

Kroniek uitkoopregeling 2015-2021

Ondernemingsrecht 2022/70

Deze kroniek geeft een overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen op het gebied van de wettelijke uitkoopregelingen (art. 2:92a/2:201a en 2:359c BW) over de periode 2015-2021.

De Ondernemingskamer heeft in de verslagperiode een aantal belangwekkende arresten gewezen. Met name moeten worden genoemd de koerswijziging inzake de peildatum (UNIT4); de ontwikkelingen op het vlak van het wettelijke prijsvermoeden (Reesink); het meewegen van vorderingen op derden en de interferentie tussen uitkoop en enquête (Xeikon en Sirowa); en perikelen rondom de (on)mogelijkheid van verzet in uitkoopprocedures (Fortuna en Gemalto). Deze en andere arresten worden hieronder besproken.

Het algemene beeld over de verslagperiode is dat het in ongecompliceerde zaken vrij goed gaat met de doorlooptijd. Sommige zaken duren – door verschillende complicaties – echter zeer lang, waardoor de gemiddelde doorlooptijd onzes inziens niet representatief is.

1. Inleiding

Sinds de laatste kroniek in Ondernemingsrecht van Salemink zijn alweer zeven jaar verstreken. Er is in de periode 1 januari 2015 tot en met 31 december 2021 (de verslagperiode) wederom veel gebeurd op het gebied van de uitkoopregeling.

In deze kroniek zullen wij niet ingaan op elke afzonderlijke uitspraak. Het doel van deze kroniek is om de belangrijkste ontwikkelingen en thema's in de rechtspraak en de praktijk in de verslagperiode kort te behandelen.² Voor een gedetailleerdere bespreking verwijzen wij naar de jaarlijkse

Kroniek uitkoop en geschillenregeling in de VCL-bundel,³ en naar de noten onder de genoemde arresten in Ondernemingsrecht en in JOR, waarnaar in dit stuk ook verwezen zal worden.

Wij bespreken in deze kroniek achtereenvolgens de volgende thema's:

- de peildatum: Unit4 en aanverwante arresten (paragraaf 2);
- het wettelijke prijsvermoeden van art. 2:359c lid 6 BW: Reesink (paragraaf 3);
- meewegen van vorderingen op derden bij de prijsbepaling en de interferentie tussen uitkoop en enquête: Xeikon en Sirowa (paragraaf 4);
- de (on)mogelijkheid van verzet: Fortuna en Gemalto (paragraaf 5);
- doorlooptijden (paragraaf 6); en
- enkele gedachten over de mogelijkheid van een eerdere overdracht van de aandelen bij uitkoopprocedures volgend op een openbaar bod, onder verwijzing naar het recht van enige andere jurisdicties (paragraaf 7).

2. De peildatum: Unit4

Een van de meest belangrijke ontwikkelingen voor uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod is zonder twijfel het arrest inzake Unit4 van 7 juli 2015. In dat arrest ging de Ondernemingskamer "om". Zij komt expliciet terug van het daarvoor gehanteerde uitgangspunt dat de peildatum bij uitkoopvorderingen gelijk is aan de datum van het eindarrest (althans een tijdstip dat daar zo dichtbij mogelijk ligt).⁴ De nieuwe regel bij uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod is sindsdien dat:

¹ Dirk-Jan Duynstee en Tiemen Drenth zijn advocaat te Amsterdam.

² In het kader van transparantie zij opgemerkt dat de auteurs van deze kroniek (dan wel hun kantoorgenoten) als advocaat hebben opgetreden in de volgende procedures: Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 december 2010, JOR 2011/45, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Corporate Express*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 19 mei 2015, JOR 2015/203, m.nt. T. Salemink (*Hes Beheer*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 juli 2015, ARO 2015/204 (*Exact*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 september 2016, ARO 2016/171 (*Corporate Express*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 2 augustus 2016, JOR 2016/329, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Ten Cate 1*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 oktober 2016, JOR 2016/330, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Ten Cate 2*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, JOR 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 juli 2017, JOR 2017/231, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 2*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 2 oktober 2018, JOR 2019/10, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Fortuna 1*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, JOR 2020/33, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Fortuna 2*), HR 1 oktober 2021, JOR 2021/289, m.nt. A. Hammerstein (*Fortuna 3*) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 12 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1217 (*NIBC*).

³ Van de hand van D.J.F.F.M. Duynstee & C.C.M. de Smet, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2015-2016', in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 141)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, Y.A. Wehrmeijer & I.M. Hendriks, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2017', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 152)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, R.C. de Mol & M.H.J. van Rest, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2018', in: B. Bier e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2018-2019 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 157)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, O.J.W. Schotel & J.M. Schepel, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2019', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2019-2020 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 165)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020 en Ph.W. Schreurs & D.E. Mandigers, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2020', in: G. van Solinge e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2020-2021 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 172)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

⁴ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 maart 2000, JOR 2000/101 (*Euromast*) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 juni 2000, JOR 2000/170, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Pirelli*). De Ondernemingskamer hanteerde hetzelfde uitgangspunt bij de vaststelling van een billijke prijs voor de over te dragen aandelen als bedoeld in art. 2:359c lid 6 BW, sinds de inwerkingtreding van deze bepaling op 28 oktober 2007, zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, JOR 2015/234, m.nt. T. Salemink (*Unit4*), r.o. 3.11.

“als uitgangspunt [zal] worden gehanteerd dat de peildatum gelijk is aan de datum van de betaalbaarstelling onder het bod, mits de bieder dan ten minste 95% van het geplaatste kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt”⁵

Er is al veel geschreven over Unit4 en wij zullen dat hier niet allemaal herhalen.⁶ Het arrest is van groot belang en is met name welkom nieuws geweest voor uitkopers.

Omdat de peildatum wordt vastgesteld op de dag van betaalbaarstelling (mits de bieder vanaf dat moment aan de 95%-eis voldoet), gaat op dat moment het risico van eventuele waardedalingen of -stijgingen over van de minderheidsaandeelhouder op de uitkoper. De bieder kan daarom na een geslaagd openbaar bod de doelvennootschap alvast herstructureren en/of integreren in zijn eigen groep; hij hoeft immers niet bang te zijn dat een eventuele waarde-stijging als gevolg daarvan zal leiden tot een hogere uitkoop-prijs voor 'meeliftende' minderheidsaandeelhouders.⁷ Voor minderheidsaandeelhouders kan deze peildatum juist betekenen dat zij niet zullen meeprofiten van waardetoevoegende acties van de uitkoper of van een opwaartse beweging in de markten na gestanddoening. Daar staat tegenover dat de minderheidsaandeelhouder over een langere periode wettelijke rente ontvangt over de uitkoop-prijs, omdat de peildatum doorgaans eerder in de tijd zal liggen.

Andere voordelen voor de uitkoper zijn dat (i) de kans dat een deskundige benoemd wordt afneemt als de peildatum op een eerder moment ligt, hetgeen o.a. de doorlooptijd verkort, (ii) er minder reden zal zijn voor het overleggen van een eigen waarderingsrapport (zeker in het geval van een voorafgaand openbaar bod), en (iii) er geen (kostbare) "omstandighedenverklaring" hoeft te worden ingebracht van een accountant die bevestigt dat zich sinds het openbaar bod geen feiten en omstandigheden hebben voorge-

daan die een hogere prijs dan de biedprijs rechtvaardigen.⁸

Deze regel doet er volgens de Ondernemingskamer niet aan af dat zich omstandigheden kunnen voordoen die rechtvaardigen dat een andere datum als peildatum wordt gekozen. Hierbij kan worden gedacht aan een aanzienlijk tijdsverloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod (of het overschrijden van de 95%-grens) en de dag van dagvaarding. Dat is bij een uitkoopprocedure volgend op een openbaar bod niet waarschijnlijk.⁹ In dergelijke uitzonderingsgevallen én in uitkoopprocedures waar geen openbaar bod aan voorafgegaan is, kan als peildatum worden gekozen voor de datum van het tussenarrest.

De nieuwe regel uit Unit4 is uitgebreid naar (of nader uitgewerkt in) de volgende situaties:

- Indien de bieder pas na het einde van de na-aanmeldingstermijn de 95%-grens overschrijdt, dan geldt de datum van betaalbaarstelling onder de na-aanmeldingstermijn als peildatum.¹⁰
- Ook bij een (publiekelijk bekend gemaakt) inkoopbod van de vennootschap zelf (in plaats van een openbaar bod) geldt, indien de 95%-drempel is gehaald, de datum van betaalbaarstelling als peildatum.¹¹
- Ook in het – zeer ongebruikelijke – geval dat een openbaar bod parallel loopt aan een uitkoopprocedure, hanteerde de Ondernemingskamer de datum van betaalbaarstelling als peildatum.¹²
- In Logic Supply zijn de partijen zelf, tijdens de mondelinge behandeling, (onder andere) een peildatum overeengekomen, die vervolgens door de Ondernemingskamer is gevolgd.¹³

Ontbreekt een voorafgaand openbaar bod, dan wordt in de regel aangesloten bij de datum van het tussenarrest waar-

5 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, JOR 2015/234, m.nt. T. Salemink (Unit4), r.o. 3.17.

6 Zie o.a. T. Salemink in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, JOR 2015/234 (Unit4) en D.J.F.F.M. Duynstee & C.C.M. de Smet, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2015-2016', in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 141)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. I.5.2.3.1.

7 Dit kwam recent nog tot uitdrukking in het – na de verslagperiode vallende – arrest van de Ondernemingskamer inzake de uitkoop van NIBC Holding; Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 12 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1217 (NIBC). In dat geval leidde de regel van Unit4 tot een peildatum die lag op een moment dat de wereldwijde koersen door COVID-19 relatief laag stonden. De minderheidsaandeelhouders klaagden er onder andere over dat alleen de uitkoper zo van het herstel op de markten profiteerde. De Ondernemingskamer paste de peildatum echter ook in dat geval consequent toe.

8 Zie D.J.F.F.M. Duynstee & C.C.M. de Smet, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2015-2016', in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 141)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. I.5.2.3.1, M.W. Josephus Jitta, 'Unit4 en Nagron – hoe nu verder', in: J.B. Huizink (red.), *Waardering van aandelen na Unit4*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 18 en K.W.M. Scheepers, 'Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed', in: J.B. Huizink (red.), *Waardering van aandelen na Unit4*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 37.

9 Een art. 2:359c BW-vordering moet immers binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod worden ingesteld (art. 2:359c lid 3 BW).

10 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 september 2019, *Ondernemingsrecht* 2020/34, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (Gemalto), r.o. 2.10 en 3.26; zie ook Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 februari 2020, ARO 2020/73 (BinckBank), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 31 maart 2020, ARO 2020/92 (Wessanen) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 1 september 2020, ARO 2020/179 (Koninklijke VolkerWessels).

11 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 september 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4020, (Batenburg Techniek I), r.o. 3.8.

12 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 augustus 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4019 (Globalworth Poland Real Estate), r.o. 3.10.

13 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 september 2018, ARO 2018/205 (Logic Supply II), r.o. 2.3.

in vastgesteld wordt dat de vordering in beginsel toewijsbaar is.¹⁴

3. Het aangescherpte wettelijke prijsvermoeden: Reesink

3.1 Het wettelijke prijsvermoeden

Een andere belangrijke ontwikkeling is een (tussen)arrest uit 2017 inzake Reesink.¹⁵ In deze zaak veranderde de Ondernemingskamer haar koers met betrekking tot de berekening van de acceptatiegraad van art. 2:359c lid 6 BW.¹⁶

Die acceptatiegraad is relevant voor het in dat lid opgenomen wettelijke prijsvermoeden. Dat vermoeden houdt in dat, wanneer de bieder onder het bod minstens 90% van de aandelen verwerft waarop het bod betrekking heeft, de biedprijs wordt vermoed een billijke uitkoopprijs te zijn.¹⁷ Dit is voor de praktijk een belangrijke bepaling, omdat daarmee de tijdrovende en kostbare benoeming van deskundigen kan worden voorkomen.

In Reesink heeft de Ondernemingskamer overwogen dat zij, ook indien aan het 90%-criterium van art. 2:359c lid 6 BW is voldaan, een deskundigenbericht kan gelasten, indien zij daartoe aanleiding ziet:

“bijvoorbeeld indien een groot deel van het geplaatste kapitaal in handen is van enkele aandeelhouders en er daardoor slechts een geringe free float bestaat of indien er ondanks de hoge acceptatiegraad aanwijzingen bestaan dat de biedprijs niet tenminste overeenstemt met de waarde van de (certificaten van) aandelen ten tijde van het bod”.¹⁸

Dit kan er dus toe leiden dat, ook indien het wettelijke prijsvermoeden van toepassing is, de Ondernemingskamer een andere uitkoopprijs vaststelt dan de biedprijs. Ons zijn tot op heden geen gevallen bekend waarin dit daadwerkelijk is gebeurd. Wel is in het verleden ook bij

een zeer beperkte free float alsnog het wettelijke prijsvermoeden toegepast.¹⁹

3.2 Welke door de uitkoper verworven aandelen tellen mee voor de acceptatiegraad?

In Reesink speelde ook de vraag welke door de uitkoper verworven aandelen moeten meegeteld voor het 90%-criterium van art. 2:359c lid 6 BW. Vóór Reesink werd voor het 90%-criterium uitsluitend meegeteld een verkrijging van aandelen door aanvaarding van het openbaar bod door derden. Andere verkrijgingen, zoals onderhandse transacties of aankopen via de beurs, werden buiten beschouwing gelaten, zelfs als deze binnen de aanmeldings- of na-aanmeldingstermijn plaatsvonden.²⁰

Vanuit de praktijk zijn verschillende kritische kanttekeningen geplaatst bij deze toepassing van het 90%-criterium.²¹ De Ondernemingskamer oordeelde in Reesink dat de “oude” berekeningswijze niet altijd leidde tot een resultaat in lijn met het doel en de strekking van het wettelijke prijsvermoeden. De 90%-grens is immers bedoeld als indicatie dat de biedprijs in de markt billijk wordt geacht.

Voor wat betreft het verwerven van de aandelen bracht de Ondernemingskamer in Reesink een nuance aan op de voorheen harde uitsluiting van verkrijgingen anders dan door aanvaarding van het bod. Aandelen die door de bieder zijn verworven tijdens de aanmeldings- of na-aanmeldingstermijn op een wijze die moet worden aangemerkt als, of gelijkgesteld kan worden met, de aanvaarding van het bod, mogen voortaan ook worden meegeteld voor de 90%-drempel, aldus de Ondernemingskamer. Dit biedt mogelijkheden om ook andere transacties mee te laten

14 Zie o.a. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 3 juli 2018, ARO 2018/177 (*Allshare 1*).

15 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, JOR 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 juli 2017, JOR 2017/231, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 2*).

16 Y.A. Wehrmeijer & I.M. Hendriks, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2017', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 152)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 1.5.2.1.

17 Zie voor de Europese oorsprong art. 15 lid 5 Dertiende EG-richtlijn inzake het openbaar overnamebod (“Na een vrijwillig bod wordt in beide gevallen waarnaar in lid 2, onder a) en b), wordt verwezen, de bij het bod geboden tegenprestatie geacht billijk te zijn wanneer de bieder als gevolg van de aanvaarding van het bod effecten heeft verworven die tenminste 90% vertegenwoordigen van het door het bod bestreken kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden.”).

18 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, JOR 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), r.o. 3.21.

19 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 maart 2018, JOR 2018/178, m.nt. G.P. Oosterhoff (*Unilever*). Recent – na de verslagperiode – oordeelde de Ondernemingskamer in Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 12 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1217 (*NIBC*) dat er bij een free float van ca. 23% in ieder geval geen sprake was van een geringe free float; zie r.o. 3.26.

20 Ook aandelen die de uitkoper, de doelvennootschap of een met (één van) hen verbonden rechtspersoon al hielden, werden niet meegeteld voor de acceptatiegraad. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, JOR 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), r.o. 3.11. Zie ook: Y.A. Wehrmeijer & I.M. Hendriks, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2017', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 152)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 1.5.2.5.2.2.

21 Zie bijvoorbeeld de noot van P.D. Olden bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 oktober 2008, *Ondernemingsrecht* 2009/24. Zie eveneens de noot van M.W. Josephus Jitta bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 2 augustus 2016, JOR 2016/329 en bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 oktober 2016, JOR 2016/330.

tellen bij de berekening van de voor het wettelijke prijsvermoeden geldende 90%-criterium.²²

3.3 Welke aandelen worden in de berekening van de acceptatiegraad betrokken?

De Ondernemingskamer overweegt daarnaast in Reesink dat bepaalde aandelen voortaan niet moeten worden betrokken in die berekening. De Ondernemingskamer zet uitvoerig uiteen hoe moet worden bepaald op welke aandelen/certificaten het bod betrekking had en of die in de berekening van de acceptatiegraad betrokken dienen te worden.²³

Voor de bepaling welke aandelen in de berekening van de acceptatiegraad worden betrokken, past de Ondernemingskamer een strikter toetsingskader toe dan voorheen. Een vernieuwing ten opzichte van voorgaande rechtspraak is dat moet worden gekeken of aandeelhouders/certificaathouders in een "wezenlijk andere positie" verkeren dan 'gewone' derden die door aanvaarding van het bod slechts hun belang verkopen tegen de biedprijs. In dat geval tellen die (certificaten van) aandelen niet mee voor de berekening.

De Ondernemingskamer geeft een opsomming van categorieën houders die in ieder geval in een wezenlijk andere positie verkeren, behalve in het geval van bijzondere omstandigheden. De eerste drie categorieën werden al gehanteerd in eerdere rechtspraak, de overige categorieën zijn uitbreidingen:²⁴

- (i) de uitkoper en daarmee in een groep verbonden rechtspersonen;
- (ii) (rechts)personen die bieder zijn in de zin van art. 1:1 Wft;
- (iii) de doelvennootschap en met haar in een groep verbonden rechtspersonen;
- (iv) bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap; en
- (v) degenen op wie een regeling of overeenkomst met de bieder van toepassing is die hen in een wezenlijk andere positie brengt.²⁵

22 Zie T. Saleminck, 'Berekening wettelijk prijsvermoeden', in: J.B. Huizink (red.), *Groene Serie Rechtspersonen*, Deventer: Wolters Kluwer. Door Saleminck werd al het idee bepleit om dergelijke andere verwervingen toch mee te rekenen onder bepaalde omstandigheden, omdat de Dertiende EG-richtlijn daar voldoende ruimte voor biedt. De Ondernemingskamer sluit hier dus gedeeltelijk bij aan, hoewel haar uitleg iets strenger geformuleerd lijkt te zijn. De voorwaarden voor verwerving moeten exact hetzelfde zijn als door aanvaarding van het bod, terwijl Saleminck stelde dat de voorwaarden voor de verkoper niet gunstiger zouden mogen zijn dan bij aanvaarding van het bod. Zie tevens de noot van M.W. Josephus Jitta bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, *JOR* 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), par. 7. Zie ook: T. Saleminck, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (Serie Van der Heijden Instituut nr. 125)* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2014, p. 228-229.

23 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, *JOR* 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), r.o. 3.12-3.13.

24 Dit expliciteert de Ondernemingskamer zelf, *ibidem*, r.o. 3.16.

25 *Ibidem*, r.o. 3.15-3.18.

De rationale is dat indien er bij deze (rechts)personen andere belangen meespelen bij aanvaarding van het bod, de aanvaarding door die (rechts)persoon op zichzelf geen goede indicatie is van de waardering van het bod door de markt. Er kan worden gedacht aan de situatie dat het al dan niet slagen van het bod aanvullende consequenties kan hebben voor de betrokkene, bijvoorbeeld als dit een bestuurder is van de doelvennootschap. Daarnaast noemt de Ondernemingskamer "houders van (certificaten van) aandelen die hun (certificaten van) aandelen aanbieden op grond van een – ten tijde van het uitbrengen van het bod – op hen van toepassing zijnde regeling of met hen gesloten overeenkomst die meer of andere voorwaarden bevat dan de biedprijs", waaronder onder meer verstaan moeten worden "aandeelhouders in of werknemers van de doelvennootschap [die] in de gelegenheid worden gesteld om – anders dan door uitsluitend aanvaarding van een openbaar ruilbod – (certificaten van) aandelen in (een groepsmaatschappij van) de bieder te verwerven".²⁶

In dit kader merken we ten slotte nog op dat op grond van de in Nederland van toepassing zijnde biedingsregels geen sprake zal kunnen zijn van een gunstigere prijs voor bepaalde aandeelhouders.²⁷

3.4 Wezenlijk gunstigere positie?

Ten slotte merken wij nog op dat het bij een "wezenlijk andere positie" wat ons betreft alleen kan gaan om aandeelhouders die in een wezenlijk *gunstigere* positie verkeren.²⁸ Een nadeligere positie – en dat is bij, bijvoorbeeld, grote zittende aandeelhouders niet ondenkbaar – zou wat ons betreft geen reden moeten zijn om die aandelen niet mee te tellen. Als aandeelhouders bereid zijn om voor minder te verkopen, dan onderstreept dat de billijkheid van de (hogere) biedprijs juist des te meer. Hier heeft de Ondernemingskamer voor zover wij weten echter nog geen uitspraak over gedaan.

26 *Ibidem*, r.o. 3.15.

27 Art. 19 Besluit openbare biedingen Wft (en na het bod art. 5:79 Wft).

28 Zie (voorafgaand aan Reesink) in gelijke zin o.a. T. Saleminck, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (Serie Van der Heijden Instituut nr. 125)* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2014, par. 9.3.4.c.ii ("(...) Mits zij niet plaatsvinden tegen gunstiger voorwaarden dan onder het openbaar bod" (onderstreping auteurs)). Zie eveneens de noot van P.D. Olden bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 oktober 2008, *Ondernemingsrecht* 2009/24 ("Onderhandse aankopen na verkrijgbaar stellen van het biedingsbericht zullen op grond van art. 5:79 Wft gedurende een periode van een jaar nadat het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar is gesteld niet tegen gunstiger voorwaarden mogen plaatsvinden. Ik zie daarom niet in, waarom die aankopen niet even indicatief zouden zijn voor de marktappreciatie van de biedprijs als aankopen onder het bod: kennelijk zijn aandeelhouders alsnog bereid om voor die prijs van hun aandelen afstand te doen" (onderstreping auteurs)). Zie tevens in die zin M.W. Josephus Jitta in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 april 2017, *JOR* 2017/162, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Reesink 1*), onder 5 ("(...) er kunnen ook andere aan sommige aandeelhouders geboden voordelen onder vallen" (onderstreping auteurs)).

3.5 **Toepassing in uitkoopprocedures op grond van art. 2:92a en 2:201a BW**

Reesink betrof een uitkoop op grond van art. 2:359c BW. De Ondernemingskamer overwoog in Reesink dat deze overwegingen ook van betekenis zijn voor uitkoopprocedures op grond van art. 2:92a en 2:201a BW. Hoewel die bepalingen geen wettelijk prijsvermoeden bevatten, kan de Ondernemingskamer op grond van de acceptatiegraad van het bod en de overige omstandigheden van het geval oordelen dat zij de uitkoopprijs kan vaststellen zonder een deskundigenonderzoek te gelasten.²⁹

4. **Meewegen van vorderingen op derden bij de waardering en de interferentie tussen uitkoop en enquête: Xeikon en Sirowa**

In Xeikon en Sirowa speelde de vraag hoe de Ondernemingskamer, bij het bepalen van de uitkoopprijs, moet omgaan met mogelijke vorderingen van de vennootschap waarop de uitkoop ziet op de grootaandeelhouder of functionarissen van de vennootschap. We zetten hieronder eerst kort de feiten in deze twee langslpende zaken uiteen.

4.1 **Xeikon**

In Xeikon liepen een enquêteprocedure en de uitkoopprocedure door elkaar. De gedaagde minderheidsaandeelhouder in de uitkoopprocedure, Recalcico, was tevens verzoeker in een enquêteprocedure ten aanzien van de vennootschap Xeikon. De Ondernemingskamer hield iedere verdere beslissing in de uitkoopprocedure aan³⁰ totdat het onderzoeksverslag in de enquêteprocedure was gedeponereerd, omdat dit mogelijk licht zou werpen op de *fairness* van het openbaar bod en op de gedragingen voorafgaand en tijdens het openbaar bod.³¹ Niet uit te sluiten viel volgens de Ondernemingskamer dat de bevindingen in het onderzoeksverslag, het partijdebat daarover en de rechterlijke beoordeling daarvan in de enquêteprocedure van belang kunnen zijn in de uitkoopprocedure en voor de daarin door de te benoemen deskundigen te verrichten waardering. Er is aldus voldoende reden om het verloop van de procedures, alhoewel verschillend van aard, op elkaar af te

stemmen.³² De Ondernemingskamer stelde wel al vast dat was voldaan aan de eisen van art. 2:92a lid 1 BW.³³

De Ondernemingskamer stelt in de enquêteprocedure vervolgens wanbeleid vast.³⁴ Onderdeel van dat wanbeleid waren handelingen die de grootaandeelhouder bevoordeelden ten koste van de vennootschap (en dus: ten koste van de minderheidsaandeelhouders). In de uitkoopprocedure benoemt de Ondernemingskamer vervolgens een deskundige, en overweegt als volgt:

“[...] Bij de waardering van de over te dragen aandelen dient immers te worden uitgegaan van alle feiten en omstandigheden die de waarde bepalen, waaronder ook (mogelijke) vorderingen van de vennootschap op bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders. Daarbij verdient reeds opmerking dat er situaties denkbaar zijn waarin naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar moet worden geacht dat een vordering van een vennootschap uit hoofde van wanprestatie dan wel onrechtmatige daad op bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders niet bij de waardering van de aandelen wordt betrokken om de enkele reden dat de vennootschap – zonder dat daarvoor een objectieve rechtvaardiging bestaat – niet bereid zal zijn een dergelijke vordering in te stellen.”³⁵

Aangezien de waarde van de schadevergoedingsvorderingen niet nauwkeurig kan worden vastgesteld in de uitkoopprocedure en het niet juist zou zijn om de te benoemen waarderingsdeskundige daarmee te belasten, besluit de Ondernemingskamer de waarde te schatten. Daarbij wordt slechts beoogd de gevolgen van het wanbeleid in zodanige mate te verdisconteren in de uitkoopprijs dat deze kan worden aangemerkt als een redelijke en reële vergoeding, zodat de schade behoudend wordt geschat.³⁶ De Ondernemingskamer bepaalt dat Xeikon ruwweg EUR 42 miljoen heeft verloren, maar overweegt dat kosten zouden zijn gemoeid met het verhaal van de schade door Xeikon en dat er een procesrisico is en onzekerheden zijn met betrekking tot de verhaalbaarheid van de schade. Daarom draagt de Ondernemingskamer de door haar te benoemen deskundige op bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen

29 Ibidem, r.o. 3.22. Zie ook: Y.A. Wehrmeijer & I.M. Hendriks, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2017', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 152)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. I.5.2.1.

30 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juni 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/29, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *JOR* 2016/270, m.nt. M.W. Josephus Jitta, r.o. 2.8. Vgl. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 mei 2015, *ARO* 2015/150, waar de Ondernemingskamer in r.o. 3.11 al opmerkt dat een onderzoek is bevolen in de enquêteprocedure, maar wel een deskundigenbericht beveelt ter bepaling van de waarde van de aandelen. De Ondernemingskamer besluit bij tussenarrest van 21 februari 2017, *ARO* 2017/84, r.o. 2.8, opnieuw tot aanhouding. De Ondernemingskamer heeft bij beschikking van 6 februari 2018, *ARO* 2018/85, verbeterd bij beschikking van 6 april 2018, *ARO* 2018/86, wanbeleid vastgesteld.

31 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juni 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/29, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *JOR* 2016/270, m.nt. M.W. Josephus Jitta, r.o. 2.7.

32 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 februari 2017, *ARO* 2017/84, r.o. 2.7.

33 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 mei 2015, *ARO* 2015/150, r.o. 3.8.

34 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 februari 2018, *ARO* 2018/85, verbeterd bij beschikking van Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 april 2018, *ARO* 2018/86. Die beschikkingen zijn vervolgens overigens gecasseerd door de Hoge Raad wegens vormverzuim. Zie daarover nader T. Drenth, 'De Xeikon-beschikking van de Hoge Raad van 19 juli 2019: cassatie wegens vormverzuim', *MvO* 2019/8.5.

35 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juni 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/29, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *JOR* 2016/270, m.nt. M.W. Josephus Jitta, r.o. 2.7.

36 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 18 december 2018, *JOR* 2019/104, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee, r.o. 2.26.

met een waarde van EUR 30 miljoen.³⁷ De deskundige krijgt de volgende opdracht mee:

“Alles afwegende schat de Ondernemingskamer dat op de peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon behoorden vorderingen op derden tot vergoeding van door haar geleden schade en dat de waarde van die vorderingen toen (ten minste) € 30 miljoen bedroeg. De Ondernemingskamer zal de door haar te benoemen deskundige daarom opdragen bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen met een waarde van € 30 miljoen.”³⁸

De Ondernemingskamer benoemt expliciet het dilemma dat hier speelt: enerzijds zou het negeren van de toegebrachte schade leiden tot een uitkoopprijs die niet reëel en redelijk is, anderzijds gaat een nauwkeurige vaststelling van de aansprakelijkheid het bestek van de uitkoopprocedure te buiten.³⁹ Dit lost de Ondernemingskamer op door de vorderingen van Xeikon op derden tot vergoeding van de door deze derden geleden schade te betrekken bij de vaststelling van de uitkoopprijs, voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure. Hierbij wordt een parallel getrokken met de ratio van art. 2:343 lid 4 BW, waar een billijke verhoging kan worden toegekend in verband met gedragingen van andere aandeelhouders of van derden, indien aannemelijk is dat die gedragingen hebben geleid tot een vermindering van de waarde van de over te dragen aandelen en deze vermindering niet of niet volledig voor rekening van de uittredende aandeelhouder behoort te blijven.⁴⁰

In het eindarrest volgt de Ondernemingskamer de deskundige voor wat betreft de waardering van EUR 9,73 per aandeel, te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf de peildatum. Verder gaat de Ondernemingskamer uit van een verhoging van de waarde van de aandelen op de peildatum in verband met de "wanbeleidschade" van EUR 1,50 per aandeel.⁴¹

4.2 Sirowa

Ook in Sirowa ging het over de vraag of het onrechtmatig handelen jegens de vennootschap door de meerderheidsaandeelhouder/bestuurder, Warzecha, implicaties heeft voor de uitkoopprocedure. Het primaire verweer – dat de vordering moest worden afgewezen – werd door de Ondernemingskamer afgewezen; indien is voldaan aan de eisen van art. 2:201a lid 1 BW en art. 2:201a lid 4 BW niet van toepassing is, is de vordering tot uitkoop in beginsel

toewijsbaar.⁴² Daarmee was de vraag alleen nog of er bij de vaststelling van de prijs voor de aandelen rekening dient te houden met de onrechtmatige handelingen van Warzecha.⁴³ De Ondernemingskamer oordeelde op dat punt dat Warzecha de onderneming bewust heeft uitgehouden en zichzelf of aan hem verbonden entiteiten heeft bevoordeeld. Daargelaten dat dit handelen onrechtmatig is jegens de vennootschap, is dit handelen ook onrechtmatig jegens de (enige) minderheidsaandeelhouder.⁴⁴

De Ondernemingskamer gelast een onderzoek door een deskundige⁴⁵ en overweegt dat het gelet op de bijzondere omstandigheden van dit geval naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn indien de minderheidsaandeelhouder zou worden veroordeeld tot levering van zijn aandelen tegen een prijs die uitgaat van een waardering die in sterke mate is beïnvloed door de benadelende handelingen van de meerderheidsaandeelhouder/bestuurder.⁴⁶ De Ondernemingskamer overweegt als volgt:

- de deskundige dient de waardering vast te stellen op de waarde zoals die zou zijn vastgesteld als die feiten en omstandigheden niet hadden plaatsgevonden;
- de deskundige dient te abstraheren van de verwachting dat de vennootschap (Warzecha) er niet toe zal overgaan om een vordering uit onrechtmatige daad jegens Warzecha in te stellen.”⁴⁷

In het eindarrest overweegt de Ondernemingskamer dat als uitgangspunt geldt dat de uit te kopen aandeelhouder recht heeft op een reële en redelijke vergoeding voor zijn aandelen, die op grond van art. 1 Eerste Protocol EVRM "*reasonably related to their value*" moet zijn en in de woorden van art. 2:359c BW 'billijk'. Hiermee wordt geen andere maatstaf beoogd dan die van art. 2:201a BW.⁴⁸ Daarbij is niet relevant dat een eventuele vordering tot schadevergoeding (van de vennootschap of de minderheidsaandeelhouder) inmiddels is verjaard.⁴⁹ De wijze waarop rekening wordt gehouden met de benadelende handelingen strekt niet tot (volledige) vergoeding van mogelijk door de minderheidsaandeelhouder geleden schade, maar beoogt slechts die benadelende handelingen in zodanige mate te betrekken dat de uitkoopprijs redelijk is.⁵⁰ Op basis van het deskundi-

37 Ibidem, r.o. 2.27-2.28.

38 Ibidem, r.o. 2.28.

39 Ibidem, r.o. 2.21.

40 Ibidem, r.o. 2.22.

41 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 september 2021, ARO 2021/176, r.o. 2.22 en 2.24.

42 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 juli 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/30, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink, r.o. 3.1 en 3.3.b.

43 Ibidem, r.o. 3.5 en 3.7.

44 Ibidem, r.o. 3.14.

45 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 juli 2016, ARO 2016/192.

46 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 juli 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/30, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink, r.o. 3.15-3.16.

47 Ibidem, r.o. 3.16.

48 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 februari 2019, *JOR* 2019/105, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee, r.o. 2.16. Vaste rechtspraak sinds HR 11 september 1996, *JOR* 1996/113 (*ING/Offerhaus*), r.o. 4.2.4.5 (met verwijzing naar EHRM 21 februari 1986 (*James and others v. the United Kingdom*), r.o. 54) en bevestigd in EHRM 16 januari 2001, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*).

49 Ibidem, r.o. 2.18.

50 Ibidem, r.o. 2.19.

genrapport stelt de Ondernemingskamer de prijs vast op EUR 142,10 per aandeel, hetgeen significant hoger was dan de gevorderde uitkoopprijs van EUR 21,15 per aandeel.⁵¹

Het door de meerderheidsaandeelhouder ingestelde casatieberoep wordt verworpen.⁵² De Hoge Raad overweegt dat uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de wetgever ervan is uitgegaan dat aan de uitgekochte aandeelhouder een reële en redelijke vergoeding wordt toegekend, hetgeen strookt met art. 1 Eerste Protocol EVRM.⁵³ De Hoge Raad overweegt dat de rechter bij de keuze voor een waardebegrip of een wijze van waardevaststelling vrijheid toekomt en overweegt vervolgens:

"[...] De aard en de strekking van art. 2:201a BW verzetten zich dan ook niet ertegen dat de rechter, met het doel te komen tot een reële en redelijke vergoeding, bij het vaststellen van de prijs van de over te dragen aandelen, abstraheert van de gevolgen van handelingen van de uitkopende aandeelhouder die hebben plaatsgevonden voor de in art. 2:201a lid 5 BW bedoelde dag en die de waarde van de aandelen ten nadele van de uit te kopen aandeelhouder(s) hebben verminderd."⁵⁴

De Ondernemingskamer heeft dus geen blijk gegeven van een onjuiste rechtsopvatting door te abstraheren van de benadelende handelingen van de meerderheidsaandeelhouder/bestuurder waarmee hij zichzelf heeft bevoordeeld en de vennootschap en de minderheidsaandeelhouder heeft benadeeld.⁵⁵

4.3 Conclusie

De vraag in beide zaken is dus of en op welke wijze de Ondernemingskamer bij het vaststellen van de uitkoopprijs rekening moet houden met vorderingen op derden en, daarmee samenhangend, met de mogelijke (afgeleide) schade die is geleden door de uit te kopen minderheidsaandeelhouders. Hoewel de uitkoopprocedure niet de procedure is waarin aansprakelijkheid jegens de vennootschap vastgesteld moet of kan worden, hebben minderheidsaandeelhouders wel recht op een reële en redelijke vergoeding. Die vergoeding is soms lastig los te zien van de mogelijke waarde van deze vorderingen. De Ondernemingskamer benoemt dit dilemma expliciet in *Xeikon*.⁵⁶

In beide zaken betreft de Ondernemingskamer uiteindelijk de vorderingen op derden, maar zij volgt daarbij verschillende routes: in *Xeikon* schat zij dat de desbetreffende vorderingen op derden die tot het vermogen van *Xeikon* behoorden ten minste een bepaalde waarde hebben en krijgt de deskundige de opdracht mee deze waarde mee te nemen bij zijn waardering. In *Sirowa* moet de deskundige in zijn rapport het nadelig handelen van de grootaandeelhouder/bestuurder 'wegdenken'.⁵⁷

In beide zaken wordt een parallel getrokken met de ratio van de billijke verhoging in de geschillenregeling als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW. De toepassing van het leerstuk van de billijke verhoging in de uitkoopprocedure is nieuw.⁵⁸ Een alternatief had kunnen zijn om aansluiting te zoeken bij het leerstuk van afgeleide schade, waarvoor duidelijke regels zijn geformuleerd door de Hoge Raad.⁵⁹ De eisen die daaraan worden gesteld zijn strikter dan voor het toekennen van een billijke verhoging (denk aan problematiek rondom toerekenbaarheid en causaliteit, en het vereiste dat sprake moet zijn van een schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de aandeelhouder). De door de Ondernemingskamer gekozen route voorkomt een toetsing aan deze striktere voorwaarden.

De Hoge Raad sanctioneert de aanpak van de Ondernemingskamer in *Sirowa*. Hij oordeelt dat de aard en de strekking van art. 2:201a BW zich er niet tegen verzetten dat de rechter, met het doel te komen tot een "reële en redelijke vergoeding", bij het vaststellen van de prijs van de over te dragen aandelen, abstraheert van de gevolgen van handelingen van de uitkopende aandeelhouder die hebben plaatsgevonden voor de peildatum en die de waarde van de aandelen ten nadele van de uit te kopen aandeelhouder(s) hebben verminderd.⁶⁰ De Hoge Raad verwijst daarbij expliciet naar het hierboven al genoemde art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM, op grond waarvan de vastgestelde prijs van de over te dragen aandelen "reasonably related to" de waarde van die aandelen moet zijn.⁶¹

51 Ibidem, r.o. 2.38. Vgl. r.o. 2.3 van hetzelfde arrest, waaruit blijkt dat de deskundige de aandelen heeft gewaardeerd op EUR 157,94 per aandeel.

52 HR 6 november 2020, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten (*Sirowa*), r.o. 3.1.

53 Ibidem, r.o. 3.2, waar de Hoge Raad in voetnoot 4 verwijst naar *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3, p. 6 en 8. Overigens merkt Bulten in haar noot op dat de woorden "reële en redelijke vergoeding" niet terug te vinden zijn in die vindplaats (HR 6 november 2020, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten (*Sirowa*), onder 2).

54 Ibidem, r.o. 3.2.

55 Ibidem, r.o. 3.3.

56 Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 18 december 2018, *JOR* 2019/104, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee, r.o., 2.21. Zie tevens de noot van D.J.F.F.M. Duynstee onder Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 februari 2019, *JOR* 2019/105, onder 6.

57 Zie nader de noot van D.J.F.F.M. Duynstee onder Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 februari 2019, *JOR* 2019/105, onder 7.

58 In de literatuur is de nodige kritiek geuit op de billijke verhoging van art. 2:343 lid 4 BW; zie o.a. C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde (Serie Van der Heijden Instituut nr. 108)* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 335 en J.H.M. Willems, "Uitvoerbaarverklaring bij voorraad. Verhouding met het enquêterecht", in: C.D.J. Bulten e.a. (red.), *De nieuwe geschillenregeling*, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2011, p. 166.

59 Zie HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*) en recent HR 12 oktober 2018, *NJ* 2021/176, m.nt. G. van Solinge; *JOR* 2019/30, m.nt. J. de Bie Leuveling Tjeenk (*Potplantenkwekerij*).

60 HR 6 november 2020, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten (*Sirowa*), r.o. 3.2.

61 Ibidem, r.o. 3.2. Zoals door Bulten wordt opgemerkt in haar *JOR*-noot (HR 6 november 2020, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten (*Sirowa*), onder 3) spreekt de Hoge Raad in r.o. 3.2 van een prijs die "ten minste redelijk moet zijn"; het EHRM spreekt van een prijs "reasonably related to" de waarde van de aandelen (EHRM 16 januari 2001, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*)).

Minderheidsaandeelhouders kunnen dus via deze band aanspraak maken op, de facto, (afgeleide) schade, zonder daar een aparte procedure voor te starten (waarin de hierboven genoemde horden wel zouden moeten worden genomen). Een minderheidsaandeelhouder zal dan wel moeten wachten op een uitkoopprocedure.⁶²

5. De (on)mogelijkheid van verzet: Fortuna en Gemalto

5.1 Fortuna

In de verslagperiode is voor het eerst in lange tijd verzet ingesteld tegen een (bij verstek gewezen) uitkooparrest. Dit was het geval in Fortuna.⁶³ Fortuna is voor zover wij weten de eerste zaak waarin minderheidsaandeelhouders verzet hebben aangetekend tegen een uitkooparrest en vervolgens ook succesvol zijn geweest.⁶⁴

In de literatuur is de nodige discussie geweest over de mogelijkheid van verzet. Leijten heeft gewezen op de mogelijkheid van verzet als obstakel voor een efficiënte uitkoopprocedure. Zowel Leijten als Saleminck wijzen erop dat het wenselijk is voor de uitkoper om te bewerkstelligen dat ten minste één gedaagde verschijnt (art. 140 lid 3 Rv).⁶⁵ Daarover hieronder meer.

5.2 Verzettermijn

In Fortuna draaide het onder meer om de niet eerder in de jurisprudentie beantwoorde vraag wat de verzettermijn is bij een uitkooparrest waarbij gedaagden geen bekende woonplaats of bekend werkelijk verblijf in Nederland of elders hadden. De uitkoper betoogde dat dat vier weken moest zijn op basis van art. 143 lid 2 Rv, eerste zin.⁶⁶ De opposanten betoogden dat het acht weken moest zijn, of zelfs langer. De tweede zin van art. 143 lid 2 Rv kent een termijn van acht weken "*indien de gedaagde ten tijde van*

de in de eerste volzin bedoelde betekening of daad geen bekende woonplaats of bekend werkelijk verblijf in Nederland heeft, maar zijn woonplaats of werkelijk verblijf buiten Nederland bekend is". Dat was in deze zaak niet het geval; woonplaats en werkelijk verblijf buiten Nederland waren niet bekend. Dit is bij nagenoeg alle uitkoopprocedures na een openbaar bod het geval, omdat het doorgaans zal gaan om aandelen die zijn opgenomen in een giraal systeem. In het aandeelhoudersregister van de uitgevende instelling zal dan alleen de intermediair of het centraal instituut worden opgenomen.⁶⁷

Toch oordeelt de Ondernemingskamer, en oordeelt de Hoge Raad vervolgens ook, dat sprake moet zijn van een verzettermijn van – ten minste – acht weken. De Hoge Raad komt op basis van een redelijke wetsuitleg tot het volgende oordeel:

"Hieruit blijkt dat de wetgever praktische belemmeringen zag voor in het buitenland wonende gedaagden bij het instellen van het rechtsmiddel van verzet, die rechtvaardigen dat voor hen een langere verzettermijn geldt dan voor gedaagden die in Nederland wonen. Diezelfde praktische belemmeringen doen zich voor bij gedaagden die bij aanvang van de verzettermijn buiten Nederland wonen of verblijven, maar van wie op dat moment de woonplaats of het werkelijk verblijf niet bekend is. Een redelijke wetsuitleg brengt dan ook mee dat ook in het geval van laatstgenoemde gedaagden de verzettermijn acht weken bedraagt. Dit geldt ook indien de verzettermijn is aangevangen door tenuitvoerlegging van het vonnis als bedoeld in art. 143 lid 3 Rv."⁶⁸ (onderstreping auteurs)

Los van de acht weken is er ook nog art. 6 EVRM, dat als vangnet zou kunnen dienen als – kort gezegd – onverkorte toepassing van de regeling van de verzettermijn tot een resultaat leidt dat niet voldoet aan de eisen van een eerlijk proces als bedoeld in art. 6 EVRM, en wel in het bijzonder in een situatie waarin een bij verstek veroordeelde pas in het stadium van tenuitvoerlegging met het veroordelend vonnis bekend raakt.⁶⁹

Dit geeft enige onzekerheid voor uitkopers, maar geeft minderheidsaandeelhouders meer ruimte om in verzet te komen.

62 Tenzij er sprake zou zijn van een openbaar bod en de minderheidsaandeelhouder op basis van art. 2:359d BW zelf een uitkoop kan afdwingen. Zie daarover nader de noot van D.J.F.F.M. Duynstee bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 juli 2016, *Ondernemingsrecht* 2017/30 en de noot van D.J.F.F.M. Duynstee bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 februari 2019, *JOR* 2019/105, onder 12.

63 Zie o.a. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 2 oktober 2018, *JOR* 2019/10, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Fortuna 1*), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, *JOR* 2020/33, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Fortuna 2*), en HR 1 oktober 2021, *JOR* 2021/289, m.nt. A. Hammerstein (*Fortuna 3*).

64 Zie voor eerdere verzetpogingen: HR 23 juni 1993, *NJ* 1993/559, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN Amro*), HR 12 februari 1997, *NJ* 1997/377 (*ABN Amro*) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 april 2010, *JOR* 2010/184, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Getronics*).

65 Zie A.F.J.A. Leijten in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 april 2010, *JOR* 2010/184 (*Getronics*), onder 3 en T. Saleminck, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (Serie Van der Heijden Instituut nr. 125)* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2014, p. 283.

66 Art. 143 lid 2 eerste zin Rv luidt als volgt: "Het verzet moet worden gedaan bij exploit van dagvaarding binnen vier weken na de betekening van het vonnis of van enige uit kracht daarvan opgemaakte of ter uitvoering daarvan strekkende akte aan de veroordeelde in persoon, of na het plagen door deze van enige daad waaruit noodzakelijk voortvloeit dat het vonnis of de aangevangen tenuitvoerlegging aan hem bekend is."

67 Art. 8b Wge.

68 HR 1 oktober 2021, *JOR* 2021/289, m.nt. A. Hammerstein (*Fortuna 3*), r.o. 3.1.5.

69 HR 16 januari 2004, *NJ* 2005/191, m.nt. H.J. Snijders, r.o. 3.4. De Ondernemingskamer noemt dit arrest in Fortuna, zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, *JOR* 2020/33 (*Fortuna 2*), r.o. 3.7. Zie tevens concl. A-G Wissink, ECLI:NL:PHR:2021:149, bij HR 1 oktober 2021, *JOR* 2021/289, m.nt. A. Hammerstein (*Fortuna 3*), onder 4.39.5 e.v. en A. Hammerstein in zijn noot bij HR 1 oktober 2021, *JOR* 2021/289 (*Fortuna 3*), onder 5.

5.3 Gevolgen van de vernietiging van een uitkooparrest

Een andere vraag die in Fortuna aan de orde kwam is de vraag wat de gevolgen van de vernietiging van een reeds ten uitvoer gelegd uitkooparrest zijn. Meer specifiek is de vraag of de geldigheid van de overdracht van de aandelen als gevolg van de tenuitvoerlegging van het verstekarrest door middel van de consignatie alsnog wordt aangetast.⁷⁰ De gevolgen daarvan zouden zeer verstrekkend en, wat ons betreft, onwenselijk zijn.⁷¹ Het arrest van de Ondernemingskamer was niet geheel helder op dit punt.

De conclusie van de A-G betoogt dat geen sprake zou moeten zijn van aantasting van de geldigheid van de overdracht, omdat dit te veel onzekerheid zou creëren.⁷² Wij zijn het ermee eens dat een dergelijke vernietiging van een reeds ten uitvoer gelegd uitkooparrest – voor zover die vernietiging niet ziet op de toewijzingsgronden⁷³ – alleen gevolgen kan hebben voor de prijs, en niet op de overdracht als zodanig.⁷⁴

Wij sluiten ons ten slotte aan bij de suggestie van Josephus Jitta dat idealiter in de wet zou worden geregeld dat de Ondernemingskamer exclusief bevoegd is de gevolgen van een eventuele vernietiging van een uitkooparrest te regelen.⁷⁵ Hetzelfde geldt voor executiegeschillen; op dit moment geldt dat de Ondernemingskamer zelf niet bevoegd is om daarover te oordelen, zoals zij zelf ook overwoog in Corporate Express.⁷⁶

5.4 Gemalto

Om verzet te voorkomen kan het lonen om een uitkoopprocedure op tegenspraak te bewerkstelligen. In een dergelijk geval is immers geen verzet meer mogelijk. Dit gebeurt in de praktijk vaak, en is eenvoudig als er ook aandelen in de doelvennootschap worden gehouden door een STAK of door de vennootschap zelf.

Een voorbeeld daarvan waar deze materie – zij het zijdelings – ter sprake kwam was Gemalto. Gemalto hield zelf bij de start van het openbaar bod 217.095 aandelen in haar eigen kapitaal. Op het moment van dagvaarden ging dat

nog slechts om één aandeel. De uitkoper, Thales, zal voor de zekerheid de doelvennootschap mee hebben gedagvaard om een uitkoopprocedure op tegenspraak te bewerkstelligen (en om rechtsmacht voor de Ondernemingskamer te verzekeren, iets waar zij zich kennelijk zorgen om maakte).⁷⁷ De Ondernemingskamer vraagt zich in Gemalto af of Thales samen met Gemalto deze omstandigheid "kunstmatig heeft gecreëerd" en lijkt te suggereren dat sprake zou kunnen zijn van misbruik van de mogelijkheden van art. 7 lid 1 Rv en art. 8 sub 1 Brussel I-bis. De Ondernemingskamer kwam in die zaak tot de conclusie dat het antwoord in het midden kon blijven omdat de Ondernemingskamer rechtsmacht heeft op basis van art. 24 sub 2 Brussel I-bis.⁷⁸

In het kader van het bewerkstelligen dat de uitkoopprocedure op tegenspraak is, roept het echter de vraag op of het niet beter is in de praktijk de door de doelvennootschap gehouden aandelen niet over te dragen of deels in te trekken om zo enige zweem van misbruik buiten de deur te houden.⁷⁹ Wat ons betreft dient deze praktijk overigens een legitiem doel. Niet valt echter uit te sluiten dat de Ondernemingskamer dit in voorkomende gevallen anders zal zien. Het is niet ondenkbaar dat de Ondernemingskamer een dergelijke minderheidsaandeelhouder niet als verschenen gedaagde aanmerkt in gevallen waar de uitkoper en de verschenen gedaagde de voorwaarden voor toepassing van art. 140 lid 1 Rv kunstmatig hebben gecreëerd, en waar geen verweer wordt gevoerd.⁸⁰

6. Doorlooptijden

Het algemene beeld over de verslagperiode is dat het in ongecompliceerde zaken eigenlijk vrij goed gaat qua doorlooptijd.⁸¹ Sommige zaken duren – door verschillende complicaties – echter zeer lang. Xeikon en Sirowa zijn hierboven al besproken. Dit heeft bijvoorbeeld tot gevolg dat de "gemiddelde" looptijd in 2019 bijvoorbeeld ruim

70 Door middel van het consigneren gaat het recht op de aandelen immers onbezwaard over op de uitkoper; art. 2:359c lid 9 BW.

71 Zie ook M.W. Josephus Jitta in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, JOR 2020/33 (Fortuna 2), onder 9.

72 Zie concl. A-G Wissink, ECLI:NL:PHR:2021:149, bij HR 1 oktober 2021, JOR 2021/289, m.nt. A. Hammerstein (Fortuna 3), onder 4.33. Zie in soortelijke zin A. Hammerstein in zijn noot bij dit arrest, onder 9: "De strijd gaat niet over de overdracht, doch over de aangeboden prijs van de aandelen (...)."

73 Art. 2:359c lid 1 en 2 BW; art. 2:92a/2:201a lid 1 en lid 4 BW.

74 Zie in grotendeels gelijke zin M.W. Josephus Jitta in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, JOR 2020/33 (Fortuna 2), onder 9.

75 Ibidem.

76 Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 december 2010, JOR 2011/45, (Corporate Express), r.o. 3.22 en 3.25 en de noot van M.W. Josephus Jitta bij dit arrest, onder 6. Zie tevens M.W. Josephus Jitta in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, JOR 2020/33 (Fortuna 2), onder 9.

77 Dit laatste bleek overigens niet nodig, omdat de Ondernemingskamer rechtsmacht aanneemt o.g.v. art. 24 sub 2 Brussel I-bis. Zie daarover nader de noot van D.J.F.F.M. Duynstee bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 september 2019, Ondernemingsrecht 2020/34 (Gemalto).

78 De Ondernemingskamer baseerde dat oordeel op HvJ EU 7 maart 2018, NJ 2018/351, m.nt. G. van Solinge; JOR 2018/144, m.nt. J.H.L. Beckers (E.ON Czech/Dédouch). De Tsjechische en Nederlandse uitkoopprocedure verschillen overigens van elkaar in die zin dat een uitkoop naar Tsjechisch recht geschiedt door een besluit van de algemene vergadering, zonder dat daar in dat stadium een rechter aan te pas komt. Zie nader de hiervoor genoemde NJ-noot van G. van Solinge, o.a. onder 5 en onder 16.

79 Zie daarover nader de noot van D.J.F.F.M. Duynstee bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 september 2019, Ondernemingsrecht 2020/34 (Gemalto).

80 Zie in gelijke zin M.W. Josephus Jitta in zijn noot bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 januari 2020, JOR 2020/33 (Fortuna 2).

81 Zie voor de precieze cijfers per jaar de al genoemde jaarlijkse *Kroniek uitkoop en geschillenregeling* in de VCL-bundel; zie voetnoot 2. Zie voor de empirische gegevens in de periode 2008 tot en met 2013: T. Saleminck, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (Serie Van der Heijden Instituut nr. 125)* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2014, p. 302 e.v.

twintig maanden was en in 2020 bijna zestien maanden. Worden de grootste probleemgevallen daaruit weggenomen, dan schommelt de doorlooptijd eerder rond de acht maanden. In ongecompliceerde procedures is vier maanden niet ongebruikelijk. Dat is op zichzelf een prima score. Hier geldt echter nog steeds dat de Nederlandse uitkoopprocedure soms lang duurt en de nodige onzekerheden kent voor uitkopers.

7. Alternatief: eerdere overdracht?

Het valt buiten het bestek van deze bijdrage om uitputtend in te gaan op alternatieven voor de Nederlandse uitkoopprocedure. Wij noemen één punt.

Mede door diverse complicaties die hierboven hier en daar aan de orde zijn gekomen, kan het (soms: zeer) lang duren voordat de bidder na een openbaar bod 100% van de aandelen in de doelvennootschap verkrijgt. Die complicaties zien vrijwel nooit op de toewijzingsvereisten van de uitkoopvordering;⁸² veelal betreft het een meningsverschil over de vraag wat een billijke prijs is. Gezien de wijziging van koers van de Ondernemingskamer ter zake de peildatum, die sinds Unit4 veelal zal aansluiten bij de betaalbaarstelling onder de (na-)aanmeldingstermijn, is er wat ons betreft geen overtuigende reden meer waarom de overdracht van de aandelen niet al zou kunnen plaatsvinden voordat de eventuele discussie over de prijs is beslecht.

In dat kader merken wij op dat er andere jurisdicties zijn waar rechterlijke toetsing slechts geschiedt op verzoek van de minderheidsaandeelhouders en nadat de aandelen al zijn overgegaan.⁸³ Het is een politieke vraag of een regeling waarbij het initiatief tot rechterlijke toetsing geheel bij de minderheidsaandeelhouders ligt wel wenselijk is, aangezien deze groep vaak wordt gezien als een groep die baat heeft bij voldoende rechtsbescherming.

Waar het gaat om uitkoopprocedures volgend op een openbaar bod (doorgaans op grond van art. 2:359c BW), en waar bovendien sprake is van toepassing van het wettelijke prijsvermoeden omdat meer dan 90% van de aandelen onder het bod is aangemeld, kunnen wij ons voorstellen dat een procedure waarbij de aandelenoverdracht tegen de biedprijs plaatsvindt zonder uitkoopprocedure – met alleen een rechterlijke tussenkomst ná overdracht bij een eventueel bezwaar door één of meer minderheidsaandeelhouders – een uitkomst zou kunnen bieden. Dit zou uiteraard wel een wetswijziging vereisen.

⁸² Art. 2:359c lid 1 en 2 BW; art. 2:92a/2:201a lid 1 en lid 4 BW.

⁸³ Vgl. o.a. in het Verenigd Koninkrijk (s. 974-991 Companies Act 2006), België (art. 7:82 §1 Wetboek van vennootschappen en verenigingen en het Koninklijk besluit op de openbare uitkoopbiedingen en het Koninklijk besluit op de openbare overnamebiedingen) en (de algemene uitkoopregeling in) Duitsland (§ 327a-327f Aktiengesetz). Zie tevens de hierboven al genoemde Tsjechische regeling die aan de orde kwam in HvJ EU 7 maart 2018, NJ 2018/351, m.nt. G. van Solinge; JOR 2018/144, m.nt. J.H.L. Beckers (E.ON Czech/Dědouch).