat de claim werd ingediend door [X] Beleggingen die als aandeelhouder toegang tot de algemene vergadering had rechtvaardigt dat deze claim niet in de balans is opgenomen, maar dat betekent niet dat deze claim in deze

schadestaatprocedure buiten beschouwing moet blijven.

(v) De vordering van Orthocenter op [X] Beleggingen was ten tijde van de emissie nog niet bekend en dient daarom wel buiten beschouwing te blijven.

(vi) De vraag of een minderheidskorting moet worden gehanteerd, is nog niet aan de orde en de rechtbank heeft hierover dan ook niets overwogen. Subsidiair stelt Orthocenter zich op het standpunt dat wel een minderheidskorting moet worden gehanteerd.

3.6. Het hof oordeelt als volgt.

3.7. Zoals bepaald in art. 6:97 BW dient de schade te worden begroot op de wijze die het meest met de aard van de schade in overeenstemming is. Daarbij moet de schade worden geschat als deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld. De schadevergoeding dient [X] Beleggingen zoveel mogelijk in de financiële toestand te brengen waarin zij zou verkeren indien de onrechtmatige emissie niet zou hebben plaatsgevonden. Dit brengt mee dat de (omvang van de) schade dient te worden bepaald door een vergelijking van de toestand zoals deze in werkelijkheid is (hierna: het werkelijke scenario) met de toestand zoals die (vermoedelijk) zou zijn geweest indien het schadeveroorzakende feit niet zou hebben plaatsgevonden (hierna: het hypothetische scenario).

Het hypothetische scenario

3.8. Dit hof heeft bij het arrest van 20 december 2016 geoordeeld dat Orthocenter onrechtmatig jegens [X] Beleggingen heeft gehandeld door (te besluiten tot) een emissie van aandelen tegen een uitgifteprijs waarvan zij wist of had moeten weten dat deze niet in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie. Ter vaststelling van het hypothetische scenario zal de emissie van haar onrechtmatige ingrediënt moeten worden ontdaan. Dit brengt mee dat de toestand moet worden vastgesteld zoals die vermoedelijk zou zijn geweest na een emissie tegen een uitgifteprijs die wél in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie. Het hof volgt aldus tot zover de zienswijze van de rechtbank. Deze uitgifteprijs is door de rechtbank aangeduid als de minimaal redelijke uitgifteprijs (hierna: de minimaal redelijke uitgifteprijs).

3.9. De vaststelling van de minimaal redelijke uitgifteprijs zal aan deskundigen worden overgelaten, waartoe het hof de zaak weer naar de recht-

bank zal terugverwijzen. De deskundigen zullen de daarvoor relevante feiten in aanmerking moeten nemen. Onder verwijzing naar het *Betonpalen*-arrest (HR 30 augustus 2019 («JOR» 2019/299, m.nt. Regouw; red.), ECLI:NL:HR:2019:1291) hebben partijen gedebatteerd over de vraag of bij de vaststelling van de schade ook feiten in aanmerking komen die pas na de emissie zijn opgekomen of pas nadien bekend zijn geworden. In dit verband moet worden onderkend dat het vaststellen van de minimaal redelijke uitgifteprijs niet gelijk te stellen is met de vaststelling van de schade. De minimaal redelijke uitgifteprijs is immers slechts één van de factoren in de berekening van de schade.

Bij het vaststellen van de minimaal redelijke uitgifteprijs past niet dat latere feiten en omstandigheden in aanmerking worden genomen. De minimaal redelijke uitgifteprijs zal immers met het oog op het ontwerpen van een realistisch hypothetisch scenario moeten worden vastgesteld zoals deze vermoedelijk destijds zou zijn vastgesteld, en dus met inachtneming van de feiten en omstandigheden waarvan het bestuur van Orthocenter zich ten tijde van de onrechtmatige emissie rekenschap had behoren te geven als relevant voor de vaststelling van een redelijke uitgifteprijs, met gebruikmaking van de op *die datum* bedrijfseconomisch verantwoorde verwachtingen en schattingen.

3.10. Voor zover de deskundigen menen dat bij het vaststellen van de minimaal redelijke uitgifteprijs tevens de onder 2.12 bedoelde vordering van Orthocenter op [X] Beleggingen in aanmerking moet worden genomen, geldt dus ook hetgeen hiervoor is overwogen. Hetzelfde geldt voor de overige posten, zoals de op dat moment te verwachten toekomstige tarieven van de NZA en de (uitkomst van de) op dat moment lopende procedure waarbij Ortho Corpus Slim B.V. (een dochtervennootschap van Orthocenter) betrokken was. Buiten beschouwing dient te blijven de koers waartegen (certificaten van) aandelen (enige tijd) na de emissie zijn verhandeld. Daargelaten of die koers van dit incourante fonds de waarde van de (certificaten van) aandelen op een adequate wijze reflecteert, kon Orthocenter daarmee immers ten tijde van de emissie nog niet bekend zijn.

3.11. Aan de deskundigen zal ook moeten worden overgelaten of bij het bepalen van de minimaal redelijke uitgifteprijs een korting op de uitgifteprijs moet worden gehanteerd en, zo ja, hoe hoog

deze korting zou moeten zijn. Indien een emissiekorting wordt gegeven, dienen de deskundigen in aanmerking te nemen dat in dat geval doorgaans een deugdelijke regeling wordt getroffen voor (de verhandelbaarheid van) het claimrecht terwijl in het werkelijke scenario een reële mogelijkheid voor [X] Beleggingen om haar nadeel te beperken door middel van het effectueren van claimrechten in dit geval juist ontbrak (rov. 3.7, 3.16 en 3.17 van het arrest van 20 december 2016).

3.12. Het hof geeft in overweging om de deskundigen vooralsnog alleen de minimaal redelijke uitgifteprijs te laten bepalen. Mocht die immers worden vastgesteld op een bedrag van € 0,27 of minder per aandeel, dan ondersteunt die uitkomst de stelling van Orthocenter dat geen sprake is van voor vergoeding vatbare schade, en dan is voor de deskundigen verder geen taak meer weggelegd. Indien de minimaal redelijke uitgifteprijs evenwel hoger blijkt te zijn dan € 0,27 per aandeel, zoals [X] Beleggingen stelt, dan dient vervolgens de schade te worden begroot. Met het oog daarop wordt in het navolgende veronderstellenderwijs ervan uitgegaan dat [X] Beleggingen schade heeft geleden.

3.13. Voor de begroting van de schade dient allereerst te worden vastgesteld hoeveel aandelen in het hypothetische scenario zouden zijn uitgegeven. Evenals de rechtbank neemt het hof aan dat in dit hypothetische scenario een emissie zou hebben plaatsgevonden waarbij evenals in het werkelijke scenario een bedrag van € 1.020.533,85 zou zijn opgehaald. Met de rechtbank is het hof ook van oordeel (i) dat dit aantal uitgegeven aandelen dient te worden berekend door dat bedrag van € 1.020.533,85 te delen door de minimaal redelijke uitgifteprijs, en (ii) dat [X] Beleggingen geen aandelen zou nemen. Aan de hand van dat aantal kan vervolgens het belang van [X] Beleggingen in het hypothetische scenario worden vastgesteld.

Begroting van de schade/peildatum

3.14. Zoals gezegd dient de begroting van de schade te geschieden op de wijze die het meest met de aard ervan in overeenstemming is, en zodanig te zijn dat de schadevergoeding [X] Beleggingen zoveel als mogelijk in de financiële toestand brengt waarin zij zou hebben verkeerd indien het schadeveroorzakende feit niet had plaatsgevonden.

3.15. De schade is het door [X] Beleggingen geleden en te lijden financieel nadeel als gevolg van de onrechtmatige verwatering van het belang van [X] Beleggingen in Orthocenter. Daarbij past een begroting waarbij het hypothetische scenario niet wordt vastgezet op een datum in het verleden, maar waarbij wordt uitgegaan van een hypothetisch scenario dat overigens – de onrechtmatige gedraging weggedacht – zoveel als mogelijk parallel loopt met hetgeen zich in werkelijkheid heeft voorgedaan. Dat geldt temeer nu [X] Beleggingen haar (certificaten van) aandelen tot op heden onverkort houdt, met dien verstande dat die – als gevolg van het onrechtmatig handelen – een relatief geringer belang vertegenwoordigen dan in het hypothetische scenario het geval zou zijn geweest. De schade die zij aldus lijdt dient te worden vergoed.

3.16. Deze voor de begroting gekozen vergelijking tussen het werkelijke scenario en het hypothetische scenario vergt een ijkpunt in de tijd waarop de resultaten van beide scenario's kunnen worden vergeleken. Indachtig het voorgaande legt het hof dit ijkpunt zo dicht mogelijk bij de datum van het te wijzen eindvonnis in deze schadestaatprocedure (hierna: de peildatum). Een zo laat mogelijke peildatum maakt het immers mogelijk om het hypothetische scenario en het werkelijke scenario zo goed mogelijk te vergelijken.

3.17. Dit brengt mee dat het totaal van de door [X] Beleggingen misgelopen (dividend)uitkeringen als gevolg van de onrechtmatige emissie tot de peildatum tot de schade moet worden gerekend. Deze schadepost bestaat uit het verschil tussen de door haar ontvangen uitkeringen in de periode tussen de emissie en de peildatum en de uitkeringen die zij in die periode zou hebben ontvangen indien de emissie had plaatsgehad tegen een minimaal redelijke uitgifteprijs.

3.18. Daarnaast lijdt [X] Beleggingen in de begroting te betrekken schade als gevolg van de afgenomen waarde van haar (certificaten van) aandelen doordat deze in het werkelijke scenario een kleiner belang vertegenwoordigen dan in het hypothetische scenario het geval zou zijn geweest. Die schade kan worden begroot op het verschil tussen de waarde van de door [X] Beleggingen gehouden (certificaten van) aandelen in het hypothetische scenario en de waarde van die (certificaten van) aandelen in het werkelijke scenario, zulks berekend per de peildatum.

3.19. Bij de waardering zal verder moeten worden uitgegaan van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt. Vervolgens dient het verschil tussen het hypothetische en werkelijke belang te worden gewaardeerd *pro rata parte*, dat wil zeggen zonder inachtneming van een korting wegens het minderheidsbelang en wegens geringe verhandelbaarheid. Er is onvoldoende aanleiding om in de onderhavige context af te wijken van de vaste jurisprudentie van de Ondernemingskamer in zaken betreffende de geschillenregeling. Daarbij moet worden bedacht dat, hoewel de Ondernemingskamer de geschillenregeling in dit geval niet van toepassing heeft geacht, het onderhavige geval zich materieel gezien voor toepassing van de geschillenregeling wat dit betreft wel leent (vgl. OK 15 november 2016, , rov. 3.5).

3.20. Orthocenter voert nog aan dat schade dubbel wordt vergoed indien náást de waarde van de (certificaten van) aandelen per de peildatum ook misgelopen dividenden worden vergoed. Dit weer gaat ervan uit dat de peildatum wordt gesteld op de emissiedatum. Dat standpunt is onder 3.16 verworpen. Uitgaande van een zo laat mogelijke peildatum is er geen dubbelstelling indien de schade wordt berekend op basis van (i) misgelopen (dividend)uitkeringen tussen de emissiedatum en de peildatum en (ii) het onder 3.18 bedoelde verschil tussen het belang van [X] Beleggingen in het hypothetische en het werkelijke scenario. Daarbij moet overigens worden bedacht dat in de beide scenario's weliswaar verschillende bedragen aan de aandeelhouders (en daarmee indirect aan certificaathouders) zouden zijn uitgekeerd, maar dat het totale bedrag dat door Orthocenter zou zijn uitgekeerd in de scenario's niet verschilt. Voor de waardering van Orthocenter per de peildatum is daarom irrelevant aan wie zij dividend heeft uitgekeerd.

3.21. Het voorgaande brengt mee dat de grieven 1 en 2 gedeeltelijk gegrond zijn. In afwijking van het bestreden vonnis is hiervoor immers geoordeeld dat zowel voor het tekort aan gedane (dividend) uitkeringen als voor de waarde van het certificaten- en aandelenbelang een vergelijking dient te worden gemaakt tussen het werkelijke scenario en het hypothetische scenario per de peildatum. Voor zover [X] Beleggingen met grief 1 beoogt een gedetailleerder raamwerk voor de waardering vast te (doen) stellen dan in dit arrest gegeven, slaagt zij daarin niet. Het staat haar vrij om voor-

stellen aan de deskundigen te doen, maar dat laat onverlet de vrijheid van de deskundigen om – met inachtneming van bovenstaande uitgangspunten – hun onderzoek zelf in te richten.

3.22. *Grief 3* is gericht tegen de verdeling van het aan de deskundigen te betalen voorschot. Deze grief slaagt niet. Weliswaar staat het onrechtmatig handelen vast en is de mogelijkheid van schade aannemelijk, maar de (hoogte van de) schade staat nog niet vast. In de gegeven omstandigheden bestaat voor de beslissing van de rechtbank voldoende aanleiding.

3.23. De bewijsaanbiedingen hebben geen betrekking op feiten en omstandigheden die, indien bewezen, tot een andere beslissing in deze zaak kunnen leiden en worden daarom als niet ter zake dienend gepasseerd.

3.24. De grieven 1 en 2 slagen gedeeltelijk. Het vonnis waarvan beroep zal worden vernietigd en de zaak zal worden terugverwezen naar de rechtbank ter verdere behandeling met inachtneming van hetgeen het hof in dit arrest heeft overwogen en beslist. Er is geen aanleiding om in het dictum instructies aan deskundigen te formuleren langs de lijnen als vermeld in het petitum onder 1. Het is aan de rechtbank om op dit punt de verdere (regie)beslissingen te nemen die zij in het vervolg van de schadestaatprocedure dienstig acht.

3.25. Orthocenter zal als in het ongelijk gestelde partij worden verwezen in de kosten van het geding in appel.

4. Beslissing

Het hof:

1. vernietigt het vonnis waarvan beroep;
2. veroordeelt Orthocenter in de kosten van het geding in hoger beroep (...; *red.*);
3. verklaart de veroordeling uitvoerbaar bij voorraad;
4. verwijst de zaak terug naar de rechtbank Noord-Holland ter verdere behandeling en beoordeling met inachtneming van hetgeen het hof in dit arrest heeft overwogen en beslist.

NOOT

1. Dit arrest en deze noot gaan over onrechtmatige verwatering van een minderheidsaandeelhouder en de daarvoor verschuldigde schadevergoeding, bezien vanuit een verbintenisrechtelijk perspectief. Onbesproken blijven de vennoot-

schapsrechtelijke acties die een onheus bejengende aandeelhouder ten dienste kunnen staan: vernietiging van aandeelhouders- en bestuursbesluiten, uittreding, uitstoting, recht van enquête.

2. Voor deze noot zijn de volgende feiten relevant. Twee tandartsen, althans hun bv's genaamd Haarsma Beleggingen BV (hierna: Haarsma) en Dezet P en M Houdster BV (hierna: Dezet) zijn aandeelhouders, certificaathouders en bestuurders van Orthocenter NV; deze vennootschap exploiteert een keten van orthodontiepraktijken. Een StAK is de derde aandeelhouder. Dezet beheerst kennelijk de StAK. In 2012 krijgen Haarsma en Dezet ruzie. Dezet bewerkstelligt het ontslag van Haarsma als bestuurder. Eind 2013 regelt Dezet een volmacht van de ava aan het bestuur (lees: Dezet) om nieuwe aandelen uit te geven teneinde het eigen vermogen van Orthocenter met circa € 1 miljoen te versterken. Het bestuur stelt de emissieprijs op € 0,27 per aandeel; hieraan ligt geen voorafgaande waardebeoordeling ten grondslag. Haarsma zou € 225.000 moeten bijstorten om ook ná de emissie hetzelfde procentuele belang in de vennootschap te behouden. Mede gezien het hoogopgelopen conflict met Dezet laat Haarsma deze kans aan zich voorbijgaan. De twee andere aandeelhouders, Dezet en StAK, doen wel mee. Haarsma's belang verwatert aldus tot 3%, terwijl Dezet naar 57% gaat, plus Dezets toegenomen belang via de StAK.

3. Haarsma vordert vergeefs dat Orthocenter zijn aandelen overneemt ex art. 2:343 BW. De geschillenregeling is niet van toepassing op Orthocenter NV, zodat aan Haarsma geen vordering tot uittreding toekomt (Hof Amsterdam 20 december 2016, «JOR» 2017/228, m.nt. Olden, hierna: het eerste hofarrest). Het hof oordeelt echter ook dat Orthocenter jegens Haarsma onrechtmatig handelde "door (te besluiten tot) een emissie van aandelen tegen een uitgifteprijs waarvan zij wist of had moeten weten dat deze niet in redelijke verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor emissie" (eerste hofarrest, r.o. 3.14). Weliswaar had Orthocenter aanvullend kapitaal nodig voor haar bedrijfsvoering, zodat de uitgifte van aandelen op zich toelaatbaar was (eerste hofarrest, r.o. 3.4). Maar de uitgifteprijs per aandeel was onmiskenbaar veel te laag, ongeacht de – in het eerste hofarrest onbeantwoord gelaten – vraag welke uitgifteprijs dan wél door de beugel

had gekund. In deze schadestaatprocedure vordert Haarsma, die als enige aandeelhouder niet meedeed aan de emissie, vergoeding van zijn schade.

4. De rechter die de schade begroot, onderzoekt daartoe wat er waarschijnlijk zou zijn gebeurd in het hypothetische scenario dat de aansprakelijkheid vestigende gebeurtenis achterwege was gebleven. De vergoedbare schade is in beginsel gelijk aan het financiële verschil tussen de werkelijke situatie waarin de benadeelde zich bevindt en de hypothetische situatie zonder de fout, ingekaderd door de toerekening naar redelijkheid (art. 6:98 BW) en, voor zover relevant, na correctie wegens voordeelsverrekening (art. 6:100 BW) en eigen schuld (art. 6:101 BW). Deze methode van schadebegroting door vermogensvergelijking is volledig ingeburgerd. Zie bijvoorbeeld de conclusie van A-G Hartlief, ECLI:NL:PHR:2019:311, voor HR 30 augustus 2019, ECLI:NL:HR:2019:1291, «JOR» 2019/199, m.nt. Regouw, onder 3.6 met verwijzingen.

5. Als bij de emissie een minimaal redelijke uitgifteprijs per aandeel ("MRU") zou zijn gehanteerd, dan zou Haarsma's belang in Orthocenter eveneens zijn verwaterd, maar de mate van verwatering zou dan evenredig zijn geweest aan het verschil tussen de waarde van Haarsma's aandelenbelang vóór en ná de emissie. In het kader van de schadebegroting moet Haarsma daarom financieel gezien zoveel mogelijk in de positie worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd in het hypothetische geval dat (1) Orthocenter in november 2013 nieuwe aandelen had uitgegeven (2) voor een totaalbedrag van € 1 miljoen, (3) waarbij Haarsma niet had meegedaan, en (4) waarbij een MRU zou zijn gehanteerd, in plaats van een onredelijk lage uitgifteprijs. Het verschil tussen het werkelijke en het hypothetische scenario betreft dus alleen de gekozen uitgifteprijs per aandeel en het daaruit voortvloeiende aantal nieuwe aandelen.

6. De rechtbank in de schadestaatprocedure (ECLI:NL:RBNHO:2018:11892) ziet Haarsma's schade als het verschil tussen enerzijds de resterende waarde van zijn aandelenpakket na de onrechtmatige emissie en anderzijds de waarde bij een hypothetische rechtmatige emissie. Daartoe moet worden vastgesteld wat de MRU zou zijn geweest, dat wil zeggen de waarde van één aandeel voorafgaand aan de emissie. Van daaruit kun je terugrekenen, via de gerealiseerde op-

brengst van € 1 miljoen en de MRU per aandeel, naar het aantal nieuwe aandelen dat Orthocenter had behoren uit te geven. De hieruit voortvloeiende hypothetische rechtmatige verwatering van Haarsma wordt afgezet tegen de feitelijk opgetreden verwatering. Het verschil tussen het aantal aandelen dat *is* uitgegeven en het aantal aandelen dat *mocht* worden uitgegeven, vermenigvuldigd met de MRU per aandeel, is de schade van Haarsma; althans zo oordeelt de rechtbank. De rechtbank hanteert een peildatum in het verleden, zonder rekening te houden met nadien voorgevallen feiten. Haarsma's schade wordt gefixeerd op de waarde van de onrechtmatige verwatering zoals die destijds zou zijn ingeschat.

7. Het hof in bovenstaand arrest daarentegen overweegt dat Haarsma's schade *niet* gelijk is aan het "te veel" uitgegeven aantal nieuwe aandelen, vermenigvuldigd met de MRU per aandeel (r.o. 3.14-3.15). Haarsma's belang in Orthocenter is sinds 2013 kleiner dan het geval zou zijn geweest bij een rechtmatige emissie; daardoor lijdt hij *voortdurend* schade. Het hof maakt onderscheid tussen:

- de reeds geleden schade, zijnde gemiste dividuutkeringen vanaf 2013 tot de dag van de schadebegroting, tevens de peildatum (r.o. 3.17); en
- de toekomstige schade, zijnde de vrije verkoopwaarde van de onrechtmatig verwaterde aandelen op de peildatum (r.o. 3.18, 3.19).

Voor het tweede element van de schadebegroting geeft het hof waarderingsinstructies die aansluiten bij de wetsgeschiedenis en de praktijk van de geschillenregeling (zie HR 11 september 1996, «JOR» 1996/114, m.nt. Van den Ingh en OK 14 december 2010, «JOR» 2011/77, m.nt. Bulten onder «JOR» 2011/76). Het hof schrijft geen specifieke waarderingsmethode voor, maar het is een feit van algemene bekendheid dat vaak een variant van de Discounted Cash Flow (DCF)-methode wordt toegepast. De waarde van de onderneming wordt daarbij ingeschat aan de hand van de verwachte toekomstige vrije kasstromen. Dit past goed bij de wettelijke regeling inzake vergoeding van toekomstige schade: de rechter kan "na afweging van goede en kwade kansen" een veroordeling tot vergoeding van toekomstige schade uitspreken (art. 6:105 BW). Zo loopt alles mooi rond. Het hof verwijst de zaak terug naar de rechtbank ter verdere afdoening, ondersteund door deskundigen.

8. De aanpak van het hof is een duidelijke verbetering ten opzichte van die van de rechtbank. Het probleem is niet zozeer dat de schadebegrotende rechter de volledige geleden en nog te lijden schade kapitaliseert in een bedrag ineens naar een peildatum die geruime tijd in het verleden ligt, zoals de rechtbank doet. Dat mag, mits recht wordt gedaan aan het uitgangspunt dat zoveel als redelijkerwijs mogelijk is de werkelijk geleden en te lijden schade wordt begroot. Dit uitgangspunt kan meebrengen dat rekening wordt gehouden met feiten en ontwikkelingen die zich na de peildatum daadwerkelijk hebben voorgedaan (HR 30 augustus 2018, ECLI:NL:HR:2019:129, «JOR» 2019/299). De rechtbank heeft zich ten onrechte beperkt tot de economische waarde die destijds, in 2013, zou zijn gegeven aan de onrechtmatige verwatering van Haarsma's belang in Orthocenter. Het hof omzeilt de complicaties die verbonden zijn aan integrale schadebegroting naar een peildatum in het verleden. In plaats daarvan wordt Haarsma's reeds geleden schade tot het moment van de schadebegroting gelijkgesteld aan de misgelopen dividuutkeringen die hij in de afgelopen jaren zou hebben ontvangen na een rechtmatige emissie. Haarsma's toekomstige schade vanaf het moment van de schadebegroting wordt in feite wel gekapitaliseerd. Deze wordt immers gesteld op de actuele vrije verkoopwaarde van Haarsma's onrechtmatig verwaterde belang in Orthocenter. Orthocenter klaagt dan ook ten onrechte over "dubbeltelling" (r.o. 3.20).

9. Een complicatie die in bovenstaand arrest onbesproken blijft, betreft de positie van Haarsma's medeaandeelhouders ten opzichte van de vennootschap. Dezet en StAK als aandeelhouders hebben Dezet als bestuurder van Orthocenter gemachtigd tot de onrechtmatige emissie, waarvan Dezet en StAK profiteerden (minder aandelen en minder dividend voor Haarsma = meer aandelen en meer dividend voor Dezet en StAK). De emissie- en dividendbesluiten zijn vennootschapsrechtelijk gezien onaantastbaar; de rechtsvoordringing tot vernietiging is al lang vervallen (art. 2:15 lid 2 BW). Moeten Dezet en StAK desondanks de besmette dividenden terugbetalen aan Orthocenter? Ik vind van wel, al was het maar op grond van de algemene redelijkheidsnorm van art. 2:8 BW. Daarnaast kan Haarsma vorderen dat Dezet en StAK hun dividenden terugbetalen aan Orthocenter wegens een door hen begane onrechtma-

tige daad jegens Haarsma. Art. 6:104 BW biedt ruimte voor schadevergoeding anders dan door betaling van een geldsom aan de benadeelde. Een vordering uit onrechtmatige daad kan worden ingesteld ongeacht of men de gewraakte besluiten voor vernietiging had kunnen voordragen ex art. 2:8 jo. art. 2:15 lid 1 BW. Zie HR 3 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1061, «JOR» 2016/233, m.nt. Van Vught, NJ 2016/357, m.nt. Van Schilfgaarde. Ten slotte is goed verdedigbaar dat Orthocenter een vordering uit ongerechtvaardigde verrijking heeft jegens Dezet en StAK (art. 6:212 BW); maar zolang Dezet en StAK de overwegende zeggenschap hebben bij Orthocenter, valt hier weinig heil van te verwachten.

mr. J.B.R. Regouw
advocaat Clifford Chance LLP

252

Begrenzing van vrijheid stemrecht aandeelhouder

Gerechtshof Amsterdam
12 mei 2020, zaaknr. 200.249.874/01 KG,
ECLI:NL:GHAMS:2020:1360
(mr. Wessels, mr. Van Achterberg, mr. Struik)
Noot mr. dr. G.P. Oosterhoff

Vonnis a quo is in de plaats getreden van instemming aandeelhouder met aandeelhoudersbesluit. Voor inbreuk op art. 1 EVRM is in art. 2:8 BW voldoende wettelijke basis aanwezig. Algemeen belang is met management buy-out gediend en aan eisen van proportionaliteit is voldaan. Gedeeltelijke vernietiging van vonnis wat betreft gebod bestuur tot verrichten van rechtshandeling. Hoger beroep van Rb. Amsterdam 26 oktober 2018, «JOR» 2019/5, m.nt. Eikelboom en verband met Rb. Amsterdam 20 februari 2018, «JOR» 2018/118, m.nt. Van der Korst.

[BW art. 2:8, 3:300; EVRM art. 1]

Voorop dient te staan dat een aandeelhouder naar Nederlands recht in beginsel bij het uitoefenen van zijn stemrecht zijn eigen belang mag dienen op de wijze waarop hij dat zelf dienstig oordeelt.

Deze vrijheid is echter niet onbegrensd. Een aandeelhouder zal geen misbruik van recht mogen maken en zal jegens de vennootschap en zijn medeaandeelhouders de redelijkheid en billijkheid in acht moeten nemen die art. 2:8 BW voorschrijft. Van een uitzondering op de in beginsel gegeven vrijheid bij het uitoefenen van het stemrecht zal slechts onder zeer bijzondere omstandigheden sprake zijn, zeker indien, zoals in dit geval, het gaat om een voorgesteld besluit tot vervreemding van (nagenoeg) de gehele onderneming van de vennootschap.

Binnen de Avincogroep was een onhoudbare situatie ontstaan. Er was ook onrust onder de werknemers terwijl de onderneming sterk afhankelijk was van haar werknemers en hun netwerk. Als niet zou worden ingegrepen leek een faillissement of gedwongen liquidatie op termijn onafwendbaar. Weliswaar waren er nog ruime liquide middelen in de werkmaatschappijen aanwezig, waardoor van een acute dreiging van een faillissement geen sprake was; de uitzichtloosheid van de situatie maakte niettemin snel ingrijpen noodzakelijk om te voorkomen dat die liquide middelen zouden verdampen en het zicht op een oplossing zou verdwijnen, bijvoorbeeld door vertrekkend personeel.

Voorshands moet worden geoordeeld dat de holding AGH, althans [geïntimeerde sub 4] in haar plaats als beheerder van de aandelen van AGH, op grond van art. 2:8 BW gehouden was te stemmen voor de goedkeuring van de management buy-out. Art. 1 EVRM staat daaraan niet in de weg, evenmin als de omstandigheid dat geen onafhankelijke waardering van de verkochte aandelen heeft plaatsgevonden. Art. 2:8 BW biedt een voldoende wettelijke basis voor een inbreuk op art. 1 EVRM, de inbreuk dient het algemeen belang (namelijk het belang van de vennootschap, het belang van het behoud van de onderneming en het belang van behoud van werkgelegenheid) en er is voldaan aan de eisen van proportionaliteit. Een onafhankelijke waardering of een fairness opinion zou niets hebben veranderd aan de onhoudbaarheid van de bestaande situatie en de omstandigheid dat er geen reëel alternatief was voor de management buy-out. Het enige alternatief was een liquidatie zonder verkoop going concern, die voor beide aandeelhouders tot een veel lagere opbrengst had geleid en tot verlies van werkgelegenheid. Daarbij komt dat de gebruikelijke waarderingsmethodes niet bruikbaar waren,