

Uitkoopprocedure. Deskundige moet bij vaststelling prijs aandelen rekening houden met onrechtmatige handelingen van uitkoper. In Ondernemingsrecht 20...

Hof Amsterdam 05-07-2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, m.nt. Mr. D.J.F.F.M. Duynstee

Instantie

Hof Amsterdam

Datum

5 juli 2016

Zaaknummer

200.150.745/01

Noot

Mr. D.J.F.F.M. Duynstee

Annotatorprofiel

D.J.F.F.M. Duynstee

Folio weergave

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

Vakgebied(en)

Ondernemingsrecht (V)

Brondocumenten

ECLI:NL:GHAMS:2019:276, Uitspraak, Hof Amsterdam, 05-02-2019

ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, Uitspraak, Hof Amsterdam, 05-07-2016

Essentie

Uitkoopprocedure. Deskundige moet bij vaststelling prijs aandelen rekening houden met onrechtmatige handelingen van uitkoper.

Partij(en)

Sirowa

Uitspraak

1. Feiten Sirowa

Warzecha (eiser) houdt 95% van de aandelen in het geplaatste kapitaal van Sirowa International Holding B.V. (hierna: Sirowa) en is sinds 1998 (mede)bestuurder van deze onderneming. Sinds 2008 is Warzecha enig bestuurder van Sirowa. De overige 5% van de aandelen in het geplaatste kapitaal van Sirowa behoren toe aan Paabumets (gedaagde). Paabumets was tot 2004 bestuurder van Sirowa.

Op basis van art. 2:201a BW start Warzecha op 14 april 2014 tegen Paabumets een uitkoopprocedure.

Paabumets voert verweer en stelt primair dat de vordering van Warzecha moet worden afgewezen, omdat Warzecha misbruik maakt van zijn bevoegdheid om een vordering tot uitkoop in te stellen dan wel omdat toepassing van art. 2:201a BW in dit geval naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Aan dit verweer legt Paabumets ten grondslag dat (a) Warzecha onrechtmatig jegens hem heeft gehandeld door in zijn hoedanigheid van bestuurder van Sirowa opzettelijk handelingen te verrichten die hebben geleid tot een uitholling van de onderneming van Sirowa; (b) tot een bevoordeling van Warzecha en de aan hem verbonden entiteiten en; (c) tot een daling van de waarde van de aandelen van Paabumets. De door Warzecha ingestelde vordering tot uitkoop van Paabumets, vormt volgens Paabumets het sluitstuk van dit handelen met de bedoeling dat Warzecha voor een gering bedrag de aandelen van Paabumets kan verkrijgen.

Subsidiar stelt Paabumets zich in zijn verweer op het standpunt dat de prijs voor zijn totale aandelenpakket moet worden vastgesteld op € 320.000 (het bedrag dat in een *letter of intent* van 2003 staat genoemd). Meer subsidiar vraagt Paabumets de Ondernemingskamer om rekening te houden met de reeds door Warzecha verrichte onrechtmatige

handelingen bij de vaststelling van de prijs voor de aandelen.

Paabumets wijst op de volgende handelingen van Warzecha: (i) de verkoop van de door Sirowa gehouden aandelen in drie winstgevendende dochtervennootschappen tegen een niet marktconforme prijs aan SIA Health and Beauty Care RIGA (JSC), thans SIA Sirowa Group, waarvan Warzecha alle aandelen houdt en waardoor Sirowa verlies heeft geleden; (ii) het verstrekken van een lening door Sirowa aan een aan Warzecha gelieerde partij van meer dan € 2 miljoen tegen een (onaanvaardbaar laag) rentepercentage van 0,25% waarvan bovendien in 2013 meer dan de helft is kwijtgescholden dan wel afgeboekt; (iii) het verstrekken van een persoonlijke lening aan Warzecha door Sirowa van € 740.000 waarvoor geen zekerheid is gevraagd en waarover geen rente wordt betaald (periode 2003 – 2007); (iv) de bijstelling van de nominale waarde van de aandelen van € 45,38 naar € 20,89 per aandeel door Sirowa op 28 augustus 2007 en; (v) de verrekening van de persoonlijke lening aan Warzecha met het bedrag dat aan Warzecha toekwam ten gevolge van de bijstelling van de nominale waarde van de aandelen, terwijl aan Paabumets wegens onvoldoende cash flow het aan hem toekomende bedrag als gevolg van de bijstelling van de nominale waarde niet is uitbetaald (oktober 2007).

In de uitkoopprocedure spitst het geschil zich toe op de vraag welke prijs Warzecha dient te betalen voor de aandelen die Paabumets houdt in Sirowa.

2. Beslissing Sirowa

Ten aanzien van het primaire verweer van Paabumets stelt de Ondernemingskamer voorop dat art. 2:201a BW slechts zeer beperkte ruimte laat om eventuele onrechtmatige handelingen van de uitkopende aandeelhouder ten aanzien van de toewijsbaarheid van de vordering tot uitkoop mee te laten wegen. Een dergelijke vordering is in beginsel toewijsbaar, indien aan de eisen van art. 2:201a lid 1 BW is voldaan en art. 2:201a lid 4 BW^[1] niet van toepassing is. Dit is het geval, want Warzecha houdt 95% van het geplaatste kapitaal van Sirowa en kan 95% van de stemrechten in de algemene vergadering uitoefenen, en Paabumets heeft niet gesteld dat de omstandigheden van art. 2:201a lid 4 BW zich voordoen. Daarom overweegt de Ondernemingskamer dat de door Paabumets in dit verband gestelde feiten en omstandigheden niet kunnen leiden tot een geslaagd beroep op misbruik van omstandigheden of tot het niet toepassen van art. 2:201a BW op grond van strijd met redelijkheid en billijkheid (r.o. 3.3.b).

Wel benadrukt de Ondernemingskamer dat deze feiten en omstandigheden betrokken zullen worden bij de vaststelling van de uitkoopprijs. Vervolgens concludeert de Ondernemingskamer dat de door Paabumets gemotiveerd gestelde feiten en omstandigheden (hierboven genoemd onder (i) t/m (v)) door Warzecha onvoldoende gemotiveerd zijn betwist. Dit leidt tot het oordeel dat Warzecha de onderneming bewust heeft uitgehold en zichzelf of aan hem verbonden entiteiten heeft bevoordeeld. Dit heeft geleid tot zowel schade aan de vennootschap als een daling van de waarde van de door Paabumets gehouden aandelen (r.o. 3.14).

Het handelen van Warzecha moet als onrechtmatig worden gekwalificeerd jegens de vennootschap Sirowa en jegens Paabumets als enig aandeelhouder, aldus de Ondernemingskamer. Aan dit oordeel draagt bij dat het instellen van de vordering tot uitkoop als niets anders kan worden gezien dan als een sluitstuk van het handelen van Warzecha om de aandelen goedkoop te verkrijgen (r.o. 3.14).

De Ondernemingskamer gelast een deskundigenonderzoek naar de waarde van de over te dragen aandelen. De waarde van de over te dragen aandelen in Sirowa dient de deskundige te bepalen per datum van dit arrest met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die deze waarde bepalen. In dit kader overweegt de Ondernemingskamer dat vanwege de bijzondere omstandigheid dat Warzecha als bestuurder van Sirowa handelingen heeft verricht waarmee hij zichzelf heeft bevoordeeld en waarmee hij Sirowa en Paabumets heeft geschaad, het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn, indien Paabumets 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 Warzecha (r.o. 3.16).

De deskundige moet daarom (i) de feiten en omstandigheden die zich in de periode 2004-2007 hebben voorgedaan bij zijn waardering betrekken; (ii) de waarde van de aandelen vaststellen op de waarde zoals die zou zijn vastgesteld als de feiten en omstandigheden niet hadden plaatsgevonden en; (iii) abstraheren van de verwachting dat de vennootschap (de facto: Warzecha) er niet toe zal overgaan om een vordering uit onrechtmatige daad jegens Warzecha in te stellen (r.o. 4).

Noot

Auteur: Mr. D.J.F.F.M. Duynstee^[2]

3. Commentaar Xeikon en Sirowa

Deze uitspraken zijn van belang voor het bepalen van de waarde van de aandelen in een uitkoopprocedure. In beide procedures doet zich het probleem voor dat de te vergoeden waarde in belangrijke mate afhankelijk is of kan zijn van mogelijke vorderingen op derden, in dit geval bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders.

De Ondernemingskamer overweegt zowel in *Xeikon* (r.o. 2.7) als in *Sirowa* (r.o. 3.15) dat bij de bepaling van de waarde van de over te dragen aandelen alle feiten en omstandigheden die deze waarde bepalen moeten worden meegenomen waaronder de hiervoor genoemde vorderingen. Dat lijkt me juist en dit is een bevestiging van eerdere jurisprudentie, zie Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 22 april 2014, *JOR* 2014/231, r.o. 2.21 (*DIM Vastgoed*). Omstandigheden waar men dan aan kan denken zijn bijvoorbeeld de balans, tussentijdse cijfers, winstvooruitzichten, de aard van de onderneming, en vorderingen. In *Xeikon* en *Sirowa* oordeelt de Ondernemingskamer dat een mogelijke vordering die de vennootschap heeft op bestuurders, commissarissen en/of grootaandeelhouders bij de vaststelling van de uitkoop prijs van belang is, of kan zijn.

Het is dus mogelijk om onder omstandigheden bij de vaststelling van de uitkoop prijs in een uitkoopprocedure rekening te houden met afgeleide schade. Indien een vennootschap schade lijdt, daalt de waarde van de vennootschap. Dit zal bijna altijd leiden tot waardevermindering van de aandelen. Deze door de aandeelhouder geleden schade is echter niet op een lijn te stellen met de schade van de vennootschap, die een afgescheiden vermogen heeft en daarom zijn 'eigen' schade lijdt. De schade van de aandeelhouder is (van het vennootschappelijk vermogen) 'afgeleide schade' ^[4]. Uit *Poot/ABP* volgt dat een op onrechtmatige daad gegronde vordering tot schadevergoeding in principe alleen door het bestuur van de vennootschap kan worden ingesteld, en niet door de aandeelhouder zelf (tenzij kan worden aangetoond dat de derde een specifieke zorgvuldigheidnorm jegens de aandeelhouder heeft geschonden) ^[5]. De ratio van dit uitgangspunt is dat na toekenning van de vordering tot schadevergoeding van de vennootschap, de waarde van de vennootschap weer zal stijgen, en als gevolg daarvan ook de waarde van de aandelen ^[6].

In beide zaken overweegt de Ondernemingskamer dat met de onrechtmatige handelingen rekening zal moeten worden gehouden bij de waardering van de prijs van de aandelen. De Ondernemingskamer voorkomt zo dat de minderheidsaandeelhouder in een afzonderlijke procedure zijn schade als gevolg van de onrechtmatige handelingen vergoed moet zien te krijgen. In zoverre is deze oplossing van de Ondernemingskamer praktisch en sluit het aan bij de geschillenregeling ^[7]. Wel roept dit de vraag op hoe deze oplossing zich verhoudt tot het uitgangspunt van *Poot/ABP*, namelijk dat de aandeelhouder – in beginsel – geen zelfstandige vordering tot schadevergoeding toekomt.

Men kan zich immers evengoed afvragen of het niet beter zou zijn dat de minderheidsaandeelhouder na afloop van een uitkoopprocedure een procedure kan starten om zijn schade te verhalen indien de waarde van de vorderingen niet tot uiting is gekomen in de uitkoopprocedure. Deze schade zal mijns inziens niet kwalificeren als afgeleide schade op basis van het arrest *Kip/Rabobank* (HR 2 mei 1997, *NJ* 1997/662). *Kip* zag zich gedwongen om na onrechtmatige handelingen van de Rabobank zijn aandelen op een ongunstig moment te verkopen, "zodat de door de waardevermindering ontstane schade definitief ten laste van [Kips] vermogen is gekomen en niet meer kan worden opgeheven door een eventuele schadevergoeding", aldus de Hoge Raad ^[8]. Ook in het geval van een succesvolle uitkoopprocedure is de door de waardevermindering ontstane schade definitief ten laste van de uitgekochte aandeelhouder gekomen. Dit is mijns inziens tevens het geval op het moment dat hij veroordeeld wordt zijn aandelen tegen de door de Ondernemingskamer bepaalde prijs over te dragen aan de uitkoper, in welke uitkoop prijs de waarde van het vorderingsrecht niet verdisconteerd is; de waardevermindering kan vanaf dat moment – in ieder geval voor de uitgekochte aandeelhouder – niet meer worden goedge maakt door een geslaagde vordering van de vennootschap ^[9].

In dit kader dient nog opgemerkt te worden dat de Ondernemingskamer in een uitkoopprocedure de enige feitenrechter is. Haar oordeel zal dus niet in hoger beroep getoetst kunnen worden, terwijl dat in een aparte procedure zoals hierboven omschreven wel het geval zal zijn. Zie in gelijke zin Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2016/105 en Saleminck in zijn noot onder *JOR* 2016/271.

De vraag naar de onrechtmatigheid van de handelingen van een bestuurder/aandeelhouder en de vraag naar de gevolgen hiervan voor de waarde van de aandelen in een uitkoopprocedure moet duidelijk uit elkaar worden gehouden. De vraag of de handelingen van de bestuurders onrechtmatig zijn jegens de vennootschap, dient beantwoord te worden in een reguliere civiele aansprakelijkheidsprocedure, evenals de vervolgvraag of deze (onrechtmatige) handelingen leiden tot aansprakelijkheid van de bestuurder. Deze vaststelling hoort niet thuis in een uitkoopprocedure.

In dit kader is de uitspraak van de Ondernemingskamer in *Sirowa* opmerkelijk. Niet alleen stelt de Ondernemingskamer vast dat de onrechtmatige handelingen van de bestuurder van invloed zijn op de waardering van de aandelen van de minderheidsaandeelhouder, maar ook dat er onrechtmatig gehandeld is door de bestuurder van de vennootschap *Sirowa*. Een dergelijk oordeel valt mijns inziens buiten de bevoegdheid van de Ondernemingskamer, zowel in een enquêteprocedure maar zeker in een uitkoopprocedure, waarin de Ondernemingskamer in beginsel slechts de taak heeft de waarde van de aandelen vast te stellen.

Bovendien is het zeer de vraag of een rechter in een nadere aansprakelijkheidsprocedure wel tot dezelfde conclusie zou

komen als de Ondernemingskamer in *Sirowa*.

Wat zou de minderheidsaandeelhouder kunnen doen indien het bestuur van de vennootschap een aanzienlijke vordering op een voormalig bestuurder die onrechtmatig heeft gehandeld, niet verhaalt? Leijten adviseert de minderheidsaandeelhouder de weg van art. 2:346 BW te bewandelen. De aandeelhouder kan in een enquêteprocedure opvoeren dat het stilzitten van het bestuur gegronde redenen oplevert om aan een juist beleid te twijfelen. De aandeelhouder kan de Ondernemingskamer verzoeken een OK-functionaris te benoemen die exclusief bevoegd is om de vordering namens de vennootschap in rechte geldend te maken.^[10] Een goede gedachte, alleen zal het in de praktijk vaak niet altijd mogelijk zijn. Een minderheidsaandeelhouder die de drempel van art. 2:346 BW niet haalt – wat nu juist vaak het geval is bij een uitkoopprocedure –, is immers niet bevoegd om een enquêteprocedure in te stellen op de voet van art. 2:346 BW en zal derhalve ook geen verzoek tot benoeming van een OK-functionaris kunnen instellen.

De mogelijkheid die de Ondernemingskamer in onder meer *Xeikon* en *Sirowa* heeft opengesteld om in een uitkoopprocedure mogelijk aanspraak te kunnen maken op afgeleide schade is voor de minderheidsaandeelhouders een aantrekkelijke route. Als zij worden uitgekocht en uit zijn op een hogere prijs, biedt dit mogelijkheden en is dit aantrekkelijker dan – in de praktijk – moeizame vervolgpcedures. Ook zou de route van art. 2:359d BW een aanlokkelijk middel kunnen zijn voor de minderheidsaandeelhouder om binnen drie maanden na een openbaar bod zelf een uitkoop te forceren en in die uitkoop mogelijke afgeleide schade te kunnen vorderen.

Nog niet ter sprake kwam dat de Ondernemingskamer in de uitkoopprocedure van *Xeikon* het onderzoeksverslag van de enquêteprocedure van belang acht voor de door de OK vast te stellen prijs van de aandelen van de minderheidsaandeelhouders. Dat de Ondernemingskamer in *Xeikon* besluit het onderzoeksrapport af te wachten voor de waardering van de aandelen, is ook opmerkelijk. Het onderzoeksrapport bevat de bevindingen van de onderzoeker. De onderzoeker kan (op goede gronden) van mening zijn dat er sprake is van wanbeleid, maar dat betekent uiteraard niet dat de Ondernemingskamer vervolgens hetzelfde oordeel zal vellen in de enquêteprocedure.^[11]

En ook als de Ondernemingskamer wel wanbeleid vaststelt, betekent dat niet dat daarmee ook de onbehoorlijke taakvervulling ex art. 2:9 BW of onbehoorlijk bestuur ex art. 2:248 BW gegeven is. In *Laurus II* heeft de Hoge Raad immers bevestigd dat de door de Ondernemingskamer vastgestelde feiten in een nadere aansprakelijkheidsprocedure niet op voorhand vaststaan, zelfs niet behoudens tegenbewijs. De bewijskracht van het enquêtedossier is weliswaar groot, maar niet dwingend voor de rechter die in een eventuele aansprakelijkheidsprocedure de onrechtmatigheid van de handelingen van de bestuurders moet beoordelen.^[12]

Eiseres XBC verdedigt naar mijn mening in *Xeikon* dan ook terecht het standpunt dat voor de waardering van aandelen irrelevant is of in de enquêteprocedure al dan niet tot wanbeleid wordt geconcludeerd. Het gevaar ligt hier op de loer dat de uitkoopprocedure vermengd wordt met een lopende enquêteprocedure. Los van de juridische (on)wenselijkheid van een dergelijke vermenging van deze twee procedures, zal het in ieder geval grote impact hebben op de toch al niet geringe doorlooptijd van de uitkoopprocedures. Dat is zeker voor de uitkoper een onwenselijke ontwikkeling.

Open staat nog wel de vraag naar de bepaling van de waarde van de vordering op de bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders en daarmee van de uit te kopen aandelen. Zie in dit kader Josephus Jitta in *Ondernemingsrecht* 2016/105, sub 6 e.v. en *JOR* 2016/270, m.nt. Josephus Jitta, sub 6 e.v. Bijzonder is dat de Ondernemingskamer in *Sirowa* oordeelt dat de deskundige de waardering van de aandelen dient vast te stellen per datum van het arrest alsof die feiten en omstandigheden niet hadden plaatsgevonden.^[13] In de zaak *Sirowa* betekent dit dat de deskundige moet inschatten hoe de situatie sinds 2004 – het begin van de benadelende gedragingen – geweest zou zijn. Ga er maar aan staan. Men zou kunnen menen dat de waarderingsmethode van de deskundige voor de uitkoopprijs zo een wel erg speculatief karakter krijgt (zie over die waarderingsproblematiek M.N. van Dam en T.P. de Jong, 'Waardering van wanbeleid', *TOP* 2015/376). Zie ook *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink, sub 6. Salemink merkt terecht op dat het te betwijfelen valt of in een dergelijk geval de uitkoopprijs wel "reasonably related" is tot de waarde van de aandelen (EHRM 16 januari 2001, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*)).

Ten slotte wijs ik er nog op dat het tussenarrest in *Xeikon* is gewezen op 9 april 2015 maar in het openbaar is uitgesproken op 26 mei 2015. De vraag zou nog kunnen worden opgeworpen of mr. Ingelse, die op 1 mei 2015 is gedefungeerd, als rechter heeft deelgenomen aan de vaststelling van de volledige tekst van het tussenarrest. Indien dit niet het geval is zou dat betekenen dat het tussenarrest niet door het in art. 5 lid 2 en 3 en art. 66 lid 2 RO bepaalde aantal rechters gewezen is, zoals eerder in *Meavita* al aan de orde was (HR 18 november 2016, *RvdW* 2016/1184, r.o. 3.3.2 e.v.).

Voetnoten "Uitspraak"

[1]

Art. 2:201a BW is het equivalent voor de BV van art. 2:92a BW.

Voetnoten "Noot"

[2]

Dirk-Jan Duynstee is advocaat te Amsterdam.

[4.]

Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie*, Deventer: Kluwer 2004, p. 3. Zie tevens de noot van J.M.M. Maeijer onder HR 2 mei 1997, *NJ* 1997/662 (*Kip/Rabobank*).

[5.]

HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288 (*Poot/ABP*), m.nt. J.M.M. Maeijer, r.o. 3.4.1.

[6.]

Kroeze (2004) p. 5; HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288 (*ABP/Poot*), m.nt. J.M.M. Maeijer, r.o. 3.4.1.; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/288.

[7.]

Art. 2:343 lid 4 BW; zie hierover ook C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Deventer: Kluwer 2012, p. 334-335.

[8.]

HR 2 mei 1997, *NJ* 1997/662 (*Kip/Rabobank*), r.o. 3.6. "Hun vermogen" in de oorspronkelijke tekst van het arrest slaat hier op het vermogen van Kip en zijn vrouw, beide eisers tot cassatie.

[9.]

Zie ook de noot van J.M.M. Maeijer onder HR 2 mei 1997, *NJ* 1997/662 (*Kip/Rabobank*), onder 2.

[10.]

A.F.J.A. Leijten, 'De adhortatief in het enquêterecht: OK-functionaris en afgeleide actie' in *Marius geannoteerd*, (VDHI nr. 133) 2016/22.

[11.]

Zie ook de leidraad van de Ondernemingskamer voor onderzoekers in enquêteprocedures: 'Aandachtspunten, aanbevelingen en suggesties voor onderzoekers in enquêteprocedures (artikel 2:345 BW)', gewijzigd per 1 januari 2013, beschikbaar op: www.rechtspraak.nl/SiteCollectionDocuments/Aandachtspunten-aanbevelingen-en-suggesties-voor-onderzoekers.pdf. In paragraaf 4.5 van deze leidraad wordt beschreven dat het de onderzoeker vrij staat zijn mening te geven over de vraag of er sprake is van wanbeleid, maar dat het oordeel over die vraag is voorbehouden aan de Ondernemingskamer.

[12.]

HR 8 april 2015, *NJ* 2006/443 (*Laurus*), m.nt. G. van Solinge, r.o. 3.8.

[13.]

Zie Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, *Ondernemingsrecht* 2015/86. m.nt. Josephus Jitta (*Unit4*), waarin de Ondernemingskamer bepaalde dat voortaan, in uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod, de peildatum in beginsel gelijk zal zijn aan de datum van betaalbaarstelling onder het bod.