

Minderheidsaandeelhouders en uitkoop: nieuw peilmoment voor aandelenwaardering

Bb 2016/57

In deze bijdrage gaan de auteurs in op het Unit4-arrest (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, JOR 2015, 234) waarin de Ondernemingskamer een koerswijziging heeft ingezet ten aanzien van het moment waarop aandelen moeten worden gewaardeerd bij uitkoopprocedures.

1. Inleiding

Op 7 juli 2015 heeft de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam in het Unit4-arrest (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, JOR 2015, 234) een koerswijziging ingezet ten aanzien van het moment waarop aandelen moeten worden gewaardeerd bij uitkoopprocedures. In plaats van aansluiting te zoeken bij het moment waarop de aandelen daadwerkelijk worden overgedragen (zoals in het verleden gebruikelijk was), wordt nu de datum van betaalbaarstelling onder het bod als uitgangspunt gebruikt. In deze bijdrage zullen wij kort ingaan op: (1) de verschillende uitkoopprocedures; (2) de koers van de Ondernemingskamer tot het Unit4-arrest en (3) het nieuwe peilmoment en de (mogelijke) gevolgen voor de praktijk hiervan.

2. De uitkoopprocedure

Een aandeelhouder (of twee of meer groepsmaatschappijen) die in totaal meer dan 95% van het aandelenkapitaal bezit, is gerechtigd de minderheidsaandeelhouder(s) uit te kopen. Dit is een recht dat de grootaandeelhouder toekomt. Een verwijtbare handeling van de minderheidsaandeelhouder is niet vereist. Aldus wordt een verzoek tot uitkoop door de grootaandeelhouder in beginsel toegewezen en slechts in uitzonderingssituaties afgewezen.

De uitkoopregeling is opgesteld ten faveure van de grootaandeelhouder. Het kan voor een grootaandeelhouder bezwaarlijk zijn als slechts een klein aantal aandelen in handen is van één of meerdere minderheidsaandeelhouders. Denk hierbij aan administratieve en fiscale verplichtingen (zoals het hanteren van wettelijk voorgeschreven oproepingsformaliteiten voor een algemene vergadering).

De wet voorziet in twee situaties waarin de grootaandeelhouder een vordering tot overdracht van hun aandelen kan instellen tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders. Dit betreft: (1) de reguliere uitkoopregeling bij de naamloze en besloten vennootschap (art. 2:92a en 2:201a BW); en (2) de uitkoopregeling volgend op een openbaar bod op de aandelen van een vennootschap die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de Europese Economische Ruimte (EER) (de beursvennootschap, art. 2:359c en

2:359d BW). Deze procedures worden ingesteld bij de Ondernemingskamer. Tegen een beslissing van de Ondernemingskamer staat beroep in cassatie open.

Voor beide regelingen geldt dat de grootaandeelhouder voor eigen rekening minimaal 95% van het geplaatst kapitaal moet verschaffen. Dit kan ook worden gehaald met behulp van de aandelen van groepsmaatschappijen. Het houden van aandelen voor eigen rekening brengt mee dat een administratiekantoor geen uitkoop kan vorderen (P.J. Dortmund, 'Handboek voor de Naamloze en Besloten vennootschap', Deventer: Kluwer 2013, p. 353). Nu de uitkoopregeling van dwingend recht is, kunnen de statuten niet een lager percentage bepalen (Kamerstukken II, 30419, 3, p. 48).

In geval van een procedure volgend op een openbaar bod dient de grootaandeelhouder naast het verschaffen van 95% van het geplaatst kapitaal ook 95% van de stemrechten van de vennootschap te vertegenwoordigen. Dit geldt ook voor besloten vennootschappen, nu deze sinds 1 oktober 2012 aandelen zonder stemrecht kunnen uitgeven (P.J. Dortmund, 'Handboek voor de Naamloze en Besloten vennootschap', Deventer: Kluwer 2013, p. 353).

De reguliere uitkoopregeling biedt de minderheidsaandeelhouder geen recht te worden uitgekocht (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 september 2005, JOR 2005/72 (Versatel) r.o. 3.15, bekrachtigd in cassatie: HR 14 september 2007, JOR 2007/237). Dit is anders bij de uitkoopregeling volgend op het openbaar bod: dit kan zowel op verzoek van de meerderheidsaandeelhouder (art. 2:359c BW) als de minderheidsaandeelhouder (art. 2:359d BW) geschieden. Hierbij geldt dat zowel de minderheidsaandeelhouder als de grootaandeelhouder de vordering binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod moet hebben ingesteld (art. 2:359c-2:359d lid 3 BW).

Voor de reguliere uitkoopregeling omschrijft de wet een aantal situaties waarin een uitkoopvordering niet kan worden toegewezen. Dit betreft situaties waarin: (1) de minderheidsaandeelhouder ondanks de vergoeding die hij voor zijn aandelen zal ontvangen ernstige stoffelijke schade zou lijden door de aandelenoverdracht (bijvoorbeeld indien de overdracht zal leiden tot inkomstenbelasting wegens aanmerkelijk belang winst, vgl. H.E. Boschma en J.N. Schutte-Veenstra, T&C Burgerlijk wetboek, art. 2:92a BW); (2) hij houder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden (zoals prioriteitsaandelen); of (3) de grootaandeelhouder jegens de minderheidsaandeelhouder afstand heeft gedaan van zijn bevoegdheid de vordering in te stellen (art. 2:92a/201a lid 4 BW).

Indien aan de formele vereisten om tot uitkoop over te gaan is voldaan, zal de Ondernemingskamer een (billijke) prijs vaststellen die de grootaandeelhouder aan de minderheidsaandeelhouder dient te betalen voor de overdracht van de aandelen op een door haar te bepalen dag. Hiervoor kan de

¹ Mr. Y.A. Wehrmeijer en mr. I.M. Hendriks zijn beiden advocaat bij Houthoff Buruma te Amsterdam.

Ondernemingskamer de hulp van één of drie deskundigen inschakelen (art. 2:92a/201a lid 5 en 2:359c lid 6 BW). De Ondernemingskamer is vrij het tijdstip waarop zij de prijs vaststelt in redelijkheid te bepalen (HR 11 september 1996, *JOR* 1996, 113 (*ING*)).

3. Peildatum voor uitkoop tot het Unit4-arrest

Voor het vaststellen van een prijs voor de over te dragen aandelen is de datum waarop de aandelen worden gewaardeerd (de peildatum) om twee redenen van belang. Ten eerste gaat vanaf de peildatum de wettelijke rente over de uitkoopprijs lopen. Ten tweede gelden dividenduitkeringen op dat moment als gedeeltelijke betaling van de (nog vast te stellen) uitkoopprijs. De grootaandeelhouder draagt dan het risico van eventuele waardedalingen (zie hierover ook O.J.W. Schotel, 'De Ondernemingskamer kiest voor een historische peildatum bij uitkoopprocedures', *MvO* 2015, 3/4, p. 49 en T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders (VDHI nr. 125)', Deventer: Kluwer 2014, p. 234).

Tot 2015 hanteerde de Ondernemingskamer als peildatum een datum die zo dicht mogelijk bij de daadwerkelijke overdracht van de aandelen lag, te weten de datum van het toewijzende eindarrst (of een datum die daar zo dicht mogelijk bij ligt, Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 maart 2000, *JOR* 2000, 101, r.o. 2.3). Deze peildatum werd zowel voor de reguliere procedure als voor de procedure volgend op een openbaar bod gehanteerd. Uitgangspunt hierbij is dat het risico voor de waardeverandering van de aandelen ligt bij diegene die de aandelen houdt (T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders (VDHI nr. 125)', Deventer: Kluwer 2014, p. 235). Bij wijze van uitzondering op dit uitgangspunt stelt de Ondernemingskamer een eerdere datum vast indien het gebruik van de eerdere datum niet door de verschenen gedaagden wordt betwist en per saldo niet tot een ongunstiger resultaat leidt (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 24 februari 2009, *JOR* 2009/130).

Reden voor dit uitgangspunt was dat bij een eerder waarderingstijdstip een prijs voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouder kan worden vastgesteld die (substantieel) lager is dan dat zijn aandelen op het moment van overdracht waard zijn, hetgeen inbreuk maakt op zijn eigendomsrecht (zie ook T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders (VDHI nr. 125)', Deventer: Kluwer 2014, § 9.4.3.b).

Een nadeel van deze peildatum is dat aansluiting wordt gezocht bij een toekomstige gebeurtenis. Dat betekent onzekerheid, ook omdat na het oordeel van de deskundige(n) nog waardeveranderingen kunnen plaatsvinden (O.J.W. Schotel, 'De Ondernemingskamer kiest voor een historische peildatum bij uitkoopprocedures', *MvO* 2015, 3/4, p. 49). Een ander nadeel van een datum zo dicht mogelijk bij het eindarrst is dat zowel waardeveranderingen als waardedalingen in praktijk voor rekening van de grootaandeelhouder komen. De Ondernemingskamer stelt de uitkoopprijs (om processuele redenen) niet vast op een lager bedrag dan gevorderd door de grootaandeelhouder (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 december 2011, *JOR* 2012, 43, rov. 3.16), terwijl zij

wel een hogere prijs vaststelt indien sprake is van een waardevermindering (T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders (VDHI nr. 125)', Deventer: Kluwer 2014, § 9.4.3.a.). Dat dergelijke problemen zouden kunnen worden weggenomen door te kiezen voor een eerdere peildatum, werd in de literatuur regelmatig opgemerkt.

4. Unit4-arrest

Op 7 juli 2015 maakte de Ondernemingskamer een ommekeer. Niet langer had een datum zo dicht mogelijk bij het eindarrst, maar een datum zo dicht mogelijk op het uitgebrachte openbaar bod de voorkeur. De Ondernemingskamer overwoog dat zij aanleiding zag haar eerdere uitgangspunt te heroverwegen, in het bijzonder omdat: (1) dit uitgangspunt de afdoening van uitkoopprocedures binnen een redelijke termijn en redelijke kosten voor partijen zou bemoeilijken; en (2) de achterliggende ratio relativisering verdiende (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015, 234, r.o. 3.14).

Met betrekking tot het waarborgen van een redelijke termijn en kosten voor de uitkoopprocedure, overweegt de Ondernemingskamer dat de peildatum dicht bij eindarrst bijdraagt aan het oplopen van de doorlooptijden van uitkoopzaken. Daarnaast leidt dit tot aanzienlijke: (1) directe kosten (bijvoorbeeld voor het opstellen van het deskundigenonderzoek); en (2) indirecte kosten voor de grootaandeelhouder (omdat de doelvennootschap pas op een later moment volledig in het concern kan worden geïntegreerd). Ook voor de minderheidsaandeelhouder is volgens de Ondernemingskamer een voortvarend verloop van de procedure van belang om zo een langere periode van onzekerheid over de toewijsbaarheid van de vordering en de uitkoopprijs te voorkomen (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015, 234, r.o. 3.15).

Daarnaast relativeert de Ondernemingskamer de ratio van het eerder gehanteerde uitgangspunt. Dit doet zij op drie (hoofd)punten: (1) Zodra de grootaandeelhouder ten minste 95% van het geplaatst kapitaal (en stemrechten) heeft verkregen, verkeert de minderheidsaandeelhouder niet langer in een positie dat hij zijn aandelen onverkort kan behouden. Hierdoor verliest het argument dat de minderheidsaandeelhouders tot de datum van de overdracht van de aandelen het daaraan verbonden risico behoren te dragen, aan kracht, te meer indien tussen de periode na gestanddoening van het bod en het eindarrst als gevolg van de overname de identiteit van de doelvennootschap wijzigt. De waarde van de aandelen zal dan in grotere mate verband houden met dergelijke veranderingen in de (concern)structuur. (2) In de praktijk is altijd sprake van een (aanzienlijk) tijdsverloop tussen de datum van de gegevens waarop de deskundige en de Ondernemingskamer zich bij de waarde- en prijsbepaling baseren en de datum van het eindarrst. (3) Het uitgangspunt dat de minderheidsaandeelhouder tot de overdrachtsdatum het risico draagt van zowel waardeveranderingen als waardedalingen gaat vaak niet op, aangezien de Ondernemingskamer slechts een lagere uitkoopprijs dan oorspronkelijk gevorderd kan vaststellen indien de groot-

aandeelhouder zijn eis heeft vermeerderd (c.q. daarop heeft aangepast). Dit zal meestal alleen kunnen indien een nieuw exploit aan de minderheidsaandeelhouder wordt betekend, omdat de minderheidsaandeelhouder(s) vaak niet verschijn(t)(en) in uitkoopprocedures. Dit levert meer kosten en vertraging op (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015, 234, r.o. 3.16).

Deze beschouwingen hebben de Ondernemingskamer ertoe bewogen in geval van een uitkoopprocedure volgend op een openbaar bod de peildatum te bepalen op het moment van 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. Dit uitgangspunt zal in het algemeen (dus behoudens bijzondere omstandigheden) niet leiden tot een uitkoopprijs die strijdig is met het eigendomsrecht zoals bepaald in art. 1 Protocol 1 EVRM. Een andere peildatum kan worden gehanteerd als bijvoorbeeld: (1) een aanzienlijk tijdsverloop bestaat tussen de betaalbaarstelling onder het bod of het overschrijden van de 95%-grens en de dagvaarding; of (2) geen sprake is van een openbaar bod. In dergelijke situaties kan de datum van het tussenarrest van de Ondernemingskamer worden gehanteerd waarin zij constateert dat geen bezwaren tegen toewijzing van de vordering bestaan en een deskundigenbericht wordt gelast (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015, 234, r.o. 3.17 en 3.18).

5. Enkele beschouwingen voor de praktijk

De Ondernemingskamer heeft de principiële vraag die met de verschuiving van de peildatum gepaard gaat, namelijk of de minderheidsaandeelhouder mag profiteren van een waardevermeerdering van de vennootschap als gevolg van investeringen van de overnemer, ontkennend beantwoord (zie de noot van T. Salemink bij Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015, 234). De koerswijziging is met name gunstig voor de meerderheidsaandeelhouder, nu: (1) de procedure wordt vereenvoudigd; (2) de kosten als gevolg hiervan afnemen; en (3) de grootaandeelhouder met de integratie van de doelvennootschap niet hoeft te wachten tot het eindarrest.

Of de verschuiving van de peildatum inderdaad tot kortere doorlooptijden in uitkoopprocedures zal leiden, zoals de Ondernemingskamer beoogt, moet worden gezien. De doorlooptijd is vooral aanzienlijk als een deskundigenonderzoek wordt gelast, hetgeen gebruikelijk is bij gemotiveerd verweer van de minderheidsaandeelhouder. Uit een aantal uitspraken na de koerswijziging van de Ondernemingskamer valt op te maken dat uitkoopprocedures relatief snel worden afgedaan. Zie bijvoorbeeld het *Nutreco-arrest* (een art. 2:92a BW procedure), het *Exact-arrest* (een art. 2:359c BW procedure) en het *Nagron-arrest* (een art. 2:201a BW procedure), waarin de Ondernemingskamer respectievelijk binnen zeven weken en drie maanden (2x) uitspraak deed (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2897 (*Nutreco*), 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2914 (*Exact*) en 28 juli 2015, *JOR* 2015/261 (*Nagron*)). Als peildatum werd respectievelijk

gehanteerd: (1) de datum waarop de meerderheidsaandeelhouder heeft aangetoond 95% van het geplaatste kapitaal te verschaffen; (2) de dag van de betaalbaarstelling na de na-aanmeldingstermijn; en (3) door een deskundige in zijn waardering gehanteerde datum.

De keuze voor een historische peildatum is tot slot niet nieuw. Hoewel er vóór 2000 geen duidelijke lijn was in de jurisprudentie, werd meer dan eens aangesloten bij historische peildata, zoals de dag van: (1) gestanddoening van het bod na de sluiting van de aanmeldingstermijn (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 september 1999, *JOR* 1999, 246); (2) betaalbaarstelling van het bod (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 januari 1990, *TVVS* 1990, p. 261) en (3) de dagvaarding (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 december 1995, *JOR* 1996, 4). De Ondernemingskamer heeft dit nu gereguleerd tot (in beginsel) de datum van betaalbaarstelling van het bod.

6. Conclusie

Met het *Unit4-arrest* is het peilmoment voor de waardering van de aandelen in een uitkoopprocedure veranderd. In geval van een openbaar bod is de datum van betaalbaarstelling onder het bod nu uitgangspunt. Een openbaar bod kan ook aan de orde zijn bij een vennootschap die niet is genoteerd aan een gereguleerde markt. Indien geen sprake is van een openbaar bod of geruime tijd is verstreken sinds het bod is uitgebracht (of een aandelenbelang van 95% is verworven), kan voor een andere peildatum worden gekozen, zoals de datum van het tussenarrest waarin een deskundigenbericht wordt gelast. De afgelopen jaren waren de aanhangig gemaakte uitkoopprocedures (bijna) op twee handen te tellen (negen in 2015, vier in 2014, elf in 2013, elf in 2012 en negen in 2011, zie de jaarverslagen van de Ondernemingskamer). Het is interessant te bezien of de koerswijziging van de Ondernemingskamer – dat mede tot doel had het verkorten van de doorlooptijd en het vergroten van de rechtszekerheid – hierin verandering brengt.