

WAARDERING VAN AANDELEN NA UNIT4

WAARDERING VAN AANDELEN NA UNIT4

Met een inleiding van
Jan Bernd Huizink

en bijdragen van:
Peter Ingelse
Marius Josephus Jitta
Karel Scheepers
Tom Salemink

 Wolters Kluwer

Deventer – 2016

Ontwerp omslag: Hans Roenhorst, www.H2Rplus.nl

ISBN 978 90 13 13788 0
NUR 827-715

© 2016 Wolters Kluwer Nederland BV

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever worden veeelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Wolters Kluwer Nederland BV legt de gegevens van de abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst.

De gegevens kunnen door Wolters Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Wolters Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.wolterskluwer.nl.

Inhoudsopgave

Ten geleide	7
<i>Jan Bernd Huizink</i>	
Waardering van aandelen na Unit4, inleiding	9
<i>Peter Ingelse</i>	
Unit4 en Nagron – hoe nu verder	13
<i>Marius W. Josephus Jitta</i>	
Inleiding	13
De uitspraak in Unit4	14
Gevallen waarin geen aansluiting op een daaraan voorafgaand openbaar bod mogelijk is	17
Voordelen van het nieuwe beleid	18
Standpunt ten aanzien van het nieuwe beleid	19
De ervaring met het deskundigenonderzoek in de periode 2000-2015	20
Het nieuwe beleid en een deskundigenonderzoek	21
Samenvattend	23
Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed	25
<i>Drs. K.W.M. Scheepers MIF</i>	
1. Inleiding	25
2. De Unit4 uitspraak vanuit bedrijfseconomisch perspectief	26
3. Gevolgen van het DIM Vastgoed-arrest voor waarderingen bij uitkoopprocedures	29
4. Gevolgen van het UNIT4-arrest voor waarderingen bij uitkoopprocedures	30
5. Minder vaak behoefte aan een waardering door deskundigen?	32
6. Conclusie	37

De proportionaliteit van een historische peildatum	39
<i>Tom Salemink</i>	
1. Inleiding	39
2. De peildatum in de uitkoopprocedure	40
2.1. Het belang van de peildatum	40
2.2. Het oude uitgangspunt sinds 2000	40
2.3. Het nieuwe uitgangspunt sinds Unit4	41
3. Het eigendomsrecht van art. 1 EP EVRM	41
3.1. Inleiding	41
3.2. Het toetsingskader	42
3.3. De verhouding tussen Unit4 en het eigendomsrecht	43
4. De proportionaliteit van een historische peildatum	44
5. Conclusie	46

Ten geleide

Jan Bernd Huizink

Ingevolge art. 2:92a BW kan degene die 95% in het geplaatste kapitaal van een naamloze vennootschap houdt de laatste 5 % uitkopen. De daartoe strekkende vordering moet aanhangig gemaakt worden bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam. De Ondernemingskamer kan één of drie deskundigen aanwijzen, die zich zullen uitspreken over de overdrachtprijs van de aandelen. Daarna stelt de rechter de prijs vast die de aandelen *op een door hem te bepalen dag* hebben. Art. 2:359c BW kent een min of meer gelijke voorziening die in 2007 speciaal is ingevoerd in het kader van de implementatie van de dertiende EU-richtlijn inzake het openbaar bod. In die regeling wordt voor de waardebeoordeling van de aandelen – een billijke prijs – aansluiting gezocht bij de hoogte van het openbaar bod. Uitgangspunt voor de Ondernemingskamer was dat de waarde van de uit te kopen aandelen bepaald moest worden naar – kort gezegd – het moment van overdracht. Dat moment kan geruime tijd liggen na het tijdstip waarop het openbaar bod gestand werd gedaan. Dat is lastig. Complicaties kunnen optreden rond de waardebeoordeling, bijvoorbeeld bij bedrijfsgevoelige informatie. Of omdat het ondernemersrisico dat de minderheidsaandeelhouders lopen na het overname bod meer en meer bepaald wordt door de concernstructuur zoals die na de overname is ontstaan. Of dat waardeinstijgingen makkelijker in de uiteindelijke inkoopprijs zijn te verdisconteren dan waardedalingen. Bovendien gaat het hier dikwijls om kostbare procedures. Op 7 juli 2015 is de Ondernemingskamer in een uitkoopprocedure tegen de gezamenlijke, niet bij naam bekende, houders van aandelen in het geplaatste kapitaal van UNIT4 N.V. daarom “omgegaan”. Als uitgangspunt zal voortaan 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. Het bijzondere van het omgaan van de Ondernemingskamer is dat dit eigenlijk “op eigen houtje” is gebeurd: het betrof een verstekzaak zodat er door de uit te kopen aandeelhouders geen verweer werd gevoerd en de zogenaamde peildatum tussen partijen geen punt van geschil vormde.

Voldoende reden om hier een ZIFO debatmiddag aan te wijden. Deze vond plaats op 26 november 2015. In deze bundel zijn de bijdragen van de sprekers van die middag opgenomen.

De middag werd voorgezeten en ingeleid door Peter Ingelse, tot 1 mei 2015 voorzitter van de Ondernemingskamer. Ingelse vraagt zich af wat de gevolgen zijn

van deze “kleine revolutie in uitkoopland”, en laat deze vraag uitmonden in een aantal indringende subvragen.

Marius Josephus Jitta zet, na een grondige analyse van de Unit4-beslissing, uiteen in welke gevallen er geen aansluiting op het aan de uitkoop voorafgaande openbaar bod mogelijk is, bespreekt de voordelen van de door de Ondernemingskamer ingezette lijn en beoordeelt die als positief. Ten slotte wordt in de bijdrage aandacht gegeven aan de gevolgen van de nieuwe lijn voor het deskundigen onderzoek.

Aansluitend daarop wordt de Unit4-uitspraak door Karel Scheepers vanuit bedrijfseconomisch perspectief beschouwd. In die beschouwingen wordt eveneens Dim Vastgoed betrokken en de gevolgen van beide beslissingen voor de waardering bij uitkoopprocedures ontleed. Ten slotte wordt de vraag gesteld – en in positieve zin beantwoord – of de nieuwe lijn er toe zal leiden dat er minder vaak behoefte bestaat aan waardering van aandelen door deskundigen.

De bijdrage van Tom Salemink onder de intrigerende titel “De proportionaliteit van een historische peildatum”, gaat vooral in op de vraag in hoeverre de nieuwe door de Ondernemingskamer ingezette lijn strijd oplevert met art. 1 EP EVRM. De door Salemink gekozen dogmatische benadering leidt opnieuw tot een positief oordeel over de koerswijziging.

Waardering van aandelen na Unit4, inleiding

Peter Ingelse¹

Ondernemingskamer is “om”. Ondanks breed gedeelde kritiek handhaafde de Ondernemingskamer jarenlang haar van 2000 daterende vaste rechtspraak: in uitkoopzaken² gold als peildatum voor de waardering van de aandelen de datum van het arrest dat tot overdracht van die aandelen veroordeelde. Dat was de datum die de datum van de overdracht zelf het best benaderde: *do ut des*. Op 7 juli 2015 overwoog de Ondernemingskamer in de zaak Unit4 dat deze benadering heroverweging verdient en besliste zij in een uitvoerig en fraai gemotiveerd arrest, kort gezegd

- dat in uitkoopprocedures volgend op een openbaar bod “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 tenminste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt” en
- dat in uitkoopprocedures zonder voorafgaand openbaar bod de datum van een tussenarrest met bevel deskundigenbericht als peildatum kan worden gekozen.³

De ratio van de “oude” benadering werd gevormd door het uitgangspunt dat de uit te kopen aandeelhouder tot de datum van de overdracht van zijn aandelen verstrekker van risicodragend kapitaal is en de voor- en nadelen verbonden aan de aandelen voor zijn rekening en risico dienen te blijven zolang hij aandeelhouder is.⁴

De kritiek op deze oude benadering hing samen met de lange duur van de procedure. In de periode tussen 2008 en 2011 nam de uitkoopprocedure 10 tot 14 maanden in beslag. De Ondernemingskamer was zich van de lange duur bewust en heeft maatregelen genomen die de duur terugbrachten tot acht maanden.⁵ Dat lijkt nog steeds lang voor zaken die voor het overgrote deel bij verstek worden afgehandeld. Uit de cijfers valt het niet precies af te leiden, maar naar schatting nam de Ondernemingskamer gemiddeld genomen de helft tot twee derden van de tijd

1 Peter Ingelse is mediator/arbitrer bij ReulingSchutte. Tot 1 mei 2015 was hij lid van het gerechtshof Amsterdam en voorzitter van de Ondernemingskamer. Deze inleiding is een bewerking van zijn inleidende woorden voor de ZIFO debatmiddag.

2 Artikelen 2:92a, 201a, 359c en 359d BW.

3 OK 7 juli 2015 ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, JOR 2015/234 met noot T. Salemink, overwegingen 3.17 en 18.

4 Rechtsoverweging 3.12.

5 Zie hierover T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss. Nijmegen) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 125), Deventer: Kluwer 2014, § 11.3.

voor haar rekening: raadkameren, schrijven, meelesen, vaststellen van de uitspraak en vooral: wachttijd.

In het Unit4 arrest constateert de Ondernemingskamer dat juist de met de oude benadering samenhangende complicaties bijdragen aan het oplopen van de doorlooptijden van uitkoopzaken, terwijl zowel eisers als gedaagden belang hebben bij een voortvarend verloop van de procedure, “zodat niet langer dan nodig onzekerheid bestaat over de toewijsbaarheid van de vordering en over de uitkoopprijs, zonder dat afbreuk wordt gedaan aan het uitgangspunt dat de vast te stellen uitkoopprijs billijk is.”⁶ De ratio van de oude benadering kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer om de volgende redenen worden gerelativeerd.

- In het biedingsbericht wordt in de overgrote meerderheid van de gevallen aangekondigd dat bij slagen van het bod een uitkoopprocedure aanhangig zal worden gemaakt. De aandeelhouders die niet op het bod ingaan weten dan vanaf het tijdstip dat de bieder ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft (alsmede 95% van de stemrechten) dat zij uitgekocht kunnen worden.
- In de periode tussen de gestanddoening van het bod en de datum van het eindarrest kan de identiteit van de doelvennootschap wijzigen, bijvoorbeeld door synergie-effecten, integratie van de doelvennootschap of reorganisatie. Dat kan zeer bepalend zijn voor de waarde. De minderheidsaandeelhouder wordt dan de facto aandeelhouder van een andere vennootschap.
- In de praktijk doet zich toch een zeker tijdsverloop (van ten minste enkele maanden en soms aanzienlijk meer) voor tussen enerzijds de datum van de gegevens waarop de deskundigen en de Ondernemingskamer zich bij de waarde- respectievelijk bij de prijsbepaling baseren en anderzijds de datum van het eindarrest.
- De Ondernemingskamer kan een hogere uitkoopprijs dan gevorderd vaststellen. Een lagere kan ook, maar alleen indien en voor zover de eiser zijn eis heeft vermeerderd. Dat is in verstek zaken lastig, terwijl in de meeste uitkoopzaken tegen een of meer gedaagden verstek wordt verleend. Dit vormt een drempel die het uitgangspunt verstoort dat de minderheidsaandeelhouder tot de datum van de overdracht het risico draagt van zowel waardevermindering als van waardeverhoging van de aandelen.

Op grond van deze en andere overwegingen komt de Ondernemingskamer tot haar beslissing de datum van de betaalbaarstelling onder het bod (na een openbaar bod) respectievelijk de datum van het tussenarrest met bevel deskundigenbericht (zonder openbaar bod) als peildatum aan te nemen. Dit uitgangspunt doet naar het oordeel van de Ondernemingskamer “recht aan de belangen van zowel eisers als gedaagden en draagt bij aan de rechtszekerheid en het terugdringen van de doorlooptijden.” In zijn algemeenheid kan niet worden gezegd dat dit leidt tot een uitkoopprijs die niet “reasonably related to its value” is en daarom strijd oplevert met artikel 1 Eerste

6 Rechtsoverweging 3.15, slot.

Protocol EVRM.⁷ Uitzonderingen blijven uiteraard denkbaar, bijvoorbeeld bij “een aanzienlijk tijdsverloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod (...) en de dag van dagvaarding”.⁸

In de zaak Nagron⁹ aanvaardde de Ondernemingskamer vervolgens kort na het Unit4 arrest ook het in opdracht van de eiser zelf uitgebrachte deskundigenbericht als grondslag voor de prijsbepaling. Het eindarrest werd gewezen binnen minder dan zeven weken na het uitbrengen van de dagvaarding.

In haar arrest van 11 augustus 2015 inzake B.V. Exploitatie van Pleisterplaatsen langs Autosnelwegen heeft de Ondernemingskamer onder verwijzing naar haar arrest inzake Unit4 de datum van het tussenarrest met bevel deskundigenbericht als peildatum gehanteerd.

Het lijkt erop, dat de Ondernemingskamer ernst maakt met het terugdringen van de doorlooptijd en dat de wijziging van de peildatum daarbij een krachtig middel is. In het bijzonder in zaken na openbaar bod zullen minder deskundigenrapportages nodig zijn, hetgeen op zichzelf natuurlijk al stroomlijning geeft. Voordeel daarvan is bovendien dat de eveneens actuele problematiek van de door eiser en/of doelvennootschap gewenste vertrouwelijkheid van de aan de deskundige te verschaffen gegevens¹⁰ niet althans minder speelt. Hetzelfde geldt, indien de eiser in een zaak zonder openbaar bod een adequaat eigen deskundigenrapport overlegt en de Ondernemingskamer dat als voldoende aanvaardt.

Wat nu zijn de gevolgen van deze kleine revolutie in uitkoopland? En, wellicht nog belangrijker vraag: is het evenwicht tussen uitkoper en minderheidsaandeelhouder inderdaad bewaard gebleven en zijn er geen ongewenste bijverschijnselen? De koerswijziging betekent in ieder geval dat het moment van risico-overgang en betaling uiteen worden gehaald en dat daarmee het *do ut des* principe wordt verlaten. Er is een periode waarin de aandeelhouder weliswaar formeel risicodragend kapitaal verschaft, maar waarin winst of verlies niet meer voor zijn rekening komt. Tenminste, als de 95+ aandeelhouder daadwerkelijk uitkoop vordert. Hij kan er ook van afzien of de vordering uitstellen.¹¹ De positie van de minderheidsaandeelhouder kan derhalve een tijdje onzeker blijven. En ondertussen beschikt hij niet over de tegenwaarde om elders “echt” risicodragend te kunnen investeren. Hier-tegenover staat dat volgens de motivering van de Ondernemingskamer de relevante periode in de meeste gevallen kort kan zijn. Weegt dit voordeel niet op tegen het nadeel indien men tevens bedenkt dat investeren en risico dragen in het alternatief, de oude benadering, in tijd weliswaar parallel lopen, maar dat die tijd langdurig is,

7 Rechtsoverweging 3.17.

8 Rechtsoverweging 3.18.

9 Ondernemingskamer 28 juli 2015 ECLI:NL:GHAMS:2015:3087, JOR 2015/261 met noot P.D. Olden.

10 Ondernemingskamer 28 oktober 2014 ECLI:NL:GHAMS:2014:4393 (DIM) en Ondernemingskamer 24 februari 2015 ECLI:NL:GHAMS:2015:642 (Teleplan).

11 Een minderheidsaandeelhouder kan ook overname door de 95+ aandeelhouder vorderen op de voet van artikel 2:359d BW, maar het is de vraag of dat in het licht van het geringere belang een gelijkwaardige mogelijkheid is.

terwijl de aard en inhoud van dat risico gewijzigd zijn? Is de “onzuiverheid” van de nieuwe benadering wellicht te verkiezen indien de nieuwe benadering haar pretenties, met name de korte duur van de procedure, waar maakt?

Ik som een aantal subvragen op.

- Zal de gewijzigde peildatum daadwerkelijk leiden tot kortere doorlooptijden? Saleminck betwijfelt dat.¹²
- Wordt inderdaad geen afbreuk gedaan aan de vaststelling van een billijke prijs?
- Voor kritische aandeelhouders wordt het minder aantrekkelijk om te blijven zitten op de grond dat een openbaar bod naar hun mening te laag is. Vervullen zij geen nuttige functie?
- Werpt de vervroegde peildatum zijn schaduw niet vooruit op het biedproces? Of wel wordt – doordat minder kritische aandeelhouders blijven zitten – niet makkelijker de 95% grens bereikt, hoeft dus de bieder minder zijn best te doen en kan hij een lagere prijs bieden?
- Wat gaat de Ondernemingskamer doen, als eiser stelt dat de waarde sinds het bod juist aanmerkelijk is gedaald en dat de waarde per “heden”, te weten de mogelijk welgekozen datum van de dagvaarding, moet worden genomen?
- Geeft de nieuwe koers de 95% aandeelhouder niet meer ruimte om de informatie die hij heeft strategisch in te zetten? Dus: bij lagere waarde kan hij gedocumenteerd stellen dat als peildatum “heden” moet worden genomen. Bij hogere waarde, die mogelijk alleen hij kent, zal hij aanknopen bij de datum van de betaalbaarstelling van het bod, bij de datum van de dagvaarding onder aanbieding van een door hem gestuurd deskundigenrapport of eerst maar eens afwachten?
- Met andere woorden kan de eiser – mede ermee rekening houdend dat het zeker in verstekzaken in belangrijke mate de eiser is die de regie over de te verstrekken gegevens heeft – van de *downside* profiteren zonder last te hebben van de *upside*?
- Tendeert Unit4 daarmee mogelijk naar een in feite materieelrechtelijke regel dat 95% + geslaagd bod = 100% tegen de biedprijs, tenzij de bieder dat te veel vindt?
- *Is Unit4 wel 1^e Protocol-proof?*

Suggestieve vragen? Zeker, aan de sprekers/schrijvers om ze vanuit juridisch en bedrijfseconomisch perspectief te beantwoorden.

12 Zie zijn hiervoor genoemde noot onder Unit 4 in JOR 2015/234 onder 7.

Unit4 en Nagron – hoe nu verder¹

Marius W. Josephus Jitta²

Inleiding

1. Met de principiële uitspraak in Unit4³ is de Ondernemingskamer teruggekomen op het door haar vanaf 2000 gevoerde beleid dat in uitkoopprocedures⁴ de prijs van de aandelen waarvan de overdracht gevorderd wordt, moet worden bepaald per een tijdstip dat zo dicht mogelijk ligt bij de datum waarop de overdracht van de betrokken aandelen moet plaatsvinden. De Ondernemingskamer bepaalde tot de uitspraak in Unit4 de prijs daarom per de datum van het eindarrest waarbij de vordering werd toegewezen. De gedachte hierbij was niet alleen dat op deze wijze eventuele veranderingen in de waarde van de uit te kopen aandelen zo veel mogelijk konden worden meegenomen. De gedachte was daarbij ook dat de uit te kopen minderheidsaandeelhouders als verstrekkers van risicodragend kapitaal tot het tijdstip van overdracht op die manier de upsides en de downsides die aan de door hen gehouden aandelen verbonden zijn, bleven dragen. De Ondernemingskamer volgde dit beleid zowel in gevallen dat aan de uitkoopprocedure een openbaar bod was vooraf gegaan als in gevallen dat er geen openbaar bod was geweest.

2. Voordat de Ondernemingskamer vanaf 2000 dit beleid volgde, pleegde zij in de gevallen waarin er een openbaar bod was geweest, voor de bepaling van de prijs in de uitkoopprocedure aan te sluiten bij de biedprijs. Als peildatum, waarop op grond van de wettelijke regeling ook de wettelijke rente ingaat, hanteerde de Ondernemingskamer in die tijdverschillende tijdstippen: soms het einde van de aanmeldingstermijn en in andere gevallen de datum van betaalbaarstelling van de biedprijs of de datum van dagvaarding in de uitkoopprocedure. Voorwaarde voor het kunnen aansluiten bij een openbaar bod was daarbij wel dat de periode tussen het openbaar

1 Dit artikel is de uitwerking van een presentatie tijdens de ZIFO-Debatmiddag Waardering van aandelen na Unit4, die op 26 november 2015 is gehouden. Het is aangevuld met rechtspraak en literatuur die na die datum zijn verschenen. In dat verband noem ik “De OK kiest voor een historische peildatum bij uitkoopprocedures” van O.J.W. Schotel in Maandblad voor Ondernemingsrecht 2015, p. 49.

2 Advocaat bij Stibbe N.V.

3 OK 7 juli 2015, JOR 2015/234 m.nt. Salemink, Ondernemingsrecht 2015/86 met commentaar Josephus Jitta.

4 Hieronder versta ik in dit verband zowel de procedures op grond van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW.

bod en het tijdstip van dagvaarden niet te lang was. Een periode van twee of drie jaar werd daarbij niet onredelijk geacht.⁵

3. Het door de Ondernemingskamer vanaf 2000 gevoerde beleid had grote praktische bezwaren. Het belangrijkste bezwaar was dat het bijdroeg aan een lange duur van uitkoopprocedures. In veel procedures, ook wanneer betrekkelijk kort voor de dagvaarding een openbaar bod was afgewikkeld, benoemde de Ondernemingskamer deskundigen met het oog op de door de Ondernemingskamer te bepalen waarde van de uit te kopen aandelen. Zelfs kwam het voor dat, nadat een deskundigenrapport was uitgebracht, procedures zich zo lang voortsleepten dat vanuit het uitgangspunt dat de prijs van de uit te kopen aandelen moest worden bepaald per een datum zo dicht mogelijk bij het eindarrest, een nader of nieuw deskundigenrapport moest worden uitgebracht.

De uitspraak in Unit4

4. In Unit4 heeft de Ondernemingskamer afstand gedaan van het door haar vanaf 2000 gevoerde beleid en beslist de peildatum ook in andere zaken te zullen verleggen, t.w. naar de datum van betaalbaarstelling onder een openbaar bod⁶ c.q. indien de Ondernemingskamer een deskundigenbericht beveelt, als peildatum de datum van het tussenarrest waarbij het deskundigenbericht wordt bevolen, te zullen bepalen. De Ondernemingskamer kondigde daarbij aan in het algemeen de datum van betaalbaarstelling ook als peildatum te zullen hanteren indien degene die de uitkoop vordert ten minste 95% van het kapitaal houdt⁷ en de uitkoop op een redelijke termijn na afwikkeling van een openbaar bod wordt gevorderd. De suggestie om de peildatum per een door de Ondernemingskamer te wijzen tussenarrest waarbij de Ondernemingskamer zou vaststellen dat de vordering tot uitkoop voor toewijzing vatbaar was en alleen nog de prijsbepaling zou moeten plaatsvinden, te bepalen, was door Salemink recent in zijn proefschrift gedaan.⁸ Door de peildatum eerder te stellen zal het in minder gevallen nodig zijn deskundigen te benoemen en wordt tegelijkertijd de complicatie die onder het nu “oude” beleid bestond waarbij de peildatum de datum van het eindarrest was maar het feitelijke

5 Zie bijvoorbeeld de noot van Maeijer onder HR 11 september 1996, NJ 1997/176 (ING).

6 De Ondernemingskamer behoudt zich hierbij de mogelijkheid voor om, indien de omstandigheden daartoe aanleiding geven, van dit uitgangspunt af te wijken.

7 En indien de uitkoop wordt gevorderd op grond van art 2:201a of art. 2:359c BW ook ten minste 95% van de stemrechten. De uitkoop kan ook gevorderd worden door verschillende aandeelhouders die met elkaar in een groep verbonden zijn. Ik heb het hierna steeds over de “enkelvoudige” eiser zonder daarbij te vermelden dat het ook om verschillende met elkaar in een groep verbonden ondernemingen kan gaan. Ook noem ik verder niet dat indien op grond van art. 2:359c BW de uitkoop wordt gevorderd art. 2:359a BW met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten gelijk stelt aan aandelen.

8 T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 125, Deventer, Kluwer 2014, p.241. Eerder werden vergelijkbare voorstellen gedaan door J. den Boer, ‘Naar een rationeel waarderingsstijdstip bij de uitkoop- en geschillenregeling’, WPNR 2002/6487, pp. 339-346 en P. Ingelse, ‘Laat rechters (en leden van de Ondernemingskamer) tot hun 75^e doorwerken’, Mr, 2012-10, p.35.

waarderingstijdstip eerder lag, ondervangen.⁹ Salemink verdedigde dat deze knip in alle gevallen zou moeten worden aangebracht, ook in de gevallen dat aan de uitkoopprocedure een recent openbaar bod was vooraf gegaan. Voor Salemink was de strijdigheid die anders (mogelijk) zou bestaan met artikel 1 Eerste Protocol EVRM een belangrijke factor.

5. In Unit4 heeft de Ondernemingskamer voordat zij de wijziging van het beleid motiveert op de volgende complicaties gewezen waartoe de “oude” leer leidde. Samengevat en gedeeltelijk parafraserend luiden die:¹⁰

- Er kan onzekerheid bestaan over de vraag of de tussen een openbaar bod en de datum van het eindarrest verstreken periode nog zo “beperkt” is dat zonder meer bij het bod kan worden aangesloten. Of bij een bod aangesloten kan worden is daarbij ook afhankelijk is van de omstandigheden van het concrete geval.
- Indien de peildatum gelijk is aan de datum van het eindarrest, kan niet zonder meer als regel worden gehanteerd dat dividenduitkeringen in de periode tussen het bod en het eindarrest in mindering strekken op de uitkoopprijs. Per geval moet dan beoordeeld worden of de uitkoopprijs per datum van het eindarrest niettemin kan worden bepaald op de biedprijs verminderd met een eventuele de dividenduitkering. Als dat niet mogelijk is, zou toch een deskundigenonderzoek moeten plaatsvinden.
- Bij toepassing van het uitgangspunt dat de peildatum gelijk is aan de datum van het eindarrest is het, indien niet zonder meer kan worden aangesloten bij de biedprijs, nodig dat actuele gegevens beschikbaar zijn met betrekking tot de doelvennootschap om aan de hand daarvan de prijs van de uit te kopen aandelen te bepalen. Daarbij rijst telkens de vraag of kan worden volstaan met een “omstandigheden-verklaring” van een accountant (die op basis van een door hem verricht onderzoek verklaart dat zich sinds het openbaar bod geen feiten en omstandigheden hebben voorgedaan die een hogere prijs dan de biedprijs rechtvaardigen), welke waarde aan een dergelijke verklaring in het betrokken concreet geval kan worden gehecht en of niet alsnog deskundigen benoemd moeten worden. Wanneer een deskundigenonderzoek wordt bevolen, kan, zoals in de praktijk is gebleken, spanning optreden tussen het belang van de doelvennootschap bij geheimhouding van bedrijfsgevoelige informatie die de deskundige nodig heeft voor de waardering, en het recht van hoor en wederhoor van de gedaagde minderheidsaandeelhouders die de mogelijkheid moeten hebben van de informatie die aan de deskundige wordt verstrekt, kennis te nemen en daarop te reageren. De Ondernemingskamer realiseerde zich daarbij ook dat dit spanningsveld minder wordt al naar gelang de deskundige minder recente informatie zou kunnen gebruiken.

⁹ In sommige gevallen werd hier enigszins een mouw aangepast door rekening te houden met een geschat rendement in de tussenliggende periode.

¹⁰ Arrest Unit4 r.o. 3.15.

6. De Ondernemingskamer vatte dit als volgt samen: “De[ze] consequenties van het uitgangspunt dat de peildatum gelijk is aan de datum van het eindarrest dragen bij aan het oplopen van de doorlooptijden van uitkoopzaken en leiden tot aanzienlijke directe kosten (kosten verbonden aan een “omstandigheden-verklaring” en een deskundigenonderzoek) en indirecte kosten (als gevolg van uitstel van volledige integratie van de doelvennootschap) voor eisers in uitkoopzaken”, terwijl “[o]ok het belang van gedaagden in uitkoopprocedures is gediend bij een voortvarend verloop van de procedure, zodat niet langer dan nodig onzekerheid bestaat over de toewijsbaarheid van de vordering en over de uitkoopprijs, zonder dat afbreuk wordt gedaan aan het uitgangspunt dat de vast te stellen uitkoopprijs billijk is.”

7. De Ondernemingskamer motiveerde de wijziging van haar beleid uitvoerig. Opnieuw samenvattend luidt die motivering:¹¹

- In de meeste gevallen wordt in het biedingsbericht aangekondigd dat indien een bod slaagt een uitkoopprocedure zal worden gevoerd. Vanaf het moment dat de bieder ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft¹² zijn de minderheidsaandeelhouders afhankelijk van de grootaandeelhouder of zij hun aandelen kunnen blijven houden.
- Het argument dat de minderheidsaandeelhouders tot de datum van de overdracht tot de positieve of negatieve waardeontwikkeling van hun aandelen gerechtigd zouden moeten zijn, verliest aan kracht al naar gelang de doelvennootschap wijzigt als gevolg van het bod terwijl de minderheidsaandeelhouders daarop noch in positieve noch in negatieve zin invloed op kunnen uitoefenen.
- Ook bij toepassing van het uitgangspunt dat de peildatum gelijk is aan de datum van het eindarrest, is onvermijdelijk dat in de praktijk altijd sprake is van een tijdsverloop van in het beste geval enkele maanden (bijvoorbeeld omdat partijen nog op het deskundigenrapport willen reageren) tussen de datum van de gegevens waarop de deskundigen en de Ondernemingskamer zich bij de waarde- respectievelijk de prijsbepaling baseren, en de datum van het eindarrest. Ook wanneer de Ondernemingskamer de uitkoopprijs op basis van de biedprijs bepaalt is meestal van een dergelijk tijdsverloop – in dat geval tussen het moment van afwikkeling van het bod en de datum van het eindarrest – sprake. Daarbij ontvangen de minderheidsaandeelhouders geen rendement over de tussenliggende periode.
- Het uitgangspunt dat de peildatum gelijk is aan de datum van het eindarrest, kan in de praktijk tot een processuele ongelijkheid tussen de eiser en de minderheidsaandeelhouders leiden. Indien in de loop van de procedure de waarde van de aandelen stijgt, kan de Ondernemingskamer deze waardeontwikkeling zonder meer volgen, omdat de Ondernemingskamer in dat geval minder toewijst dan gevorderd. Indien in de loop van de procedure de waarde van de aandelen daalt, moet een eiser zijn vordering vermeerderen wil de Ondernemingskamer de uitkoopprijs lager kunnen vaststellen dan oorspronke-

¹¹ Arrest Unit4 r.o. 3.16.

¹² En indien de vordering is gebaseerd op art. 2:359c BW of art. 2:201aBW ook ten minste 95% van de stemrechten en overigens in alle gevallen is voldaan aan de ontvankelijkheidsvoorwaarden.

lijk gevorderd. Omdat meestal niet alle minderheidsaandeelhouders in de procedure zijn verschenen, zal het voor een dergelijke eisvermeerdering meestal nodig zijn dat de eiser de niet verschenen minderheidsaandeelhouders opnieuw bij exploit oproept. Dat leidt tot kosten en verdere vertraging en daarmee tot het doorlopen van de indirecte kosten voor de eiser, waaraan de verkrijging van de door de minderheidsaandeelhouders gehouden aandelen juist een einde moet maken. Dat en de onzekerheid over de termijn waarop uiteindelijk het eindarrest gewezen zou worden en de onzekerheid over de door de Ondernemingskamer ook na een eisvermeerdering te bepalen prijs, leidt er toe dat niet snel tot een dergelijke eisvermeerdering besloten zal worden. Dat geldt in versterkte mate indien het aantal uit te kopen aandelen en het met de uitkoop gemoeide bedrag beperkt is. Dit effect verstoort het uitgangspunt dat de minderheidsaandeelhouder tot de datum van de overdracht niet alleen tot een eventuele waardestijging gerechtigd zou moeten zijn maar ook een eventuele waardedaling van zijn aandelen zou moeten dragen.

8. De Ondernemingskamer overwoog daarbij dat, afgezien van de bijzondere omstandigheden van een concreet geval, niet kan worden gezegd worden dat het bepalen van de peildatum op de datum van de betaalbaarstelling onder een openbaar bod, zou leiden tot een uitkoopprijs die niet “*reasonably related to its value*” is en daarom strijdig zou zijn met artikel 1 Eerste Protocol EVRM. Voor het geval sprake is van bijzondere omstandigheden hield de Ondernemingskamer in haar uitspraak in Unit4 de mogelijkheid om af te wijken van het nieuw door haar geformuleerde uitgangspunt, voor.

Gevallen waarin geen aansluiting op een daaraan voorafgaand openbaar bod mogelijk is

9. In de gevallen dat aan een uitkoopprocedure geen openbaar bod vooraf is gegaan of tussen de datum van betaalbaarstelling en de dagvaarding een te lange periode ligt,¹³ kondigde de Ondernemingskamer aan de datum van het tussenarrest waarbij de Ondernemingskamer oordeelt dat aan de formele eisen voor toewijzing van de vordering is voldaan en een of meer deskundigen benoemt om de waarde van de aandelen te bepalen, als peildatum zal kunnen worden gekozen. De Ondernemingskamer bepaalde de peildatum inmiddels op de datum van het tussenarrest in drie gevallen: de uitkoop van minderheidsaandeelhouders in B.V. tot Exploitatie van

13 De Ondernemingskamer noemt in haar uitspraak naast het geval dat een te lange periode ligt tussen de datum van betaalbaarstelling onder een bod en de datum van dagvaarding, ook de mogelijkheid dat een te lange periode ligt tussen het overschrijden van de 95%-grens en de datum van dagvaarding. Dit lijkt mij een minder gelukkige formulering, omdat het bereiken van de 95%-grens niets zegt over de voorwaarden waarop een meerderheidsaandeelhouder na afwikkeling van een door hem uitgebracht bod, verdere aandelen heeft verkregen. Waarschijnlijk heeft de Ondernemingskamer met het noemen van deze mogelijkheid bedoeld te zeggen dat ook indien de grens van 95% pas na de betaalbaarstelling onder een bod wordt bereikt, in principe ook bij de datum van betaalbaarstelling aangesloten zal kunnen worden mits de procedure binnen een redelijke termijn na die betaalbaarstelling wordt begonnen.

Pleisterplaatsen langs Autowegen,¹⁴ in Viba¹⁵ en in Teleplan.¹⁶ De laatste uitspraak is in zoverre opmerkelijk omdat de Ondernemingskamer eerder in dezelfde uitkoopprocedure had bevolen dat de waarde van de over te dragen aandelen per een zo recent mogelijke, voor de hand liggende datum bepaald diende te worden. De Ondernemingskamer deed dat in deze zaak zelfs twee keer,¹⁷ terwijl de Ondernemingskamer nu, nadat in deze zaak in totaal al vijf tussenarresten zijn geweest, alsnog de peildatum stelt op 19 maart 2013, de datum van het eerste tussenarrest. Als gevolg daarvan zullen de complicaties die in deze zaak bestonden met betrekking tot het gebruik van bedrijfsgevoelige informatie en die leidden tot twee van deze uitspraken,¹⁸ wel in belangrijke mate ondervangen zijn.

10. In haar uitspraak in Unit4 hield de Ondernemingskamer de mogelijkheid van het gebruiken van een andere peildatum dan de datum van een tussenarrest in de gevallen dat niet aangesloten kan worden bij een openbaar bod, open. Van die mogelijkheid heeft de Ondernemingskamer in de procedure waarbij de uitkoop van de door minderheidsaandeelhouders in Nagron werd gevorderd, ook al gebruik gemaakt.¹⁹ In die zaak was er geen sprake van een openbaar bod en bepaalde de Ondernemingskamer de peildatum op 31 december 2014, per welke datum door een externe deskundige een waarderingsrapport was uitgebracht dat door de eiser was overgelegd. De peildatum lag hierbij zes maanden voor de datum waarop werd gedagvaard. De Ondernemingskamer overwoog dat de prijs per die peildatum nog steeds redelijk was, omdat de uitkoper in mei 2015 nog (certificaten van) aandelen had gekocht tegen een prijs die was afgeleid van de intrinsieke waarde van Nagron per 31 december 2014.

Voordelen van het nieuwe beleid

11. Het in het algemeen leggen van de peildatum op de datum van betaalbaarstelling bij een openbaar bod zal er toe leiden dat het aantal gevallen waarin de Ondernemingskamer na een openbaar bod deskundigen benoemt, aanmerkelijk zal dalen. Dat alleen al leidt tot een versnelling van de uitkoopprocedure, zoals geïllustreerd wordt door het feit dat in de procedure tot uitkoop van de minderheidsaandeelhouders in Exact N.V. het arrest waarbij de uitkoop werd bevolen al werd gewezen 7 weken na de datum waartegen was gedagvaard.²⁰ Bijkomende voordelen zijn onder meer dat de kosten voor alle betrokkenen worden beperkt, dat minderheidsaandeelhouders in die gevallen de wettelijke rente vergoed krijgen vanaf de datum van betaalbaarstelling, maar ook, omdat indien geen deskundigen

14 OK 11 augustus 2015, ECLI:NLGHAMS:2015:3424, *JOR* 2015/296.

15 OK 27 oktober 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:4380.

16 OK 1 december 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:5071, *JOR* 2016/33 met een noot van schrijver dezes.

17 De eerste keer bij arrest van 19 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ9694, de tweede keer bij arrest van 24 februari 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:642, *JOR* 2015/105 met noot van schrijver dezes.

18 OK 17 juni 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:2386 en OK 24 februari 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:642.

19 OK 28 juli 2015, *JOR* 2015/261 m.nt. P.N. Olden en Ondernemingsrecht 2015/99 met commentaar schrijver dezes.

20 OK 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:914.

worden benoemd, problemen met betrekking tot bedrijfsgevoelige informatie zoals in het geval van DIM Vastgoed²¹ en Teleplan, niet langer rijzen.²² Die laatste kunnen zich vanzelfsprekend wel blijven voordoen indien er geen openbaar bod aan de uitkoopprocedure vooraf is gegaan en in andere gevallen dat de Ondernemingskamer deskundigen benoemt.

Standpunt ten aanzien van het nieuwe beleid

12. De beslissing van de Ondernemingskamer terug te komen op de gedachte dat de peildatum dicht bij de datum van het eind arrest zou moeten liggen, vind ik juist. Ik meen dat vanuit die gedachte de Ondernemingskamer te makkelijk besloot een deskundigenrapport te bevelen en daarmee in feite niet deed waarvoor zij is en waarvoor zij door haar samenstelling ook in bijzondere mate is toegerust: besluiten over de aan minderheidsaandeelhouders te betalen prijs, zeker in de gevallen dat door degene die de uitkoop vorderde, een bepaalde prijs werd aangeboden. De Ondernemingskamer onderkende daarbij naar mijn mening onvoldoende dat het bij de waardering van ondernemingen en daarmee ook bij de waardering van aandelen als een liquide markt ontbreekt, het altijd gaat om een range van mogelijke waardes en dat niet één bepaalde waarde de enige juiste is. Daarbij kon de benoeming van deskundigen tot disproportionele kosten voor de eiser leiden, zonder dat minderheidsaandeelhouders, indien zij verweer voerden, materieel het risico liepen in de kosten van de procedure of van het deskundigenonderzoek veroordeeld te worden. Ook hield de benadering van de Ondernemingskamer geen rekening met het door de Ondernemingskamer gehanteerde uitgangspunt dat de uit te kopen minderheidsaandelen steeds op een evenredig deel van de waarde van de gehele onderneming gewaardeerd moeten worden zonder toepassing van een discount omdat het om minderheidsaandelen gaat en voor die aandelen geen liquide markt bestaat, terwijl dit uitgangspunt vanueit en economisch perspectief al tot een marge ten gunste van minderheidsaandeelhouders leidt. Om mogelijke misverstanden te vermijden merk ik op dat deze laatste benadering begrijpelijk is, maar dat op zichzelf deze benadering leidt tot een “buffer” die mogelijke economische en financiële aspecten bij het uitvoeren van een waardering nog verder dempt.

21 OK 22 april 2014, *JOR* 2014/231 m.nt. Leijten en OK 28 oktober 2014, *JOR* 2014/328, m.nt. Olden.

22 In lijn met de jurisprudentie van de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer geoordeeld dat de informatie die door partijen aan een deskundige worden verstrekt, voor alle partijen beschikbaar moet zijn. Daarbij heeft de Ondernemingskamer geoordeeld dat een eiser die ten minste 95% van het kapitaal verschaft, het in zijn macht heeft te bewerkstelligen dat de vennootschap de betrokken, door de deskundige voor de waardebeoordeling noodzakelijke, informatie verstrekt. Wil een deskundige zijn taak goed kunnen vervullen dan zal hij in het algemeen op basis van het businessplan van de betrokken onderneming een model moeten bouwen. Een businessplan zal veelal concurrentiegevoelige informatie inhouden, die zich niet zonder meer leent om gedeeld te worden met individuele aandeelhouders. Indien die informatie gedeeld moet worden, kan dat tot een onjuiste prikkel leiden om aandelen in de betrokken vennootschap te kopen. Door het naar voren halen van de peildatum en in gevallen dat aan en uitkoopprocedure een openbaar bod vooraf is gegaan, in principe aansluiting te zoeken bij de in het kader van en openbaar bod geboden prijs, zal minder vaak een deskundige behoeven te worden benoemd om de waarde van de uit te kopen aandelen te bepalen voordat de Ondernemingskamer de uitkoop beveelt. De problemen waartoe het verstrekken van concurrentiegevoelige informatie aanleiding zouden kunnen geven, kunnen zich in die gevallen niet voordoen.

13. De met de uitspraak inzake Unit4 door de Ondernemingskamer verlaten benadering waarbij deskundigen werden benoemd, was ook niet evenwichtig, omdat in veel gevallen geen minderheidsaandeelhouders in de procedure waren verschenen en er ook geen aanwijzingen waren dat de door de eiser aangeboden prijs niet redelijk was, terwijl in veel gevallen waarin wel minderheidsaandeelhouders verschenen, door hen geen voldoende gemotiveerd tegen de aangeboden prijs werd gevoerd. Daarbij stonden de kosten van een deskundigenonderzoek in veel gevallen in geen verhouding tot de totale waarde van de uit te kopen aandelen en kon dat ook door de Ondernemingskamer van tevoren worden vastgesteld. Het feit dat in een aantal gevallen na een deskundigenonderzoek een aanzienlijk hogere prijs werd vastgesteld, doet aan dat laatste niet af. Er lijkt een duidelijke correlatie (maar daarmee niet zonder meer een causaal verband) te bestaan tussen de lengte van de uitkoopprocedure tussen 2000 en 2015 en het in die periode door de Ondernemingskamer gevoerde beleid de peildatum zo dicht mogelijk bij het eindarrest te bepalen, en de hogere uiteindelijk in die periode door de Ondernemingskamer vastgestelde prijs voor de uit te kopen aandelen.

De ervaring met het deskundigenonderzoek in de periode 2000-2015

14. Vanaf 2000 heeft de Ondernemingskamer in 23 gevallen een deskundigenonderzoek bevolen, waarvan één procedure nog niet is afgerond.²³ In ten minste 11 van deze gevallen was sprake van een uitkoopprocedure kort na een openbaar bod, terwijl in 8 van de 23 gevallen de prijs door de Ondernemingskamer werd bepaald overeenkomstig het aanbod dat door de eiser bij de dagvaarding was gedaan. Ook waren in 6 andere gevallen de kosten van het onderzoek hoger dan het bedrag dat de eiser als gevolg van de hogere prijsvaststelling in totaal meer moest betalen.²⁴

15. In 11 gevallen stelde de Ondernemingskamer de prijs hoger vast dan door de eiser was aangeboden. In drie van deze gevallen waren de kosten van het onderzoek hoger dan het door de eiser meer te betalen bedrag. De acht gevallen waarin het te betalen méérbedrag hoger was dan de kosten van het onderzoek betroffen de uitkoop van minderheidsaandeelhouders in FGH, Libertel, VolkerWessels, Rodamco, Gucci, Cascal, Gamma Holding en Smartrac.

16. In vijf gevallen waarin een deskundigenonderzoek werd bevolen (waarvan één zaak nog niet is afgerond), ging het om naar Nederlands recht opgerichte uitgevende instellingen waarvan de aandelen alleen buiten Nederland op een effectenbeurs werden verhandeld. Daarbij ging het hetzij om een gereguleerde

23 Ik heb niet nagegaan in hoeveel gevallen de Ondernemingskamer de prijs heeft bepaald zonder een deskundigenonderzoek te bevelen; onder die categorie valt bijvoorbeeld de uitkoop van minderheidsaandeelhouders in ABN AMRO N.V.

24 In deze benadering zit een mogelijke onnauwkeurigheid omdat ik uit ben gegaan van het aantal aandelen dat de eiser volgens de dagvaarding nog niet had verkregen en deze mogelijk in de loop van de procedure nog verdere aandelen van minderheidsaandeelhouders heeft verworven. Opmerking verdient daarbij dat uit de gepubliceerde rechtspraak niet altijd alle gegevens zijn af te leiden. Dat leidt er toe dat de telling niet sluit.

markt binnen de EER dan wel om een vergelijkbaar systeem in een land dat geen deel uitmaakt van de EER. In ieder van die gevallen werd alleen een Nederlandse deskundige benoemd die in drie van de vier gevallen tot een hogere waarde kwam dan de door de eiser aangeboden prijs. Men kan zich afvragen of indien aandelen in een Nederlandse vennootschap alleen buiten Nederland op een effectenbeurs behandeld worden, een Nederlandse deskundige het best in staat is de waarde van de uit te kopen aandelen te beoordelen.

Het nieuwe beleid en een deskundigenonderzoek

17. Ook bij toepassing van het nieuwe beleid kan het in sommige gevallen verstandig zijn ook indien een uitkoopprocedure kort na een openbaar bod volgt, toch een deskundigenonderzoek te bevelen. Ik denk daarbij in de eerste plaats aan de gevallen dat er duidelijke aanwijzingen zijn dat de door de eiser aangeboden prijs mogelijk niet op redelijke wijze de waarde van de uit te kopen aandelen vertegenwoordigt en dat, indien de Ondernemingskamer de prijs overeenkomstig het aanbod zou vaststellen, de aldus vastgestelde prijs mogelijk niet billijk zou zijn.

18. De bescherming van minderheidsaandeelhouders vereist mijns inziens dat het om een deskundigenonderzoek te bevelen niet nodig is dat vaststaat dat de aangeboden prijs niet redelijk is maar dat de reële mogelijkheid dat dat het geval zou kunnen zijn volstaat. Ik meen dat voor het aannemen van die mogelijkheid duidelijke, min of meer geobjectiveerde, aanwijzingen zouden moeten bestaan die meebrengen dat de omstandigheden waaronder het aan de procedure voorafgaande openbaar bod is uitgebracht of de wijze waarop de eiser ten minste 95% van de aandelen heeft verkregen, reden vormen om aan een juiste prijsvorming te twifelen.

19. Als dergelijke omstandigheden zie ik bijvoorbeeld: (i) het geval dat een openbaar bod is uitgebracht door een controlerend aandeelhouder of het management, (ii) het geval dat het bod een verplicht bod was en art. 5:80b Wft geen toepassing heeft gevonden, (iii) het percentage aandelen dat in het kader van het bod en door aankopen ter beurse door de eiser is verkregen tegen een prijs niet hoger dan de biedprijs,²⁵ (iv) het “doorrollen” van bestaande aandeelhouders zonder dat alle aandeelhouders de gelegenheid is geboden op dezelfde voorwaarden in de bieder te participeren, (v) gevallen waarin de 95%-grens is bereikt als gevolg van een emissie bij de bieder of een met haar in een groep verbonden onderneming en (vi) de duur van de periode die is verstreken tussen het openbaar bod en de aanvang van de uitkoopprocedure. Ook in gevallen waarin door minderheidsaandeelhouders gemotiveerd en onderbouwd verweer wordt gevoerd tegen de in het kader van een bod geboden prijs en dat verweer niet op voorhand in het licht van de aan het openbaar bod ten grondslag liggende prijsvorming als op voorhand

25 Op grond van art. 19 lid 1 van het Beluik openbare biedingen Wft mag een bieder in regelmatig beursverkeer aandelen of certificaten waarop het openbaar bod is uitgebracht, ook tegen een hogere prijs dan de biedprijs kopen zonder dat hij gedwongen is zijn bod te verhogen.

kansloos zou moeten worden aangemerkt, kan er reden zijn een deskundigenonderzoek te bevelen.

20. De Ondernemingskamer moet gelet op haar samenstelling zonder meer in staat zijn te beoordelen of, indien aan een uitkoopprocedure betrekkelijk recent een openbaar bod vooraf is gegaan, toch een deskundigenonderzoek moet worden bevolen. De vraag rijst of het aantal uit te kopen aandelen of de waarde van die aandelen daarbij een rol moet spelen. In alle gevallen gaat het per definitie om minder dan 5% van de aandelen maar de waarde van de door de uit te kopen aandeelhouders gehouden aandelen kan sterk verschillen. In de gevallen dat verwacht moet worden dat de kosten van een deskundigenonderzoek lager zijn dan de totale waarde van de uit te kopen aandelen maar ook in gevallen waarin de mogelijk te verwachten meerprijs lager is dan de kosten van een deskundigenonderzoek, zou de eiser de mogelijkheid geboden moeten worden in te stemmen met een hogere door de Ondernemingskamer te bepalen prijs waarbij geen deskundigenonderzoek behoeft plaats te vinden. Denkbaar is dat in dit kader ook overeenstemming wordt bereikt tussen de eiser en een of meer gedaagde minderheidsaandeelhouders over de door de eiser te betalen prijs en de Ondernemingskamer die overeenstemming bij het bevelen van de uitkoop volgt. Op deze wijze is uiteindelijk de uitkoopprocedure in het geval van DIM Vastgoed afgerond.²⁶

21. Wanneer de nieuwe peildatum van toepassing zou zijn geweest en de hiervoor onder 19. genoemde criteria zouden zijn gehanteerd bij de uitkoop van minderheidsaandeelhouders in Libertel,²⁷ VolkerWessels,²⁸ Rodamco,²⁹ Gucci,³⁰ Cascal,³¹ Gamma Holding³² en Smartrac,³³ verwacht ik dat de Ondernemingskamer waarschijnlijk in ieder van die gevallen ook een deskundigenonderzoek zou hebben bevolen. In het geval van Libertel was sprake van een bod door de meerderheidsaandeelhouder dat de vennootschap, daarin gesteund door een *non fairness opinion*, te laag vond. In het geval van VolkerWessels werd het gedaan door een 20% aandeelhouder die tevens lid was van het bestuur. In het geval van Rodamco was sprake van een ruilbod gevolgd door een substantiële koersdaling. De uitkoopprocedure in het geval van Gucci vond zes jaar na het openbaar bod plaats. Bij Cascal was sprake van een bod nadat door de meerderheidsaandeelhouder daarover met de bieder overeenstemming werd bereikt terwijl de onafhankelijke bestuurders het bod te laag vonden. Bij Gamma Holding was sprake van een verplicht bod door een vennootschap waarin de houders van meer dan 50% van de gewone aandelen Gamma Holding met het management van die vennootschap de enige aandeelhouders waren. In het geval van Smartrac werd het openbaar bod gevolgd door een

26 OK 31 maart 2015, JOR 2015/139 met een noot van schrijver dezes.

27 OK 13 juli 2006, ECLI:NL:GHAMS:2006:AY7972.

28 OK 20 december 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BO8133.

29 OK 1 februari 2011, JOR 2011/253 m.nt M.G.Kuijpers.

30 OK 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX4162.

31 OK 11 december 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BY9042.

32 OK 21 mei 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:CA3554.

33 OK 22 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3078.

uitgifte van aandelen aan de grootaandeelhouder tegen een prijs die lager was dan de biedprijs.

22. Het feit dat in de gevallen dat aan een uitkoopprocedure een openbaar bod vooraf is gegaan, de Ondernemingskamer de datum van betaalbaarstelling onder het bod nu als uitgangspunt gebruikt voor de peildatum voor het bepalen van de waarde en de prijs van de uit te kopen aandelen en dat uitgangspunt meebrengt dat in veel gevallen het niet nodig is een deskundigenrapport te bevelen, behoeft niet ten nadele van minderheidsaandeelhouders te gaan. Immers, in de gevallen dat er duidelijke aanwijzingen zijn dat de in het kader van het bod geboden prijs de waarde van de aandelen niet goed reflecteert of door minderheidsaandeelhouders gemotiveerd en onderbouwd bezwaar wordt gemaakt tegen de in het kader van de procedure door de eiser aangeboden prijs, kan de Ondernemingskamer nog steeds een deskundigenonderzoek bevelen.

Samenvattend

De beslissing van de Ondernemingskamer in de uitspraak in Unit4 om de datum van betaalbaarstelling onder een openbaar bod als peildatum te gaan hanteren, is belangrijk. Belangrijk is ook het in die uitspraak aangekondigde beleid in zaken waarin niet aangesloten kan worden bij een openbaar bod, dat de datum van het tussenarrest waarbij een of meer deskundigen worden benoemd, als peildatum aangehouden zal kunnen worden. Belangrijk is ook dat in het laatste geval afhankelijk van de omstandigheden ook andere tijdstippen als peildatum kunnen worden aangemerkt. Nog belangrijker is dat het gewijzigde beleid zowel in zaken waarin de uitkoopprocedure volgde op een openbaar bod als in gevallen waarin daarvan geen sprake was, al tot een duidelijke versnelling van de afwikkeling van uitkoopprocedures heeft geleid althans daaraan heeft bijgedragen. Bijkomend voordeel van het gewijzigde beleid is dat, omdat in minder gevallen een deskundigenrapport wordt bevolen, alleen al om die reden minder snel sprake zal zijn van problemen ten aanzien van concurrentiegevoelige informatie en dat in gevallen waarin wel een deskundige wordt benoemd de omvang van dergelijke problemen kleiner kan zijn omdat de peildatum op het moment dat de deskundige zijn werkzaamheden uitvoert, al in het verleden ligt. Deze voordelen worden in het nieuwe beleid gerealiseerd zonder dat dit ten koste gaat van minderheidsaandeelhouders die worden uitgekocht.

Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed¹

Drs. K.W.M. Scheepers MIF²

1. Inleiding

Recente arresten van de Ondernemingskamer ('OK') hebben mogelijk ingrijpende gevolgen voor deskundigen-waarderingen bij uitkoopprocedures. Het betreft:

- Unit4 (september 2015): De peildatum in uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod zal voortaan in beginsel gelijk worden gesteld aan de datum van betaalbaarstelling onder het bod, mits de bieder dan tenminste 95% van het geplaatste kapitaal (en stemrechten) van de doelvennootschap houdt. Voorheen gold als peildatum de datum van het eindarrest, of een tijdstip dat daar zo dicht mogelijk bij ligt.³
- DIM Vastgoed (oktober 2014): Alle informatie die door een partij aan de deskundige(n) is verstrekt dient in beginsel eveneens aan de wederpartij(en) te worden verstrekt in het kader van de toepassing van hoor en wederhoor. Voorheen hoefde bij waarderingen in het kader van uitkoopprocedures slechts de informatie die uit eigen beweging door een partij aan de deskundige(n) was verstrekt aan de wederpartij te worden verstrekt en niet de op verzoek van de deskundige(n) verstrekte informatie.⁴

In deze bijdrage zal ik eerst de vraag behandelen wat de financiële gevolgen van het Unit4-arrest zijn voor de uit te kopen aandeelhouders en of deze gevolgen vanuit bedrijfseconomische optiek verdedigbaar zijn. Vervolgens zal ik nagaan wat bovenstaande arresten naar verwachting in de praktijk betekenen voor het werk van de waarderingsdeskundigen en in het verlengde daarvan de doorlooptijd en kosten van de uitkoopprocedure. Tenslotte zal ik – eveneens vanuit bedrijfseconomisch perspectief – een beschouwing geven over de vraag in welke gevallen het inschakelen van waarderingsdeskundigen door de OK in de toekomst nog in de rede ligt. Ik ga in deze bijdrage alleen in op de situatie van uitkoop na een openbaar bod en heb geenszins de pretentie om volledig te zijn met mijn visie op

1 Deze bijdrage is gebaseerd op de presentatie die door de auteur is gegeven tijdens de ZIFO-debatmiddag 'waardering van aandelen na UNIT4' die op 26 november 2015 is gehouden.

2 De auteur is partner bij Fair Value Consultants en was als waarderingsdeskundige betrokken bij de uitkoopprocedures van Gamma Holding (2013), DIM Vastgoed (2012), Corporate Express (2012) en Rodamco Europe (2010). Voorts ondersteunde hij de waarderingsdeskundigen bij de uitkoopprocedures van Koninklijke Volker Wessels Stevin (2006) en Vodafone Libertel (2004).

3 Zie OK, 10 september 2015, JOR 2015/234 (Unit4).

4 Zie OK, 28 oktober 2014, JOR 2014/328 en OK, 22 april 2014 JOR 2014/928 (DIM Vastgoed).

bovenstaande. Ook realiseer is me dat de juridische werkelijkheid vaak anders is de bedrijfseconomische werkelijkheid, maar ze zijn wel aan elkaar gerelateerd als het gaat om de uitkoop van aandelen. Met mijn (bedrijfseconomische) inzichten in deze bijdrage hoop ik het debat met en tussen juristen te kunnen verrijken.

2. De Unit4 uitspraak vanuit bedrijfseconomisch perspectief

De ratio in het verleden voor het hanteren van de datum van het eindarrest als peildatum, was dat de uit te kopen aandeelhouder tot de datum van overdracht van zijn aandelen verstrekker van risicodragend kapitaal blijft en dat de daaraan verbonden voor- en nadelen voor zijn rekening en risico dienen te blijven zolang hij aandeelhouder is. In het Unit4-arrest relativeert de OK deze ratio door erop te wijzen dat:

- a) Bij een openbaar bod in de overgrote meerderheid van de gevallen al in het biedingsbericht wordt aangekondigd dat indien het bod slaagt en de bidder 95% van het geplaatste aandelenkapitaal heeft verworven, een uitkoopprocedure aanhangig zal worden gemaakt. De resterende aandeelhouders verkeren als gevolg daarvan niet langer in de positie dat zij hun aandelen desgewenst kunnen behouden.
- b) In de periode tussen gestanddoening van het bod en de datum van het eindarrest, de identiteit van de doelvennootschap wijzigt als gevolg van omstandigheden in verband met de overname (synergie-effecten, integratie doelvennootschap, reorganisatie, etc.). De waardeontwikkeling toont daarmee een sterk verband en wordt mede bepaald door de (concern)structuur na overname, waaronder de toerekening van synergievoordelen.
- c) In de praktijk doorgaans alleen een positieve ontwikkeling van de waarde invloed heeft op de door de OK vast te stellen prijs. Dit komt omdat de OK alleen een hogere prijs dan de gevorderde prijs kan vaststellen. Een lagere prijs dan oorspronkelijk gevorderd kan alleen worden vastgesteld nadat de eiser zijn eis heeft vermeerderd, hetgeen bij een verstekvonnis een exploit vergt wat tot extra kosten en vertraging leidt en daarmee een drempel vormt.

De bedrijfseconomische beoordeling van de keuze voor de peildatum dient uiteraard plaats te vinden binnen het juridisch kader van de uitkoopprocedure. Daarbij is naar mijn mening allereerst van belang dat het feitelijk om de aantasting van een eigendomsrecht gaat, waarvoor een schadeloosstelling ter hoogte van de “werkelijke waarde” moet plaatsvinden. De OK overweegt in de Unit4 uitspraak: *“In zijn algemeenheid (...) kan niet gezegd worden dat gelijkstelling van de peildatum met de datum van de betaalbaarstelling onder het bod leidt tot een uitkoop prijs die niet “reasonably related to its value” is en daarom strijd oplevert met artikel 1 Eerste protocol EVRM.”* De economische waarde van de schade betreft volgens de leer van de opportuniteitskosten de netto contante waarde van de opbrengst die de aandeelhouder die zijn aandelen verplicht moet overdragen misloopt ten opzichte van de situatie dat de betreffende gebeurtenis – in dit geval

de gedwongen overdracht van de aandelen – niet had plaatsgevonden (de ‘*counterfactual situation*’).

Indien als peildatum de datum van betaalbaarstelling onder het bod wordt gehanteerd ontvangt de resterende aandeelhouder de waarde die de aandelen hadden op de peildatum vermeerderd met de wettelijke rente tot de datum van overdracht en betaling. Dit is dus nadat de OK in haar eindarrest de prijs heeft vastgesteld. Is dit vanuit bedrijfseconomisch perspectief redelijk?

In de bedrijfseconomie is de conceptie algemeen aanvaard dat beleggers risico avers zijn en dat zij op een investering met een hoger risico een hoger rendement verwachten. Ook is algemeen geaccepteerd dat de economische waarde van een belegging gelijk is aan de netto contante waarde van de verwachte toekomstige financiële voordelen, waarbij de disconteringsvoet het verwachte rendement op een belegging van gelijk risico weergeeft (de ‘*opportuniteitskosten*’). Op de door de OK vastgestelde peildatum wordt het risicoprofiel van de belegging feitelijk getransformeerd van een belegging in een aandeel naar een vordering op de biedende partij. De hoogte van de vordering staat dan weliswaar nog niet definitief vast, want deze moet nog door de OK worden bepaald, maar de feiten en omstandigheden die de waarde op de peildatum bepalen liggen wel al vast nu de peildatum in het verleden ligt. Het verwachte rendement op een vordering op de biedende partij is in beginsel gelijk aan de kosten waartegen deze in de markt met die looptijd geld zou kunnen lenen, ook wel de kosten van vreemd vermogen genoemd. In werkelijkheid wordt vanaf de peildatum de wettelijke rente ontvangen van momenteel 2,0%. Deze wettelijke rente ligt niet ver af van de rente die een goeude partij momenteel betaalt op leningen met een korte looptijd. Er kan dus niet gesteld worden dat het hanteren van een peildatum in het verleden bedrijfseconomisch onredelijk is, mits de biedende partij een goede kredietwaardigheid heeft. Indien dat niet geval is zou de OK wat mij betreft kunnen overwegen om de peildatum toch op de datum van het eindarrest vast te stellen.

Nu kunnen de resterende aandeelhouders stellen dat zij helemaal niet in een vordering op de biedende partij wensten te beleggen, maar in meer risicovolle aandelen waarop een rendement wordt verwacht dat hoger is dan de wettelijke rente. Omdat zij het geld voor hun aandelen in de doelvennootschap nog niet hebben ontvangen kunnen zij nog niet in andere aandelen beleggen en derven zij dus rendement, zo luidt de redenering. Hier kan vanuit bedrijfseconomisch standpunt tegenin worden gebracht – naast het hierboven genoemde argument dat geen vergoeding kan worden verwacht voor risico dat de facto niet wordt gelopen – dat indien de betreffende belegger meer aandelenrisico wil lopen hij zijn beleggingsportefeuille kan herschikken door vasttrentende waarde te verkopen en aandelen te kopen. En indien hij niet over vasttrentende waarden beschikt kan hij bijvoorbeeld met call opties zijn risico/rendementsprofiel aanpassen conform zijn

wensen. Helemaal sluitend is dit argument niet, want de te ontvangen prijs voor de aandelen staat niet vast omdat deze nog door de OK moet worden vastgesteld, waardoor een perfecte aanpassing van de beleggingsportefeuille niet mogelijk is. Echter, de biedprijs kan wel worden gehanteerd als redelijke indicatie voor de te ontvangen prijs. Daarnaast is het in theorie ook mogelijk dat een uitkoopprocedure wordt ingetrokken, waardoor de belegger de aandelen in de doelvennootschap wel behoudt en na aanpassing van zijn portefeuille ineens een veel hoger aandelenrisico loopt dan gewenst. Mede daarom blijft het van belang dat de tijdsperiode tussen de peildatum en de datum van het eindarrest zo beperkt mogelijk blijft.

De OK noemde als relativering van de ratio dat de voor- en nadelen voor rekening en risico dienen te blijven van de aandeelhouder als verstrekker van risicodragende kapitaal onder meer dat: 1) de identiteit van de doelvennootschap wijzigt als gevolg van de overname door synergie-effecten, integratie van de doelvennootschap, reorganisatie, etc. en 2) het feit dat in de praktijk doorgaans alleen een positieve ontwikkeling van de waarde invloed heeft op de door de OK vast te stellen prijs. Deze twee omstandigheden betekenen dat het niet aanbieden van aandelen bij een openbaar bod een positieve verwachtingswaarde kan hebben, omdat op deze wijze vol mee kan worden geprofiteerd van de door de overnemer intussen gerealiseerde synergie en er slechts een kleine kans bestaat dat de uitkoopprijs lager uitvalt dan de biedprijs. Het kan naar mijn mening niet de bedoeling zijn van de uitkoopprocedure dat er om deze reden een incentive voor aandeelhouders bestaat om hun aandelen niet aan te bieden. Daarnaast is het door de eventuele integratie van de doelvennootschap tijdens de uitkoopprocedure moeilijker om te bepalen wat de waarde op de datum van het eindarrest zou zijn, indien dient te worden uitgegaan van de *counterfactual situation* dat het bod niet zou zijn uitgebracht of geslaagd, of dat een derde partij een bod zou hebben uitgebracht. Hierop kom ik later in deze bijdrage nog terug.

Op basis van bovenstaande beschouwingen concludeer ik dat een keuze van de peildatum op de datum van betaalbaarstelling onder het bod vanuit bedrijfseconomisch perspectief goed verdedigbaar is, mits de biedende partij een goede kredietwaardigheid heeft. Tevens concludeer ik dat een korte doorlooptijd van de uitkoopprocedure bij het hanteren van een peildatum die in het verleden ligt ook zeer in het belang is van de uit te kopen aandeelhouder, omdat deze dan snel vrijelijk over zijn geld kan beschikken en zijn beleggingsportefeuille weer optimaal kan aanpassen aan het door hem gewenste risico/rendementsprofiel.⁵

⁵ De OK overweegt in het Unit4-arrest ook dat gedaagden eveneens gebaat zijn bij een voortvarend verloop van de procedure, zodat niet langer dan nodig onzekerheid bestaat over de toewijzing van de vordering, zonder dat afbreuk wordt gedaan aan het uitgangspunt dat de uitkoopprijs billijk is.

3. Gevolgen van het DIM Vastgoed-arrest voor waarderingen bij uitkoopprocedures

In arresten van de OK betreffende uitkoopprocedures waarbij waarderingsdeskundigen werden benoemd, bevatte de beslissing – in overeenstemming met art. 2:351 BW – veelal een op onderstaande of soortgelijke wijze geformuleerde instructie:

“De Ondernemingskamer ... bepaalt dat de deskundigen bij hun onderzoek de verschenen partijen in de gelegenheid moeten stellen opmerkingen te maken en verzoeken te doen ... dat van de inhoud van de schriftelijke opmerkingen en verzoeken in het schriftelijk bericht van de deskundigen melding wordt gemaakt en dat indien een partij schriftelijke opmerkingen aan de deskundigen doet toekomen, zij daarvan terstond afschrift aan de wederpartij(en) dient te doen toekomen.”

Hieruit volgde dat informatie die niet uit eigen beweging door de doelvennootschap was verstrekt, maar uit hoofde de wettelijke verplichting tot medewerking aan het onderzoek, niet aan de wederpartij(en) hoefde te worden verstrekt.⁶ Het is ook niet aan de deskundigen om deze informatie aan de overige bij de procedure betrokken partij(en) te verstrekken; het is hen op grond van artikel 2:351 lid 3 BW zelfs verboden om hetgeen bij hun onderzoek blijkt verder bekend te maken dan hun opdracht met zich meebrengt. De deskundigen nemen in hun rapport in beginsel alleen die gegevens op die relevant zijn voor het onderzoek naar de waardering en die nodig zijn voor een deugdelijke en begrijpelijke onderbouwing van hun conclusies.

In het DIM Vastgoed arrest heeft de OK overwogen dat een uitkoopprocedure strekt tot vaststelling van burgerlijke rechten en plichten en dat derhalve het fundamentele beginsel van *fair trial* in acht dient te worden genomen zoals volgt uit artikel 6 EVRM. Dat de doelvennootschap verplicht is mee te werken aan het onderzoek naar de waarde en niet zelf de door haar aan de deskundigen verstrekte gegevens aan de gedaagden hoeft te verstrekken doet daar niet aan af, omdat de eiser in een uitkoopprocedure als houder van tenminste 95% van de aandelen van de vennootschap wel over deze informatie kan beschikken en er aldus geen *equality of arms* is in de procedure indien deze informatie niet ook aan de gedaagden wordt verstrekt.

Dit geldt ook voor bedrijfsgevoelige gegevens, tenzij de eiseres kan aantonen dat het belang van geheimhouding voor haar zwaarder weegt dan het belang van gedaagden bij kennisneming van die informatie in het kader van hoor en wederhoor. In de praktijk zal het waarschijnlijk moeilijk zijn om dat aan te tonen, te meer omdat er rekening mee moet worden gehouden dat de OK geheimhouding ten aanzien van gegevens uit een procedure aan partijen op kan leggen op grond van artikel 29 lid 1 sub b Rv.

⁶ Zie OK, 28 oktober 2014, JOR 2014/328 en OK, 22 april 2014 JOR 2014/928 (DIM Vastgoed).

In de praktijk zal dit zeer waarschijnlijk betekenen dat het voor de waarderingsdeskundigen veel lastiger zal worden om de voor het onderzoek naar de waardering benodigde gegevens omtrent te doelvennootschap te verkrijgen, omdat de eisers het verstrekken van (bedrijfsgevoelige) gegevens over de doelvennootschap zoveel mogelijk zullen willen beperken. Dit is vanuit het standpunt van de veelal zelf beursgenoteerde eisers des te meer begrijpelijk, omdat de bedrijfsgevoelige gegevens ook koersgevoelig kunnen zijn, het aantal gedaagde minderheidsaandeelhouders groot kan zijn en zich daaronder ook concurrenten kunnen bevinden. Het verkrijgen van bedrijfsgevoelige informatie zou zelfs een reden kunnen zijn voor een concurrent om aandelen in de doelvennootschap te verwerven en pro forma verweer te voeren in de uitkoopprocedure. De bedrijfsgevoelige informatie die waarderingsdeskundigen in het kader van een onderzoek naar de waardering op kunnen opvragen betreft onder meer:

- Bedrijfsplannen en interne rapportages;
- Notulen van vergaderingen van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen;
- De managementletter van de accountant, waaronder de bevindingen van *impairment test* op de geactiveerde goodwill van deelnemingen;
- Documenten met een geheimhoudingsplicht ten opzichte van derden;
- Belangrijke contracten met afnemers en leveranciers.

Mede op grond van bovenstaande vrees ik voor onderstaande gevolgen van het DIM Vastgoed-arrest voor het onderzoek naar de waardering:

- Tijdrovende discussies met de eisers en/of de doelvennootschap over de noodzaak om bepaalde informatie te verstrekken en over de vorm waarin deze informatie in een voor zowel de eisers en/of de doelvennootschap als de deskundigen acceptabele vorm kan worden verstrekt.
- Mogelijk mindere kwaliteit van het waarderingsonderzoek door beperktere informatieverschaffing.
- Partijen zullen op basis van alle beschikbare informatie (wellicht met behulp van adviseurs) hun eigen analyses maken en deskundigen daarmee overvoeren. De deskundigen zullen deze analyses en daaruit volgende standpunten expliciet moeten adresseren, waardoor het werk van de deskundigen (en de OK) zal toenemen.

Resumerend kan worden gesteld dat het DIM Vastgoed-arrest waarschijnlijk leidt tot een langere doorlooptijd, hogere kosten en mogelijk mindere kwaliteit van de waardering door deskundigen in uitkoopzaken.

4. Gevolgen van het UNIT4-arrest voor waarderings bij uitkoopprocedures

In de bedrijfseconomie geldt dat de waarde van een vermogenstitel op een bepaald tijdstip gelijk is aan de netto contante waarde van de op dat tijdstip verwachte

toekomstige financiële voordelen (netto kasstromen) die uit die vermogenstitel voortvloeien, waarbij als disconteringsvoet het rendement wordt gehanteerd dat naar verwachting op dat zelfde tijdstip op een vermogenstitel met een vergelijkbare risicograad kan worden behaald (de opportuniteitskosten van vermogen).⁷ Centraal staan dus de verwachtingen ten aanzien van toekomstige netto kasstromen en de opportuniteitskosten van vermogen op de peildatum.

Het wijzigen van de peildatum van een datum in het heden (zo dicht mogelijk bij de datum van het eindarrest) naar een datum in het verleden (de datum van betaalbaarstelling onder het bod) betekent derhalve dat bij de waardering uitgegaan moet worden van de verwachtingen zoals die op de peildatum golden.

Aangezien een openbaar bod vrijwel altijd goed gedocumenteerd is met onder andere een biedingsbericht, fairness opinion(s) en analistenrapporten, zal de beschikbaarheid van informatie over de verwachtingen op de peildatum waarschijnlijk niet al te veel problemen opleveren. Daarbij moet de waarderingsdeskundigen de van derden verkregen informatie uiteraard aan een eigen kritische beschouwing onderwerpen, mede omdat de partijen die de informatie hebben opgesteld daar over het algemeen een eigen belang bij hebben en het juist de rol van de waarderingsdeskundige is daar vanuit zijn expertise een onafhankelijk oordeel over te geven.

De uitdaging voor de waarderingsdeskundige is om daarbij niet in de valkuil van ‘hindsight bias’ te trappen. Dit betreft het psychologisch fenomeen dat zodra mensen de uitkomst van een beslissing of het resultaat van bepaalde omstandigheden kennen, zij geneigd zijn om te denken dat zij die uitkomst hadden voorzien. Met andere woorden, achteraf herzien wij onze overtuiging over wat we dachten dat er zou gebeuren. We zijn ervan overtuigd dat de uitkomst voorbestemd was, alsof het niet anders had kunnen verlopen. Dit betekent dat de waarderingsdeskundige zich zoveel mogelijk zal moeten baseren op onderzoeken van derden naar de vooruitzichten en risico’s van een bepaalde sector en onderneming zoals die op de peildatum golden. Dat is feitelijk niet veel anders dan bij het uitvoeren van een waardering met een peildatum in het heden, zij het bij het ontbreken van (delen) van informatie over de geldende verwachtingen, bij een peildatum in het heden deze informatie – al dan niet door het inschakelen van deskundigen uit andere disciplines – nog kan worden verzameld zonder het risico van ‘hindsight bias’.

Voor de praktijk verwacht ik dat niet zozeer de beschikbaarheid van informatie over de verwachtingen op de peildatum tot grote problemen zal leiden. Waarderingen met een peildatum in het verleden komen in de praktijk veelvuldig voor, bijvoorbeeld bij schadezaken, echtscheidingen en de aanbidding van aandelen uit hoofde van de aandeelhoudersovereenkomsten. Ik verwacht echter wel serieuze

⁷ Zie onder andere Koller, Goedhart en Wessels, “Valuation, measuring and managing the value of companies”, sixth edition, John Wiley & Sons Inc, 2015.

problemen ten aanzien van de bereidheid van de eisers en de doelvennootschap om alle door de deskundigen gevraagde informatie te verschaffen, zoals bij de beschouwing over de gevolgen van het DIM Vastgoed-arrest is geconcludeerd. Een overweging van de OK in het Unit4-arrest is dat de problematiek rondom bedrijfsgevoelige gegevens zich sterker voordoet naarmate de gegevens actueler zijn. Bij een peildatum in het verleden zou de problematiek zich dus minder voordoen. In de praktijk denk ik dat dit geen groot verschil zal maken omdat de uitkoopprocedure meestal direct na gestanddoening van het bod wordt opgestart en er dus niet veel tijd verstreken is sinds de peildatum en de aard van de bedrijfsgevoelige informatie vaak zodanig is dat de doelvennootschap deze ook na enige tijd liever niet bij derden ziet belanden. Bovendien verandert dit niets aan het feit dat de hoeveelheid beschikbare informatie voor de gedaagden sterk toeneemt en deze informatie in hun analyses en standpunten zal worden betrokken, met een grotere hoeveelheid werk (en dus tijd en kosten) voor de deskundigen (en de OK) tot gevolg.

5. Minder vaak behoefte aan een waardering door deskundigen?

Als aanleiding om de peildatum te heroverwegen noemt de OK in het bijzonder dat het hanteren van een peildatum op de datum van het eindarrest leidt tot complicaties die de afdoening van uitkoopprocedures binnen redelijke termijn en kosten voor partijen bemoeilijken en voorts – zoals hiervoor reeds besproken – dat de ratio voor het hanteren van die peildatum relativering heeft. De kosten voor partijen bestaan enerzijds uit de directe kosten van de procedure, adviseurs en het deskundigenonderzoek en anderzijds uit indirecte kosten vanwege het feit dat de doelvennootschap nog niet volledig geïntegreerd kan worden. Vooral de indirecte (opportuniteits)kosten kunnen daarbij flink oplopen. Ook voor de gedaagden wordt een voorspoedig verloop van de procedure van belang geacht, zodat niet onnodig lang onduidelijkheid bestaat over de toewijzing van de vordering.

De oorzaak voor een oplopende doorlooptijd en kosten ligt vooral in de noodzaak een “omstandigheden-verklaring” te laten opstellen en/of een deskundigenonderzoek te laten uitvoeren wanneer niet kan worden aangesloten bij de biedprijs. Dit was het geval wanneer niet voldaan werd aan bepaalde voorwaarden, waarbij als belangrijkste golden dat: i) het bod op grote schaal is aanvaard, ii) de tijd tussen het bod en de datum van het eindarrest beperkt is en iii) er geen reden is te veronderstellen dat de waarde van de aandelen sinds het bod is gestegen.

Bij de beslissing van de OK om deskundigen in te schakelen voor de waardering werd in het verleden als doorslaggevende overweging veelal genoemd dat er een aanzienlijk tijdsverloop had plaatsgevonden sinds de gestanddoening van het openbaar bod en dat onvoldoende is komen vast te staan dat zich geen omstandigheden of gebeurtenissen hebben voorgedaan die een hogere dan de gevorderde prijs zouden rechtvaardigen. Indien nu als peildatum wordt uitgegaan van de datum

van betaalbaarstelling onder het bod, vervallen in beginsel de hierboven genoemde voorwaarden ii) en iii). Betekent dit nu dat alleen de voorwaarde dat het bod op grote schaal is aanvaardt overblijft?

In het Unit4-arrest overweegt dat OK – naast het feit dat het bod op grote schaal is aanvaard – de volgende feiten en omstandigheden bij haar oordeel dat de biedprijs ten minste gelijk was aan de waarde van de aandelen:

- De hoogte van de premie van 32,4% – 55% die de biedprijs vertegenwoordigde bovenop de slotkoers op verschillende data en gedurende verschillende periodes tot 12 maanden voorafgaand aan het bod.
- Het feit dat er ondersteunende *fairness opinions* van twee banken waren en dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen het openbaar bod hebben gesteund.
- Er zijn geen gedaagden verschenen die bezwaar kenbaar hebben gemaakt tegen de gevorderde uitkoopprijs.

Uit bovenstaande blijkt dat de uitkoopprocedure van Unit4 betrekkelijk ongecompliceerd was. De vraag is of de OK ook zonder deskundigenonderzoek kan vaststellen dat de biedprijs ten minste gelijk was aan de waarde van de aandelen indien het bod wel op grote schaal is aanvaard, maar geen sprake is van:

- Een biedprijs die een relatief hoge premie vertegenwoordigt bovenop de beurskoers in verschillende periodes voorafgaand aan het bod, zoals door gedaagden bij de uitkoopprocedure van Volker Wessels Stevin – naast andere bezwaren – werd opgevoerd.
- Een *fairness opinion* ontbreekt of er zelfs een *unfairness opinion* is afgegeven en het bod niet door het bestuur wordt gesteund, zoals het geval was bij de uitkoopprocedure van Vodafone-Libertel.
- Er wel gedaagden zijn verschenen die gemotiveerd bezwaar maken tegen de biedprijs, hetgeen het geval was bij alle uitkoopprocedures waarbij ik betrokken ben geweest (Vodafone-Libertel, Koninklijke Volker Wessels Stevin, Rodamco Europe, Corporate Express en DIM Vastgoed), behalve bij die van Gamma Holding.
- Er sprake is van andere omstandigheden op grond waarvan kan worden vermoed dat de biedprijs geen billijke prijs is.

Bij de beantwoording van deze vragen is allereerst van belang wat de OK verstaat onder een billijke prijs voor de aandelen. Daarover oordeelde de OK eerder: *“Het ligt in de rede dat de Ondernemingskamer – ingeval van een uitkoop van minderheidsaandeelhouders de prijs van de aandelen vaststelt op de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum hebben in het economische verkeer; dat wil zeggen de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding”. ... Voor een aandeel dat ter beurze is genoteerd, dient de waarde in het economisch verkeer in beginsel te worden gesteld op de prijs die op de beurs voor dat aandeel wordt betaald. Aangenomen moet immers worden, bijzondere*

omstandigheden daargelaten, dat de handel ter beurze beantwoord aan de ... geformuleerde voorwaarden.” Daarmee bedoelt de OK de prijs die op de beurs tot stand komt op de peildatum, dus na de gestanddoening van het openbaar bod wanneer de beurskoers meestal net iets onder de biedprijs ligt omdat de markt dan uitgaat van uitkoop tegen die prijs “... dan moet worden aangenomen dat zulks in het vrije spel van vraag en aanbod met betrekking tot het desbetreffende aandeel de appreciatie van marktpartijen weergeeft die dat aandeel onder de dan geldende omstandigheden heeft .”⁸ In de meeste gevallen is de beursnotering op de peildatum echter reeds beëindigd en kan daar dus niet bij worden aangesloten.

De OK gaat er dus vanuit dat in een goed functionerende aandelenmarkt de beurskoers op de peildatum een goede afspiegeling vormt van de werkelijke (economische) waarde van het aandeel. Dezelfde redenering kan gelden voor een op grote schaal aanvaard bod indien er sprake is van een goede werking van de markt. In theorie is dat het geval wanneer er sprake is van:

- a) Gelijke informatie bij kopers en verkopers;
- b) Rationeel c.q. redelijk handelende kopers en verkopers;
- c) Geen noemenswaardige transactiekosten;
- d) Voldoende transacties.

Omgekeerd kan gesteld worden dat wanneer niet aan bovenstaande voorwaarden is voldaan, de beurskoers – of het op grote schaal aanvaarde bod – mogelijk een onvoldoende betrouwbare weergave van de waarde geeft. Hieronder zal ik een korte beschouwing geven van de betreffende voorwaarden.

- a) Het kan aannemelijk zijn dat zich ongelijkheid van informatie voordoet wanneer een koper of verkoper een controlerend belang heeft in de doelvennootschap of als manager, commissaris of anderszins toegang heeft tot ‘*insider information*’. Bij een vriendelijk bod – zoals vrijwel alle openbare biedingen – is het gebruikelijk dat de bieder voorafgaand aan het bod een due diligence onderzoek uitvoert en uitgebreid overleg voert met het management van de doelvennootschap. Ook hieruit kan ongelijkheid van informatie voortvloeien.
- b) Wanneer er sprake is van paniek of uitbundigheid of er sprake is van andere sterk door emotie gedreven motieven, is het aannemelijk dat de prijsvorming in de markt geen goede weergave is van de economische waarde. Wanneer dit voor de gehele markt in gelijke mate het geval is hoeft dat naar mijn mening geen beletsel te vormen om uit te gaan van de beurskoers of het op grote schaal aanvaarde bod als billijke prijs, omdat de herbeleggingsalternatieven eveneens onder- of overgewaardeerd zullen zijn. Indien de aandelen van de doelvennootschap echter meer of minder zijn over- of ondergewaardeerd dan de markt in zijn algemeen kan nader onderzoek naar de waardering nodig zijn. Om dat vast te stellen zal overigens ook nader onderzoek naar de waardering nodig kunnen zijn.

⁸ Zie OK 30 juli 2008, JOR 2008/197 (Euronext).

- c) De transactiekosten voor gewone aandelenhandel op de beurs zijn vrij gering. Echter, indien een partij overweegt een openbaar (tegen)bod te doen moeten daarvoor hoge kosten worden gemaakt voor onder andere adviseurs en commitment fees voor financiering. Als het bod als vijandig wordt gekwalificeerd en het bestuur reeds de steun voor een ander bod heeft uitgesproken, is de kans van slagen van een tegenbod beperkt en zijn de afbreukrisico's groot, onder meer omdat er geen due diligence onderzoek heeft kunnen plaatsvinden. Dit kan andere geïnteresseerde partijen ervan weerhouden een hoger tegenbod uit te brengen, waardoor vraag en aanbod mogelijk onvoldoende tot hun recht zijn gekomen.
- d) Een gebrek aan transacties kan zich voordoen wanneer de aandelen door de bieder niet zijn verworven door transacties met vele kleine aandeelhouders, maar door slechts van enkele partijen zijn verkregen.

Naar mijn mening zal de OK zich dus een oordeel moeten vormen over de vraag of de markt bij de totstandkoming van de prijs c.q. aanvaarding van de biedprijs voldoende goed heeft kunnen functioneren. Daarbij kan een goede *fairness opinion* wellicht behulpzaam zijn, mits deze voldoende betrouwbare informatie en analyses bevat om eventuele zorgen over de marktwerking weg te kunnen nemen. Ook acht ik het bij deze beoordeling van belang dat het bestuur van de doelvennootschap aannemelijk kan maken dat zij serieus onderzoek heeft gedaan naar mogelijke alternatieven alvorens een bepaalde bieder te steunen. Vanuit de verantwoordelijkheid van het bestuur om het belang van de vennootschap te dienen hoeft de biedprijs daarbij uiteraard niet het enige criterium te zijn. Pas wanneer de OK oordeelt dat de markt onvoldoende goed heeft kunnen functioneren om aan te kunnen nemen dat de biedprijs de waarde in het economisch verkeer weergeeft – of indien de beoordeling daarvan complex is – ligt het inschakelen van waarderingsdeskundigen in de rede.

Indien de OK besluit dat het inschakelen van waarderingsdeskundigen noodzakelijk is zullen de deskundigen, uitgaande van het feit dat de gedwongen uitkoop een aantasting van het eigendomsrecht betreft, de hoogte van de (minimale) schadevergoeding moeten vaststellen die gebaseerd is op de waarde in de *counterfactual situation* (zoals in paragraaf 1 toegelicht). Daarbij is het de vraag wat onder de *counterfactual situation* moet worden verstaan. De volgende mogelijkheden zouden daarbij kunnen worden onderscheiden, afhankelijk van de omstandigheden:

1. Minder dan 95% van de aandelen wordt aangeboden, maar de bieder verwerft wel de *control* en doet zijn bod gestand ondanks het feit dat hij geen uitkoopprocedure kan starten. Dit betekent dat de minderheidsaandeelhouder blijft zitten en vol mee profiteert van de synergievoordelen die de bieder weet te realiseren, voor zover die neerslaan in de doelvennootschap. Anderzijds zal de beursnotering van de doelvennootschap waarschijnlijk worden beëindigd en worden de aandelen daardoor minder liquide.⁹ Mogelijk verwerft de bieder

⁹ Uit de rechtspraak van de OK blijkt dat geen rekening gehouden dient te worden met kortingen en/of premies in het kader van het waarderen van minderheidsbelangen bij uitkoopprocedures.

later alsnog 95% van de aandelen en kan dan alsnog een uitkoopprocedure beginnen op basis van art. 92a bw2 of 201a bw2.

2. Het bod gaat niet door waardoor de betreffende onderneming zijn potentieel op stand-alone basis kan waarmaken en de aandelen later op de beurs of aan een andere bidder kunnen worden verkocht. De economische waarde van de aandelen is in dat geval gelijk aan de netto contante waarde van de verwachte financiële voordelen op stand-alone basis, vermeerderd met de verwachtingswaarde van een eventuele biedpremie die kan worden afgeleid uit de kans dat er in de toekomst een geslaagd bod zal plaatsvinden x de contante waarde van de verwachte biedpremie. In beginsel zal die waarde in buurt liggen van de aandelenkoers voorafgaand aan het bod, indien zich tussen dat moment en de peildatum geen noemenswaardige ontwikkelingen hebben voorgedaan bij de doelvennootschap of in de markt.
3. Het bod gaat wel door, maar de aandelen van de doelvennootschap zouden in plaats van het onderhavige openbaar bod zijn verkocht aan de (een na) hoogste bidder op 100% van de uitstaande aandelen. Bij een openbaar bod staat het andere geïnteresseerde kopers vrij om een (hoger) bod uit te brengen, waardoor er een biedingenstrijd kan ontstaan. Daarom zou gesteld kunnen worden dat een geslaagd openbaar bod per definitie de hoogst haalbare prijs vertegenwoordigd. Zoals hiervoor toegelicht kunnen zich echter belemmeringen hebben voorgedaan voor alternatieve bidders, zoals een achterstand ten opzichte van de bidder wiens bod wordt gesteund door het bestuur van de doelvennootschap en die toegang heeft gehad tot *insider information*.

Gegeven de doelstelling van een uitkoopprocedure lijkt mij dat het niet wenselijk is om uit te gaan van mogelijkheid 1: het behouden van een minderheidsbelang in de inmiddels in de controlerende meerderheidsaandeelhouder geïntegreerde vennootschap. Dit zou aandeelhouders er immers toe kunnen bewegen hun aandelen niet aan te bieden, zodat zij daarna vol mee kunnen profiteren van te realiseren synergiën. In werkelijkheid kan deze situatie zich echter wel voordoen. Mogelijkheid 2: voortzetting van de beursnotering van de doelvennootschap met de kans op een overname door een derde, lijkt een redelijke benadering voor de *counterfactual situation* uitgaande van het feit dat de te waarden aandelen onderdeel zijn van een minderheidsbelang. Echter, bij een openbaar bod wordt geboden op alle uitstaande aandelen van de doelvennootschap met het doel de *control* te verwerven en synergie- of andere voordelen te kunnen realiseren, waardoor een hogere prijs kan worden geboden. In eerdere uitspraken over waarderingen bij uitkoopprocedures (o.a. bij Pirelli) heeft de OK het toepassen van een premie voor *control* en *synergie* door waarderingsdeskundigen verworpen. Dit acht ik niet consistent met het feit dat het bij een openbaar bod nu juist gaat om het verwerven van de control waardoor synergie kan worden gerealiseerd. Ook heeft de OK bijvoorbeeld bij Euronext geoordeeld dat de beurskoers – ook na gestanddoening van het bod – in beginsel de waarde in het economisch verkeer weergeeft. Daarin is dan wel het feit verdisconteerd dat de bidder de *control* heeft verworven en naar verwachting synergie kan gaan realiseren. Wel acht ik het *fair* dat voor het bepalen van de

waarde van een minderheidsbelang – zoals gebruikelijk bij uitkoopprocedures – wordt uitgegaan van het evenredige of pro-rata deel van de waarde van het gehele aandelenkapitaal en daarbij geen korting voor gebrek aan zeggenschap en beperkte verhandelbaarheid of een premie voor *nuisance* toe te passen. Maar daarmee is naar mijn mening niet gezegd dat altijd van een evenredig deel van de *stand-alone* waarde uit dient te worden gegaan, omdat dat strijdig kan zijn met de waarde in het economisch verkeer. Daarom acht ik mogelijkheid 3: een waardering uitgaande van de meest gereede alternatieve koper van alle aandelen (als die geïdentificeerd kan worden) eveneens denkbaar als *counterfactual situation*, bijvoorbeeld wanneer andere partijen serieuze belangstelling in een bieding hebben getoond, maar belemmerd zijn geweest bij het uitbrengen van een bod. Het zal van de omstandigheden van het geval afhangen welke benadering het meest geschikt is. Omdat de beoordeling hiervan niet eenduidig is en ook normatieve elementen bevat zou het wenselijk zijn dat de OK bij het formuleren van de instructie aan de waarderingsdeskundigen aangeeft van welke *counterfactual situation* zij uit dienen te gaan.

6. Conclusie

Het hanteren van een peildatum gelijk aan de datum van betaalbaarstelling onder het bod – zoals bepaald in het Unit4-arrest – acht ik vanuit bedrijfseconomisch perspectief goed verdedigbaar vanuit de leer van de opportuniteitskosten. Een vergoeding ter hoogte van de wettelijke rente vanaf de peildatum past namelijk bij het gegeven dat de waarde vanaf die datum vaststaat (ook al moet de waarde nog definitief worden bepaald) en er feitelijk alleen nog een inningsrisico bestaat. De uit te kopen aandeelhouder kan daarop anticiperen en zijn beleggingsportefeuille aanpassen aan het gewenste rendements/risico-profiel. Dan kan echter niet optimaal, omdat de definitieve prijs nog niet vaststaat. Mede daarom is het van belang dat de doorlooptijd van de uitkoopprocedure zo kort mogelijk blijft.

De uitspraak in het DIM Vastgoed-arrest inhoudende dat alle informatie die door een partij (inclusief de doelvennootschap) aan de deskundige(n) is verstrekt ook aan de wederpartij(en) dient te worden verstrekt, zal naar verwachting tot een sterke toename leiden van de complexiteit van het deskundigenonderzoek naar de waarde van de over te dragen aandelen, met een toename van doorlooptijd en kosten tot gevolg. De bereidheid om informatie te verstrekken aan deskundigen zal immers afnemen en de hoeveelheid reacties die door deskundigen (en de OK) moeten worden geadresseerd zal waarschijnlijk fors toenemen.

Door de peildatum te stellen op de datum van betaalbaarstelling onder het bod neemt de kans sterk toe dat de OK de prijs van de over te dragen aandelen zonder deskundigenonderzoek kan vaststellen op de biedprijs, nu het verstrijken van tijd op zichzelf geen reden meer is om een deskundigenonderzoek naar de waarde te gelasten. Daarbij dient de OK er zich mijns inziens wel van te vergewissen dat de omstandigheden waaronder het bod heeft plaatsgevonden voldoende waarborgen

dat kan worden aangenomen dat de prijs (minimaal) de werkelijke waarde weer-geeft. Daarbij zal – redenerende vanuit de economische leer over de relatie tussen waarde en prijsvorming op markten – onder meer moeten worden gekeken naar de vraag of er sprake was van ongelijkheid van informatie, extreme marktomstandig-heden en/of barrières voor alternatieve bidders. De *fairness opinion* kan mogelijk een belangrijke rol gaan spelen bij die beoordeling.

Hierdoor zal het aantal deskundigenonderzoeken bij uitkoopprocedures waarschijn-lijk sterk afnemen. Wanneer het toch noodzakelijk wordt geacht een deskundigen-onderzoek naar de waarde van de over te dragen aandelen te gelasten, verdient het aanbeveling dat de OK duidelijk aangeeft wat zij in dat geval als de relevante *counterfactual situation* beschouwd. Wat mij betreft dient daarbij de toepassing van een premie voor *control* en *synergie* niet op voorhand te worden uitgesloten, aangezien het bij een openbaar bod juist daarom gaat.

De proportionaliteit van een historische peildatum

Tom Salemink¹

1. Inleiding

Op 7 juli 2015 is de Ondernemingskamer (“OK”) in de uitkoopprocedure inzake Unit4 omgegaan.² Als peildatum voor de waarde van de uit te kopen aandelen geldt niet langer de datum van het eindarrest, de OK zoekt voortaan aansluiting bij een voorafgaand bod of de datum van een tussenarrest waarin zij een deskundigenbericht gelast.

In een bijzonder uitvoerig gemotiveerd arrest, is het bijna een terloopse opmerking van de OK waar zij zonder nadere motivering overweegt dat

*“[i]n zijn algemeenheid (...) kan niet gezegd worden dat gelijkstelling van de peildatum met de datum betaalbaarstelling onder het bod (...) strijd oplevert met artikel 1 Eerste Protocol EVRM”.*³

Deze overweging illustreert dat de OK zich bewust is dat haar beslissing voor een andere peildatum de positie van de minderheid mogelijk nadelig beïnvloedt.

Hoe verhoudt de koerswijziging van de OK in Unit4 zich met het recht op een ongestoord genot van eigendom in art. 1 EP EVRM? Deze vraag lijkt wellicht spannender dan het daadwerkelijk is. De reden hiervoor is dat niet snel sprake is van een schending van het eigendomsrecht. Schild omschrijft het treffend in zijn proefschrift: het moet gaan om zogenoemde “*het kan toch niet zo zijn dat*”-zaken.⁴ Dat is in Unit4 duidelijk niet het geval.

Het leerstuk van het eigendomsrecht in art. 1 EP EVRM blijft desalniettemin interessant, met name het in de rechtspraak ontwikkelde toetsingskader voor de vraag of een inbreuk op het eigendomsrecht proportioneel is. De vraag blijft namelijk of de koerswijziging van de OK in Unit4 wel proportioneel is: welk probleem beoogt de OK precies op te lossen en welke (mogelijk nadelige) gevolgen voor partijen staat hier tegenover?

¹ Tom Salemink is advocaat bij Lemstra Van der Korst N.V. en als onderzoeker verbonden aan het Van der Heijden Instituut (Onderzoekscentrum Onderneming & Recht, Radboud Universiteit).

² OK 7 juli 2015, JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

³ OK 7 juli 2015 (ro. 3.17), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

⁴ Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 91, Kluwer: Deventer 2012, p. 139.

2. De peildatum in de uitkoopprocedure

2.1. *Het belang van de peildatum*

De OK stelt de prijs vast op de waarde die de over te dragen aandelen hebben op een door haar te bepalen dag. Dit waarderingsmoment is de peildatum.⁵

De keuze voor de peildatum is van wezenlijke invloed op de hoogte van de uitkoopprijs. Alle waardeveranderingen tot aan de peildatum, neemt de OK mee bij de waardering van de aandelen. Een stijging van de waarde van de aandelen komt voor rekening van de uitkoper, omdat hij een hogere prijs moet betalen. Het risico van waardedalingen voor de peildatum ligt in beginsel bij de gedaagden.⁶ In essentie komt het bepalen van de peildatum neer op de vraag op welk moment het economisch risico van waardeveranderingen van de over te dragen aandelen verspringt van de gedaagden naar de uitkoper.⁷

Voorts is de peildatum van belang met betrekking tot de uitkeringen op de aandelen en de toepassing van de wettelijke rente. Zolang de uitkoopprijs niet is betaald, wordt deze verhoogd met de wettelijke rente vanaf de peildatum tot aan de overdracht van de aandelen. De uitkeringen op de aandelen die zijn betaald in hetzelfde tijdvak, komen in mindering op de vastgestelde prijs.

2.2. *Het oude uitgangspunt sinds 2000*

Sinds 2000 gold als uitgangspunt voor de peildatum het moment van de overdracht van de aandelen, althans een datum die daar zo dicht mogelijk bij ligt: de datum van het toewijzend eindarrest.⁸

De gedachte was dat het risico voor waardeveranderingen van de aandelen voor rekening moet komen van degene die de aandelen houdt.⁹ Dat betekent dat de minderheid het risico op de aandelen draagt, tot het moment waarop zij de aandelen overdraagt of moet overdragen.

In zowel de literatuur als de praktijk bestond kritiek op dit uitgangspunt.¹⁰ De kritiek hing nauw samen met de gemiddeld (te) lange duur van een uitkoopprocedure. Tot anderhalf jaar geleden bedroeg de gemiddelde doorlooptijd van een

5 Hierover uitgebreid Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders*, serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 125, Kluwer: Deventer 2014, p. 234 e.v.

6 De OK stelt echter om processuele redenen de prijs niet vast op een lager bedrag dan de gevorderde uitkoopprijs, zodat het risico van waardedalingen *de facto* niet bij de minderheid ligt, hierover Salemink (2014), p. 186-190.

7 De Jong, 'The Transfer of Share by Court Order in a Closely Held Company: What is the Proper Reference Date for the Valuation of the Shares?', *European Company Law* 9, no. 4 (2012), p. 229.

8 Zie OK 13 april 2000, JOR 2000/168 (FGH Bank) en OK 29 juni 2000, JOR 2000/170 (Pirelli), waarin de OK dit uitgangspunt vaste rechtspraak noemt.

9 O.m. 7 december 2010 (ro. 3.17), JOR 2011/45 (Corporate Express) en OK 9 maart 2010 (ro. 3.16), JOR 2010/154 (Rodamco Europe).

10 Salemink (2014), p. 238-242; Olden, 'Uitstoot: ontwerp voor een bionische dienstmaagd', in: Van Solinge (e.a.), *Geschillen in de vennootschap*, serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 105, Deventer: Kluwer 2010, p. 65; Kuijpers, 'Uitkopen of uitstoten', *WPNR* 2009/6799, p. 418; Norbruis, 'Uitkoopregeling in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2003-15, p. 572; Den Boer, 'Naar een rationeel waarderingsstijdstip bij de uitkoop- en geschillenregeling', *WPNR* 2002/6487, p. 341-342; Josephus Jitta onder JOR 2000/170.

uitkoopprocedure bijna een jaar.¹¹ Dit betekent dat ook de peildatum pas gemiddeld een jaar na het uitbrengen van de dagvaarding lag.

Een wezenlijk nadeel van een ‘late peildatum’ is dat de meerderheidsaandeelhouder na een succesvol bod (en de daaropvolgende uitkoopprocedure) niet direct kan overgaan met de integratie van de doelvennootschap, omdat alle waardeveranderingen tot aan het eindarrest (de peildatum) doorwerken in de uitkoopprijs. Hij loopt dus het risico dat hij door zijn eigen handelen een hogere uitkoopprijs moet betalen.

De OK lijkt met haar beslissing in Unit4 aan deze kritiek tegemoet te komen.

2.3. *Het nieuwe uitgangspunt sinds Unit4*

De OK neemt het bezwaar van de ‘late peildatum’ weg, door simpelweg de peildatum in de procedure naar voren te halen.

Als nieuw uitgangspunt geldt dat de OK in procedures volgend op een openbaar bod voor de peildatum aansluiting zoekt bij het bod, in het bijzonder de datum van betaalbaarstelling mits de uitkoper op dat moment 95% van de aandelen heeft verkregen. Voor de situaties die niet volgen op een openbaar bod of de situaties waarin de OK voor de prijs niet langer kan aansluiten bij een voorafgaand bod, kan volgens de OK de datum van het tussenarrest waarin zij vaststelt dat de vordering tot uitkoop in beginsel toewijsbaar is (en een deskundigenbericht gelast) als peildatum gelden.¹²

Tot slot bestaat nog een derde mogelijkheid, indien de OK niet aansluit bij de prijs van een voorafgaand bod en evenmin gebruik maakt van een deskundigenonderzoek. De OK kan in dat geval de uitkoopprijs vaststellen op basis van door de uitkoper overgelegde stukken. Deze situatie deed zich voor in de uitkoopprocedure inzake Nagron.¹³ De OK sloot in deze zaak voor de peildatum aan bij de datum waartegen een partijdeskundige de aandelen had gewaardeerd. Deze datum lag zeven maanden voor het toewijzend arrest. De situatie waarin de OK de uitkoopprijs vaststelt op basis van een ‘partijdeskundige’ is echter niet heel gebruikelijk.

3. **Het eigendomsrecht van art. 1 EP EVRM**

3.1. *Inleiding*

De OK is van mening dat het nieuwe uitgangspunt recht doet “aan de belangen van zowel eisers als gedaagden in uitkoopprocedures” en dat het in het algemeen geen strijd oplevert met het eigendomsrecht van art. 1 EP EVRM.¹⁴

11 Salemink (2014), p. 303. Het gaat daarbij om de periode tussen het moment van het uitbrengen van het dagvaardingsexploot tot aan de dag waarop de OK eindarrest wijst. Het onderzoek betrof de periode 2008-2014.

12 OK 7 juli 2015 (ro. 3.17-3.18), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

13 OK 28 juli 2015, JOR 2015/261; Ondernemingsrecht 2015/99 (Nagron).

14 OK 7 juli 2015 (ro. 3.17), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

De koerswijziging heeft voor de minderheidsaandeelhouders tot gevolg dat zij op het moment van gedwongen overdracht van hun aandelen een prijs ontvangen, die is berekend op basis van de waarde van hun aandelen op het moment van het openbaar bod, veelal minimaal zes maanden daarvoor. Dat betekent dat als de waarde van de aandelen in de tussenliggende periode (vanaf het openbaar bod tot aan de overdracht) is gestegen, de minderheid die waardevermeerdering niet kan ‘verzilveren’. Er vindt *de facto* dus een ‘economische onteigening’ plaats op het moment van betaalbaarstelling, en dit alles voordat een rechterlijke toetsing heeft plaatsgevonden.

3.2. *Het toetsingskader*

Art. 1 EP EVRM bepaalt dat een ieder recht heeft op het ongestoord genot van zijn eigendom. Het eigendomsrecht is niet absoluut en kan worden beperkt.

Niet iedere beperking levert echter een schending van art. 1 EP EVRM op. Dit hangt er van af of de beperking gerechtvaardigd is. Hiervoor is in de rechtspraak een toetsingskader ontwikkeld. De toetsing geschiedt aan de hand van de volgende drie stappen:

- De legitimiteit (*lawfulness*): is de inbreuk voorzien bij wet?
- Het doel (*general interest*): dient de inbreuk een gerechtvaardigd algemeen belang?
- De proportionaliteit (*fair balance*): bestaat er een rechtvaardig evenwicht tussen de bevordering van het algemeen belang en de bescherming van de rechten van het individu?

De verdragsstaten komen een hoge mate van vrijheid toe om te beoordelen of de beperking van het eigendomsrecht proportioneel en in het algemeen belang is (*margin of appreciation*).¹⁵

De kern van de meeste ‘art. 1 EP EVRM-zaken’ draait om de vraag of een *fair balance* bestaat. Het gekozen middel moet proportioneel zijn ten opzichte van het beoogde doel.¹⁶ Bij de beoordeling van de koerswijziging van de OK in Unit4 is dat niet anders.

Voor het *fair balance*-vereiste is van belang in hoeverre een aanspraak bestaat op een vergoeding voor de inbreuk op het eigendomsrecht. Als regel geldt dat bij de ontneming van eigendom moet zijn voorzien in een schadevergoeding. Ontbreekt enige vorm van schadevergoeding dan is de inbreuk op het eigendomsrecht in beginsel niet gerechtvaardigd. Anderzijds wil dat niet zeggen dat art. 1 EP EVRM altijd in alle omstandigheden het recht geeft op een volledige compensatie.¹⁷ De

¹⁵ Hierover Salemink (2014), p. 37 e.v.

¹⁶ Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger, *De eigendomsbescherming van artikel 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM en het Nederlandse burgerlijk recht*, preadviezen 2005 uitgebracht voor de Vereniging voor Burgerlijk Recht, Deventer: Kluwer 2005, p. 113.

¹⁷ Hierover uitgebreid Schild (2012), p. 141 e.v.

wijze van berekening en de hoogte van de vergoeding hangen in sterke mate af van de aard en het doel van de inbreuk.

Ten aanzien van de uitkoopprocedure heeft het Europese Hof voor de Rechten van de Mens in de zaak Offerhaus t. de Staat der Nederlanden in 2011 geoordeeld dat de minderheid recht heeft op een prijs voor de over te dragen aandelen die “*reasonable related to its value*” is.¹⁸ De prijs moet dus in redelijke mate overeenkomen met de waarde van de aandelen op het moment van overdracht.

3.3. De verhouding tussen Unit4 en het eigendomsrecht

Hoe verhoudt dit uitgangspunt zich met de beslissing in Unit4? De vraag is of de prijs vastgesteld op basis van de waarde van de aandelen per peildatum betaalbaarstelling nog ‘*reasonable related*’ is tot de waarde van de aandelen op het moment dat de OK de minderheid daadwerkelijk veroordeelt tot de overdracht van de aandelen.

Deze vraag is niet eenvoudig te beantwoorden, maar duidelijk is wel dat onder het nieuwe uitgangspunt de kans dat de prijs niet langer *reasonable related* is, groter is dan onder het oude uitgangspunt. Het zal naar mijn mening echter niet snel leiden tot een inbreuk.

De problematiek van een schuivende peildatum in de uitkoopprocedure vertoont gelijkenissen met de zaak Lithgow e.a. t. Verenigd Koninkrijk voor het Europese Hof uit 1986.¹⁹ In deze zaak ging het om de nationalisatie van een aantal bedrijven in het Verenigd Koninkrijk door de Labour-regering in de jaren ‘70 onder de *Aircraft and Shipbuilding Industries Act 1977*. De wet was in maart 1977 in werking getreden. De waarde van de onteigende aandelen was echter bepaald op het bedrag van de gemiddelde beurskoers in de zes maanden voorafgaand aan 28 februari 1974. Dit was de dag waarop Labour de verkiezingen had gewonnen. In het verkiezingsprogramma van Labour was het plan voor de nationalisatie reeds opgenomen. De peildatum voor de waarde van de onteigende aandelen (in de desbetreffende bedrijven) was ruim voor dat moment gekozen om de invloed van de mogelijkheid van nationalisatie in de beurskoers te neutraliseren.

De verzoeksters (de onteigende aandeelhouders) maakten onder meer bezwaar tegen de peildatum, omdat de prijs die zij ontvingen bij onteigening niet “*reasonable related*” was tot de waarde van de aandelen. De peildatum lag immers ruim 3,5 jaar voor het moment van de onteigening.

Het Europese Hof ging niet mee in de stelling van verzoeksters. Bij de keuze voor de peildatum dient de regering volgens het Hof een zo recent mogelijke, en “*also not untypical*” datum te kiezen, zonder dat daardoor de waarde wordt beïnvloed door de aankondiging van een mogelijke nationalisatie. De keuze voor een moment zes maanden voor 23 februari 1974 achtte het Hof begrijpelijk omdat

¹⁸ EHRM 16 januari 2001, JOR 2001/81 (Offerhaus/Staat).

¹⁹ Zie uitgebreid over deze zaak Schild (2013), p. 145 e.v.

op dat moment de mogelijkheid van nationalisatie reëel was: “*the prospect of nationalisation became a reality*”.²⁰

De vergelijking met het nieuwe uitgangspunt in de uitkoopprocedure dringt zich op. Eén van de redenen voor de koerswijziging van de OK is dat in de overgrote meerderheid van de gevallen in het biedingsbericht wordt aangekondigd dat bij een succesvol bod een uitkoopprocedure zal volgen. Vanaf het moment dat de meerderheid ten minste 95% van de aandelen verkrijgt, is de minderheid volgens de OK niet langer in de positie om haar aandelen desgewenst te behouden:²¹ op dat moment “*the prospect of a squeeze-out became a reality*”.

Het Europese Hof oordeelde in de Lithgow-zaak dan ook dat de gekozen historische peildatum geen ongerechtvaardigde inbreuk op het eigendomsrecht vormde. Daarbij speelde de *margin of appreciation* een belangrijke rol: regeringen zijn volgens het Hof over het algemeen beter dan een internationaal gerechtshof in staat om te beoordelen of een gekozen maatregel proportioneel is.²²

Voor de uitkoopregeling is dit niet anders zijn. De keuze voor de datum betaalbaarstelling als peildatum is – mede gezien de *margin of appreciation* – verdedigbaar en zal naar mijn mening mede gelet op de relatief korte periode tussen het bod en de uitkoopprocedure niet snel strijd opleveren met art. 1 EP EVRM.

4. De proportionaliteit van een historische peildatum

Dat het nieuwe uitgangspunt waarschijnlijk niet strijdig is met art. 1 EP EVRM, wil natuurlijk niet zeggen dat de koerswijziging van de OK en de keuze voor de peildatum betaalbaarstelling ook wenselijk is. De vraag blijft mijns inziens of de wijziging gelet op alle betrokken belangen wel proportioneel is. Deze vraag behelst in haar kern een afweging tussen de belangen van de meerderheidsaandeelhouder en de belangen van de minderheid.

Volgens de OK draagt het nieuwe uitgangspunt bij aan de rechtszekerheid en het terugdringen van de doorlooptijden van de uitkoopprocedure.²³ Ik betwijfel echter of een eerdere peildatum daadwerkelijk (direct) leidt tot betere doorlooptijden. De procedure is feitelijk niet veranderd. De uitkoper dient nog steeds aan dezelfde vereisten te voldoen en bovendien onderzoekt de OK voor aansluiting bij de prijs onder het voorafgaand bod nog steeds of het bod nog recent en op grote schaal aanvaard is.²⁴ De nieuwe peildatum doet aan deze vereisten en criteria niets af. De gesignaleerde versnelling van de doorlooptijden in recente zaken heeft naar mijn idee dan ook een andere achtergrond.

20 EHRM 8 juli 1986 appl. nr. 9006/80 (Lithgow e.a. t. het Verenigd Koninkrijk), onder 131-132.

21 OK 7 juli 2015 (ro. 3.16 onder a), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

22 EHRM 8 juli 1986 appl. nr. 9006/80 (Lithgow e.a. t. het Verenigd Koninkrijk), onder 122.

23 OK 7 juli 2015 (ro. 3.16 onder a), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

24 Zie over de prijsbepaling in de uitkoopprocedure uitgebreid Salemink (2014), p. 209 e.v.

De tweede reden van rechtszekerheid genoemd door de OK, vind ik interessanter. De rechtszekerheid voor de uitkoper is duidelijk: hij kan direct beginnen met de integratie van de doelvennootschap. Dit argument voor een eerdere peildatum acht ik vanuit proceseconomisch oogpunt goed verdedigbaar. De uitkoper loopt in beginsel geen risico dat een waardestijging als gevolg van zijn eigen handelen tot een hogere uitkoopprijs leidt. Enig risico blijft evenwel bestaan, omdat de OK nog steeds de mogelijkheid openlaat dat zij niet aansluit bij betaalbaarstelling, indien sprake is van “een aanzienlijk tijdsverloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod (...) en de dag van dagvaarding”.²⁵ Dit ‘restrisiko’ is echter beperkt en te overzien, omdat uitkoper de periode tot aan de dagvaarding zelf in de hand heeft.

Ik kan mij echter minder goed vinden in de keuze voor het moment van betaalbaarstelling als peildatum en de motivering die de OK daaraan te grondslag legt. Het argument dat de minderheid tot de overdracht het risico op de aandelen behoort te dragen, overtuigt volgens de OK minder naarmate de identiteit van de vennootschap wijzigt als gevolg van omstandigheden die met het openbaar bod verband houden. Na verloop van tijd is de minderheid volgens de OK *de facto* aandeelhouder in een vennootschap met andere identiteit:

“De ontwikkeling van de waarde van de aandelen in de doelvennootschap vanaf (...) het bod houdt veelal sterk verband met die ontwikkelingen [als gevolg van het bod] en kan zijn beïnvloed door factoren die samenhangen met de structuur die het resultaat is van de overname (...).”²⁶

De OK stelt samengevat dat de minderheid die haar aandelen niet heeft aangemeld onder een geslaagd bod eigenlijk niet langer meer het risico op de aandelen draagt en dus ook geen recht heeft op de mogelijke waardevermeerdering, te meer omdat die vermeerdering *mogelijk* verband houdt met het niet door haar ondersteund openbaar bod.

Dit standpunt is naar mijn mening op zijn minst opmerkelijk te noemen. Waarom zou een minderheidsaandeelhouder niet mogen ‘profiteren’ van waardeveranderingen van zijn aandelen vanaf de betaalbaarstelling onder het bod? Een aandeelhouder heeft in beginsel geen andere verplichting dan de volstorting van zijn aandelen. In andere gevallen dan de nasleep van een openbaar bod waarin de waarde van de aandelen toeneemt, mag de minderheid ook hiervan ‘profiteren’, ongeacht of zij heeft ‘bijgedragen’ aan deze waardevermeerdering.

Onder het nieuwe uitgangspunt ontstaan *de facto* twee momenten van onteigening: (i) de onteigening van het economisch eigendom bij openbaar bod en zonder een rechterlijke tussenkomst, en (ii) de onteigening van het juridisch eigendom in de uitkoopprocedure na een rechterlijke toetsing.

De rechtszekerheid (voor in ieder geval de minderheid) neemt hiermee niet toe. Op het moment van de betaalbaarstelling is niet zeker of de meerderheid een uitkoopprocedure zal starten, heeft evenmin een rechterlijke toetsing plaatsgevon-

25 OK 7 juli 2015 (ro. 3.16), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

26 OK 7 juli 2015 (ro. 3.16), JOR 2015/235; Ondernemingsrecht 2015/86 (Unit4).

den of de meerderheid aan de vereisten voor uitkoop voldoet en ontstaat bovendien een schemergebied waarin de positie van de minderheid ten opzichte van haar aandelen diffuus is. Deze onduidelijkheid is nog groter in de ‘Nagron-situatie’, waarin de OK aansluit bij een enigszins willekeurige peildatum van een partijdeskundige, zonder dat op dat moment duidelijk was of een uitkoopprocedure zou volgen of zelfs dat de meerderheidsaandeelhouder op dat moment aan de vereisten voldeed.

Ik kan mij dan ook beter vinden in het nieuwe uitgangspunt voor de ‘andere peildatum’: het moment waarop de OK een tussenarrest wijst en een deskundigenbericht gelast. Op dat moment (de datum van het tussenarrest) heeft een rechterlijke toetsing plaatsgevonden en is duidelijk dat de minderheid zijn aandelen uiteindelijk moet overdragen. De vraag is dan alleen nog tegen welke prijs. Dit uitgangspunt heeft bovendien als meerwaarde dat de deskundigen de aandelen kunnen waarderen tegen een anterieure peildatum.

Als peildatum voor de situatie na een openbaar bod zie ik dan ook liever de datum van dagvaarding. Deze datum geeft meer duidelijkheid: op dat moment is duidelijk dat een uitkoopprocedure is gestart, dat een rechterlijke toetsing plaatsvindt en is het ‘schemergebied’ waarin de minderheid nog wel het juridische, maar niet meer het economisch eigendom van de aandelen heeft korter. Voor de uitkoper maakt de peildatum dagvaarding weinig verschil, omdat hij dit moment zelf in de hand heeft. Als de uitkoper binnen korte tijd de dagvaarding uitbrengt, kan hij ook snel beginnen met de integratie van de doelvennootschap.

5. Conclusie

Mijn voorzichtige conclusie ten aanzien van de koerswijziging van de OK is positief. De OK heeft oog voor de kritiek op uitkoopregeling in de praktijk. De wijziging is vanuit proceseconomisch oogpunt verdedigbaar, maar ik plaats vraagtekens bij de rechtvaardiging en de argumentatie voor het moment van de betaalbaarstelling als peildatum.

Verder moet de OK er mijns inziens voor waken dat wij de uitkoopprocedure niet gaan beschouwen als uitsluitend een recht van de meerderheidsaandeelhouder, waarbij de procedure alsmaar sneller, goedkoper en eenvoudiger moet. Uitkoop blijft in de eerste plaats nog altijd een inbreuk op een grondrecht van de minderheidsaandeelhouder

Tot slot een korte opmerking over het onderscheid tussen de dogmatiek en de feitelijke uitwerking van de beslissing van de OK in Unit4. Feitelijk verandert er namelijk niet zoveel en pakt de koerswijziging voor de minderheid misschien zelfs positief uit. Voorheen oordeelde de OK aan de hand van een aantal criteria dat de biedprijs ook een billijke uitkoopprijs was en overwoog vervolgens met een wat moeizame redenering dat die prijs ook billijk was op het moment van het eindarrest (soms twee jaar later). Onder het nieuwe uitgangspunt is de biedprijs (op grond van dezelfde criteria) nog steeds een billijke uitkoopprijs. Het verschil is echter dat de wettelijke rente eerder begint te lopen. Anders gezegd: de minderheid krijgt nog

steeds de biedprijs als uitkoopprijs, maar ontvangt daar bovenop meer wettelijke rente.

Mede gelet op dit 'feitelijke voordeel' van de Unit4-beslissing, is de vraag legitiem of mijn betoog niet te dogmatisch is. Waarschijnlijk wel. Maar juist de dogmatiek is nodig om de kaders voor de bescherming van verschillende belangen te schetsen en te waarborgen, met name de belangen van de minderheid.

In de ZIFO-reeks verschijnen:

1. **Hoe verder met collegiaal bestuur in Nederland?**
Bestuursstaak, bestuursverantwoordelijkheid en bestuurdersaansprakelijkheid volgens het nieuwe artikel 2:9 BW
prof. mr. J.B. Huizink, mr. J.M. de Jongh, prof. mr. W.J.M. van Veen,
prof. mr. A.F. Verdam
2. **Boek 2 BW, statuten en aandeelhoudersovereenkomsten – stand van zaken en blik vooruit**
prof. mr. W.J.M. van Veen
3. **Wie is de aandeelhouder?**
Beschouwingen over de wenselijkheid van een centraal aandeelhoudersregister en de kenbaarheid van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. D.F.M.M. Zaman, mr. T.J.C. Klein Bronsvoort, prof. mr. E.P.M. Vermeulen, prof. mr. A.F. Verdam
4. **Crisiswetgeving voor financiële instellingen en ondernemingen**
dr. A.H.E.M. Wellink, mevr. mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. M.W. den Boogert, mr. R.P.B. van Outersterp, prof. mr. C.E. du Perron, prof. mr. A.F. Verdam, prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers. Met een inleiding van Prof. mr. W.J.M. van Veen
5. **De implementatie van de AIFM Richtlijn**
mr. N.B. Spoor, mr. M. Tausk, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. R.P. Raas
6. **Aanbevelingen ter verbetering van het vestigingsklimaat voor ondernemingen**
Tribuut aan Jaap Bellingwout
mr. G.F. Boulogne en mr. L.J.A. Pieterse (red.)
7. **Ontwikkelingen rond pensioenen en pension fund governance**
Onder redactie van prof. mr. A.F. Verdam, met bijdragen van: prof. dr. E. Lutjens, prof. mr. R.H. Maatman, mr. A.G. van Marwijk Kooy en mr. S.W.A.M. Visée.
8. **Postmoderne rechtsvormen**
Aanbevelingen voor verdere modernisering van het ondernemingsrecht
Mr. F. van Horzen en prof. mr. J.W. Bellingwout, prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers, mr. A.J.S.M. Tervoort, prof. mr. W.J.M. van Veen en prof. mr. I.S. Wuisman.
9. **Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?**
Mr. J. Jol, prof. mr. R. Vriesendorp, mr. R. Hermans en mr. K. de Vries, prof. mr. B. Wessels, met een inleiding van prof. mr. J.B. Huizink.
10. **Grensoverschrijdende omzetting, -fusie en -splitsing**
Vrijheid van vestiging, vennootschapsrecht en fiscaal recht
Prof. mr. W.J.M. van Veen, mr. P.C.S. van der Bijl, prof. mr. J.W. Bellingwout en prof. mr. F.P.G. Pötgens.

11. **De veranderende rol van toezichhouders in de financiële sector**
Prof. dr. R.G.C. van den Brink, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. J.B.S. Hijink & mr. L. in 't Veld, mr. Kitty Lieverse, ir. Th.F. Kockelkoren, mr. A.J. Kellermann, prof. mr. R.M.I. Lamp en mr. R. Mellenbergh.
12. **Substance en de Nederlandse houdstervernootschap**
Prof. mr. J.W. Bellingwout, mr. J. Gooijer, mr. F. van Horzen, Claus Jochimsen, prof. mr. F.P.G. Pötgens, Eric Schiffer, mr. E.B. van der Stok, mr. M.J.E. Straathof en prof. mr. A.F. Verdam.
13. **Rechtszekerheid**
Prof. mr. J.L. Smeehuijzen, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. F.P.G. Pötgens, prof. mr. W.J.M. van Veen, prof. dr. M.R.F. Senftleben, mr. drs. L. Anemaet, prof. mr. J. Hallebeek.
14. **Het concern van 2020**
Prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, mr. M. Holtzer, mr. J.J.H. Joosten en mr. C.C. Lamsvelt, dr. J. van Strien en V.L. Meijerman MSc, mr. P. Glazener, prof. mr. A.F. Verdam.
15. **De toekomst van IP-regimes in Nederland en Europa**
Prof. dr. J.W. Bellingwout, drs. J. de Boer, prof. dr. C. Spengel, drs. J.K. Wesseling, mr. M.J. van Iersel, mr. drs. V. Kalloe, drs. A. Hermanns, mr. M.C. de Graaf, mr. J. Gooijer, prof. dr. F.P.G. Pötgens, mr. A. Kale, M. de Ruitter, mr. E. Cratsborn, drs. R.P.J. van den Brekel, mr. E.A. Visser, ir. E.D. Wiebes MBA.
16. **Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak**
Prof. mr. A.F. Verdam, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. A.F.M. Dorresteyn, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. W.J.M. van Veen.
17. **Bitcoins - Civiele en fiscale aspecten in beeld**
prof. mr. R.A. Wolf, drs. J. Boersma, prof. mr. W.A.K. Rank, M.A. Plooi MA MSc, mr. J. Baukema, M.L. Veldhuijzen LLM, R. van de Berg LLM, E.A. van Goor LLM.
18. **De publieke overheid; waar ligt de fiscale grens?**
Prof. dr. mr. F.P.G. Pötgens, dr. J. van Strien, M.L. Al-Saady, mr. dr. N. Jak, dhr. V.L. Meijerman MSc, mr. K. Wanders, L.C.S. Westerveld.
19. **Reporting, controle en toezicht**
Prof. mr. Geert Raaijmakers, prof. mr. Albert F. Verdam, prof. dr. Dirk Schoenmaker, mr. Paul Olden, prof. dr. Philip Wallage RA, Paul Koster RA, prof. mr. Harm-Jan de Kluiver.
20. **Waardering van aandelen na Unit4**
Jan Bernd Huizink, Peter Ingelse, Marius Josephus Jitta, Karel Scheepers, Tom Salemink