

# Bescherming minderheidsaandeelhouders in de nasleep van het openbaar bod

In rechtseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief

Auteur: S. Redler (ANR: 847899; SNR:1245927)  
Scriptiebegeleider: dr. A.J.F. Lafarre LL.M MSc  
Tweede Lezer: mr. M.I. Zeldenrust-Visch  
Opleiding: Master Ondernemingsrecht  
Afstudeerdatum: 29 april 2019  
Plaats: Tilburg University



## **VOORWOORD**

Deze thesis vormt mijn sluitstuk van de Master Ondernemingsrecht aan Tilburg University.

Tijdens mijn studie heb ik veel nieuwe ervaringen en inzichten mogen opdoen. Het doen van juridisch onderzoek van waaruit deze thesis is ontstaan, vormt één van deze ervaringen waaruit veel inzichten zijn opgedaan. Er is veel moeite gestoken in het onderzoek naar de positie van de minderheidsaandeelhouder in de nasleep van het openbaar bod. Mijn hoop is dat dit ook tot uitdrukking komt in deze thesis.

Graag zou ik dit voorwoord willen gebruiken om bepaalde mensen te bedanken die mij enorm hebben geholpen en gesteund tijdens dit lange, zware, maar tevens zeer leerzame traject. Ten eerste wil ik graag mijn scriptiebegeleider mevrouw Anne Lafarre bedanken voor haar informele, begripvolle en hoopgevende samenwerking. Tevens wil ik haar bedanken voor haar kritische, maar opbouwende feedback, waarzonder ik nooit enige vorm van structuur in deze thesis zou hebben kunnen krijgen. Daarnaast wil ik graag mijn familie en vriend bedanken voor de onvoorwaardelijke steun, die ik niet enkel tijdens het traject van mijn thesis, maar gedurende mijn hele studie heb mogen ontvangen.

Momenteel rest mij enkel nog u veel leesplezier te wensen.

Shelley Redler

Bergen op Zoom, 23 april 2019

## LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN

AA	Ars Aequi
AFM	Autoriteit Financiële Markten
afl.	aflevering
ARO	Actuele Rechtspraak Ondernemingspraktijk
art.	artikel
AVA	Algemene Vergadering van Aandeelhouders
Bb	Bedrijfsjuridische berichten
BJu	Boom Juridische uitgevers
BNB	Beslissingen in Belastingzaken. Nederlandse Belastingrechtspraak
Bob Wft	Besluit openbare biedingen Wet op het financieel toezicht
BV	Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
BW	Burgerlijk Wetboek
CGC	Corporate Governance Code
d.d.	de dato (daterend van)
DGCL	Delaware General Corporate Law
EHRM	Europees Hof voor de Rechten van de Mens
EP EVRM	Eerste Protocol van het Europees Verdrag van de Rechten van de Mens
FD	het Financieele Dagblad
GS	Groene Serie
HR	Hoge Raad
IPO	Initial Public Offering/beursgang
Iss.	Issue
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
JRV	Jaarboek Ondernemingsrecht
m. nt.	met noot
no./nr.	number/nummer
NV	Naamloze Vennootschap
OK	Ondernemingskamer
O&F	Onderneming en Financiering
p.	pagina
par. (+ nummer)	paragraaf/subparagraaf/sub-subparagraaf (+ meervoudsvormen)
RO	Rechtspraak Ondernemingsrecht
r.o.	rechtsoverweging
RvC	Raad van Commissarissen
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
TvOB	Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur
Vgl.	Vergelijk
Vol.	Volume
V&O	Vennootschap & Onderneming
Wet Vpb	Wet op de Vennootschapsbelasting
Wft	Wet op het financieel toezicht
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie

<b>1. INLEIDING.....</b>	<b>1</b>
§1.1 - INTRODUCTIE.....	1
§1.2 - ONDERZOEKSMETHODE EN DEELVRAGEN.....	3
§1.3 - RELEVANTIE.....	4
§1.4 - METHODOLOGIE .....	5
<b>2. JURIDISCH KADER OVERNAMEPRAKTIJK.....</b>	<b>6</b>
§2.1 - OPENBAAR BOD .....	6
§2.1.1 - <i>Achtergrond en ratio openbaar bod</i> .....	6
§2.1.1.1 - Europees niveau .....	8
§2.1.2 - <i>De procedure</i> .....	9
§2.1.2.1 - Aankondiging van het bod .....	9
§2.1.2.2 - Goedkeuring biedingsbericht en uitbrengen van het bod .....	10
§2.1.2.3 - Aanmeldingstermijn .....	11
§2.1.2.4 - Certainty of Fund.....	12
§2.2 - UITSTOTING MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS .....	12
§2.2.1 - <i>Wettelijke uitkoopprocedures</i> .....	12
§2.2.1.1 - Algemene uitkoopregeling .....	13
§2.2.1.2 - Bijzondere/specifieke uitkoopregeling dan wel uitstootregeling .....	14
§2.2.2 - <i>Alternatieve uitstootmethodes</i> .....	15
§2.2.2.1 - Juridische (driehoeks)fusie.....	15
§2.2.2.2 - Activa- passivatransactie / bedrijfsfusie / de facto merger .....	18
§2.2.2.3 - Ruziesplitsing.....	19
§2.3 - VOORKEUR VOOR ALTERNATIEF VAN UITKOOP- UITSTOOTREGELING? .....	21
§2.4 - TUSSENCONCLUSIE .....	22
<b>3. DE POSITIE VAN MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS IN DE NASLEEP VAN HET OPENBAAR BOD ..</b>	<b>23</b>
§3.1 - INTERNE VERHOUDINGEN BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN .....	23
§3.1.1 - <i>Positie bestuur</i> .....	24
§3.1.2 - <i>Positie RvC</i> .....	24
§3.1.3 - <i>Positie AVA</i> .....	25
§3.1.4 - <i>Tweede agency-probleem</i> .....	25
§3.2 - HUIDIGE WAARBORGEN TER BESCHERMING VAN DE BELANGEN VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDER .....	27
§3.2.1 - <i>Zeggenschapsrechten (incl. besluitvorming, spreekrecht &amp; informatierecht) en dividendrecht</i> .....	27
§3.2.2 - <i>Redelijkheid en billijkheid</i> . .....	28
§3.2.3 - <i>Vennootschappelijk belang &amp; geen tegenstrijdig belang</i> .....	29
§3.2.4 - <i>Enquêteprocedure</i> .....	30
§3.2.5 - <i>Nederlandse Corporate Governance Code</i> .....	31
§3.3 - HUIDIGE WAARBORGEN IN HET KADER VAN HET OPENBAAR BOD.....	32
§3.3.1 - <i>Het verplichte openbaar bod</i> .....	32
§3.3.2 - <i>Na-aanmelding</i> .....	33
§3.3.3 - <i>Uittreedrecht</i> .....	34
§3.4 – TUSSENCONCLUSIE.....	34

<b>4. UITSTOOTPROCEDURES VANUIT RECHTSECONOMISCH PERSPECTIEF .....</b>	<b>35</b>
§4.1 - TAKEOVER THEORY .....	35
§4.1.1 - <i>Market for Corporate Control</i> .....	36
§4.1.2 - <i>Free-rider probleem</i> .....	37
§4.1.3 - <i>Hold-out probleem</i> .....	38
§4.2 - EIGENDOMSRECHT .....	39
§4.2.1 - <i>De economische eigendomstheorieën van Coase, Melamed &amp; Calabresi</i> .....	41
§4.3 - TUSSENCONCLUSIE .....	42
<b>5. TOTSTANDKOMING AANDELENPRIJS.....</b>	<b>44</b>
§5.1 - COMPENSATIE VOOR AANDELEN VAN MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS IN BEURSVENNOOTSCHAPPEN.....	44
§5.1.1 - <i>Compensatie onder het vrijwillige openbare bod</i> .....	45
§5.1.2 - <i>Compensatie onder het verplichte openbaar bod</i> .....	46
§5.1.3 - <i>Gelijke behandeling van aandeelhouders</i> .....	47
§5.1.4 - <i>Vrijwillig versus verplicht openbaar bod</i> .....	48
§5.2 - COMPENSATIE AANDELEN BIJ TOEPASSING WETTELIJKE UITKOOPPROCEDURES.....	48
§5.3 - COMPENSATIE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS BIJ GEBRUIK ALTERNATIEVE UITSTOOTMETHODEN.....	50
§5.3.1 - <i>Juridische (driehoeks)fusie</i> .....	50
§5.3.2 - <i>Activa- passiva transactie/ bedrijfsfusie/ facto de merger</i> .....	52
§5.3.3 - <i>Ruziesplitsing</i> .....	52
§5.4 - OVERZICHT COMPENSATIE MINDERHEIDSAANDEELHOUDER.....	53
§5.5 - WAARDERING IN DE PRAKTIJK.....	54
§5.5.1 – <i>Proces prijsvaststelling van aandelen bij (alternatieve) uitstootprocedures</i> .....	54
§5.5.1.1 - <i>Waarderingsopdracht en context</i> .....	55
§5.5.1.2 – <i>Waarderingsmethoden</i> .....	56
§5.6 - WAARDEBEPALING VAN AANDELEN BIJ UITSTOOT IN DE RECHTSPRAKTIJK.....	58
§5.6.1 - <i>Richtlijnen bij prijsvaststelling</i> .....	59
§5.6.2 - <i>Peildatum waardering van aandelen</i> .....	62
§5.7 - TUSSENCONCLUSIE .....	63
<b>6. RECHTSVERGELIJKING MET DE VERENIGDE STATEN .....</b>	<b>65</b>
§6.1 – INLEIDING .....	65
§6.2 - BEST-PRICE RULE .....	66
§6.3 - UITSTOOTMETHODEN DELAWARE .....	66
§6.3.1 - <i>Cash merger</i> .....	66
§6.3.2 - <i>Short-form merger &amp; long-form merger</i> .....	67
§6.4 - BESCHERMING MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS.....	68
§6.4.1 - <i>Appraisal-procedure</i> .....	68
§6.4.2 - <i>Breach of fiduciary duties</i> .....	72
§6.5 - RECHTSVERGELIJKING MET NEDERLAND .....	74
§6.6 - TUSSENCONCLUSIE .....	76
<b>7. CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN .....</b>	<b>78</b>
<b>LITERATUURLIJST.....</b>	<b>85</b>

# 1. Inleiding

## §1.1 - Introductie

De overname van een beursgenoteerde vennootschap kan worden bewerkstelligd door een openbaar bod<sup>1</sup> op alle geplaatste aandelen van deze vennootschap. Het meest gunstige scenario voor eenieder is het verkrijgen van 100% van de aandelen, zodat bepaalde kostbare en tijdrovende procedurele vereisten ten aanzien van de bescherming van minderheidsaandeelhouders niet van toepassing zijn.<sup>2</sup>

Het uitbrengen van een openbaar bod biedt echter niet de garantie dat alle aandelen worden verkregen. De aandeelhouders, tot wie het openbaar bod zich richt, zijn als eigenaren namelijk vrij om zelfstandig een belangenafweging te maken ten aanzien van de verkoop. Zo kan de aandeelhouder van mening zijn dat dat het bod geen juiste afspiegeling is van de waarde van de vennootschap en besluiten niet over te gaan tot verkoop. Wanneer een deel van de aandeelhouders besluit het openbaar bod niet te accepteren, creëert dit na gestanddoening<sup>3</sup> de bovengenoemde kosten ten aanzien van de bescherming van minderheidsaandeelhouders voor de overnemende partij: dit wordt ook wel aangeduid als *nuisance value*.<sup>4</sup> Voorbeelden zijn onder andere: het stemrecht in de aandeelhoudersvergadering<sup>5</sup>, het dividendrecht<sup>6</sup> en recht heeft op informatie<sup>7</sup> van de minderheidsaandeelhouders. Tevens geldt de redelijkheid en billijkheid uit art. 2:8 BW ten aanzien van de relatie met de minderheidsaandeelhouders, moeten transacties aan het *arm's length*-beginsel voldoen<sup>8</sup> en zijn er extra jaarrekeningverplichtingen, omdat de 403-verklaring vaak geen optie blijkt.<sup>9</sup> Door de aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders moet er aldus aan extra wettelijke formele vereisten worden voldaan, waardoor besluitvorming wordt vertraagd of bedrijfsgevoelige informatie moet worden vrijgegeven.<sup>10</sup>

Logischerwijs wil eenieder deze *nuisance value* voorkomen dan wel zoveel mogelijk wil beperken. De wettelijke uitkoopprocedures<sup>11</sup> bieden hem daartoe de mogelijkheid. Deze procedures maken het mogelijk dat een aandeelhouder die (na gestanddoening van een openbaar bod) ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap in handen heeft alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt, een vordering kan instellen jegens de minderheidsaandeelhouders tot overdracht van hun aandelen. Voor situaties waarin deze wettelijke

---

<sup>1</sup> Zie hoofdstuk 2 voor meer informatie over het openbaar bod.

<sup>2</sup> Zie hoofdstuk 3 voor een bespreking van deze procedurele waarborgen.

<sup>3</sup> Onder gestanddoening wordt verstaan: het onvoorwaardelijk ten uitvoerleggen van het openbaar bod.

<sup>4</sup> P.F. van den Berg, 'De weg naar volledige fusie', *Ondernemingsrecht* 2001/14, p. 420. Zo is er ook *nuisance value* op gebied van het fiscaal recht, bijvoorbeeld de 95%-eis voor het mogen creëren van een fiscale eenheid in de zin van art. 15 Wet Vpb. Verdere uitbreiding over fiscaal recht valt buiten de reikwijdte van deze scriptie.

<sup>5</sup> Art. 2:118 BW. Zie art. 2:107a BW.

<sup>6</sup> Art. 2:105 BW.

<sup>7</sup> Art. 2:107 lid 2 BW.

<sup>8</sup> Er moet altijd aan het *arm's length*-beginsel (transacties zoals deze zouden bestaan ten opzichte van een onafhankelijke onderneming) worden voldaan bij transacties binnen een concern, echter wanneer er sprake is van een minderheidsaandeelhouder is de kans groter dat er consequenties aanhangen wanneer er niet aan wordt voldaan. Zie enquêteprocedure, et cetera. Vgl. HR 28 juni 2002, *BNB* 2002/343, *AA* 2003, p. 460, m.nt. Zwemmer en Hof Amsterdam (OK) 17 april 1997, *JOR* 1997/81, m.nt. Van den Ingh (*Bobel*).

<sup>9</sup> Art. 2:403 lid 1 sub b BW. Jaarlijks is de schriftelijke instemming van alle (minderheids)aandeelhouders vereist voor vrijstelling van de plicht een jaarrekening op te stellen conform Boek 2 Titel 9 BW.

<sup>10</sup> Zie hoofdstuk 3 voor meer informatie over *nuisance value* die de minderheidsaandeelhouder(s) met zich meebrengt.

<sup>11</sup> Art. 2:359c BW en art. 2:92a BW.

methoden niet inzetbaar zijn, zijn er in de praktijk alternatieve mogelijkheden ontwikkeld om de minderheidsaandeelhouder uit te stoten. Een belangrijke vraag die hierbij naar voren komt is of dergelijke constructies wel toelaatbaar moeten zijn,<sup>12</sup> aangezien de biedende partij door een vernuftige toepassing van de Nederlandse (fusie)wetgeving in staat is om, in situaties waarbij de democratisch gelegitimeerde uitstootmethodes niet toepasbaar zijn, de minderheidsaandeelhouders uit te stoten.

De *nuisance value* voor de bidder vormt slechts één zijde van de medaille. Het openbaar bod kan namelijk tevens verstreckende gevolgen hebben voor de minderheidsaandeelhouders. Wanneer een aandeelhouder niet ingaat op een openbaar bod kan hij als resterende aandeelhouder onder andere worden geconfronteerd met de komst van een (nieuwe) meerderheidsaandeelhouder, door de bidder benoemde en van hem afhankelijke commissarissen en bestuurders, een waardedaling van zijn aandelen of afname van liquiditeit en veelal uiteindelijk alsnog verlies van zijn aandelen door de wettelijke uitkoopprocedures dan wel alternatieve uitstootmethodes.<sup>13</sup> Een vraag waar deze scriptie zich dan ook onder andere tot richt, is of er met het gebruik van een (alternatieve) uitstootmethode voldoende rekening wordt gehouden met de belangen van de minderheidsaandeelhouder.

Over de vraag of de positie van minderheidsaandeelhouders moet worden versterkt ten opzichte van de (nieuwe) meerderheidsaandeelhouders in de nasleep van het openbaar bod is reeds een discussie gaande. Institutionele beleggers, die vaak een minderheid in de AVA vormen, pleiten voor meer rechten ter bescherming van hun minderheidspositie.<sup>14</sup> Voor het willen en blijven beleggen in Nederlandse vennootschappen is het voor hen van belang dat zij erop kunnen vertrouwen dat hun belang niet opzij kan worden geschoven in de besluitvorming van het bestuur, de RvC en de AVA. Er heerst onder hen ongenoegen over of dit wel voldoende gebeurt in de nasleep van een openbaar bod waarbij zij, indien zij hun aandelen niet onder het bod willen verkopen, worden geconfronteerd met een nieuwe meerderheidsaandeelhouder.<sup>15</sup> Ze zijn van mening dat hen in de praktijk, mede door de alternatieve uitstootconstructies, vaak geen andere mogelijkheden geboden worden dan het alsnog (gedwongen) afstaan van hun aandelen aan de bidder. Ze zijn van mening dat hun belang hierbij niet mee wordt gewogen. Deze situatie zou een bijdrage leveren aan een lager niveau van aandeelhoudersrechten en van goed ondernemingsstructuur, wat het imago van Nederland als vestigingsland erg zou kunnen schaden.<sup>16</sup>

Als argument tegen meer bescherming voor de minderheidsaandeelhouders wordt in de literatuur echter aangevoerd dat door de minderheidsaandeelhouders meer rechten toe te kennen, hen mogelijk disproportioneel veel macht wordt toegekend. Dat kan problematisch zijn omdat juist minderheidsaandeelhouders vaak handelen volgens een kortetermijnvisie en zij vaak slechts tijdelijk in de vennootschap beleggen. Hen meer (zeggenschaps)rechten toekennen zou om die reden niet wenselijk zijn.<sup>17</sup> Tevens heeft de Minister van Veiligheid en Justitie aangegeven het onwenselijk te

---

<sup>12</sup> Vgl. HR 14 september 2007, *JOR* 2007/237 m.nt. Assink (*HR Versatel I*).

<sup>13</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014/22, p. 19.

<sup>14</sup> Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, Position Paper d.d. 28 juni 2016, p. 1.

<sup>15</sup> Idem.

<sup>16</sup> PGGM, *Statement PGGM over corporate Governance Altice*, Statement PGGM d.d. 6 augustus 2015.

<sup>17</sup> VEUO/VNO-NCW's visie ten behoeve van aangekondigde nota herziening ondernemingsrecht, d.d. 23 november 2016.



vinden. Hij benadrukt dat minderheidsaandeelhouders reeds voldoende bescherming wordt geboden tegen mogelijk nadelige vennootschapsrechtelijke acties. Hij stelt:

*'Het Nederlandse vennootschapsrecht strekt er enerzijds toe om ondernemers een juridische infrastructuur te bieden die hen in staat stelt hun activiteiten ten volle te ontplooien en anderzijds om de bij de vennootschap betrokkenen, waaronder aandeelhouders en crediteuren, voldoende bescherming te bieden tegen (machts)misbruik. Tussen beide doelstellingen dient een zeker evenwicht te bestaan. Het vennootschapsrecht kent waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders in de wet en de Nederlandse Corporate Governance Code.'*<sup>18</sup>

Het onderzoek in deze scriptie zal zich met name focussen op de vraag of, en zo ja onder welke voorwaarden, (alternatieve) uitstoting van minderheidsaandeelhouders (in de nasleep van het openbaar bod) rechtvaardig is. Hierbij worden de rechten waar de (minderheids)aandeelhouders momenteel reeds over beschikken in ogenschouw genomen. Indien geconcludeerd kan worden dat de gedwongen verkoop van hun aandelen aan de bieder vanuit de juridische dan wel rechtseconomische visie kan worden gerechtvaardigd, zal onderzoek worden verricht naar de vergoeding voor hun aandelen.

## **§1.2 - Onderzoeksmethode en deelvragen.**

Centrale onderzoeksvraag:

*'Biedt het huidig juridisch kader in Nederland de minderheidsaandeelhouder voldoende bescherming vanuit een juridisch, rechtseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief wanneer gebruik wordt gemaakt van de wettelijke uitkoopregelingen of alternatieve uitstootmethodes, specifiek in de nasleep van een openbaar bod?'*

De bijbehorende deelvragen en uitleg:

### *1) Hoe is (de nasleep van) het openbaar bod (wettelijk) gereguleerd?*

In hoofdstuk 2 zal door middel van een juridisch kader (op basis van Europese en Nederlandse regelgeving en jurisprudentie) een beeld worden geschetst over (het proces van) het openbare bod, de wettelijke uitkoopregelingen en de alternatieve uitstootmethoden.

### *2) Welke beschermingsmaatregelen genieten minderheidsaandeelhouders met betrekking tot (de nasleep van) het openbaar bod?*

In hoofdstuk 3 zal worden onderzocht wat de rechten van de minderheidsaandeelhouders zijn met betrekking tot (de nasleep van) een openbaar bod. Deze waarborgen voor de minderheidsaandeelhouders vormen tevens een *nuisance value* voor de (potentiële) overnemende partij en vormen dus tevens de negatieve bestaansredenen voor de (alternatieve) uitstootmethodes.

### *3) Kan vanuit de rechtseconomische literatuur de gedwongen verkoop van aandelen van de minderheidsaandeelhouders door middel van de (alternatieve) uitstootmethoden worden gerechtvaardigd?*

Hoofdstuk 4 behandelt de rechtseconomische analyse met betrekking tot (de nasleep van) het openbaar bod. Er zal door middel van een rechtseconomisch en juridisch literatuuronderzoek een

---

<sup>18</sup> Kamerstukken II 2015/16, 20 080, nr. 667 (Aanhangsel van de Handelingen).

analyse worden gemaakt waarmee wordt getracht de vraag te beantwoorden of het voorkomen van de *nuisance value* die de minderheidsaandeelhouders zouden veroorzaken de (alternatieve) uitstootmethoden rechtvaardigt. Dit laatste zal worden gedaan aan de hand van het economische criterium 'efficiëntie'. Tevens zal worden onderzocht of de meest efficiënte benadering ook moreel gerechtvaardigd is. De uitstootmethodes moeten namelijk voldoende rekening houden met de wederzijdse belangen van zowel de minderheidsaandeelhouder van de doelvennootschap als de biedende partij.

- 4) *Op welke manier komt de prijs tot stand die een minderheidsaandeelhouder krijgt aangeboden bij toepassing van de alternatieve uitstootmethode? Verkrijgt de minderheidsaandeelhouder een billijke compensatie bij toepassing van een alternatieve uitstootmethode?*

In hoofdstuk 5 zal allereerst door middel van juridisch literatuur- en jurisprudentieonderzoek getracht worden een kader te schetsen met betrekking tot hoe in de huidige praktijk de vergoeding voor de over te dragen aandelen tot stand komt. Vervolgens zal dit af worden gewogen tegen eventuele andere mogelijkheden van waardering van de aandelen.

- 5) *Hoe is de uitstootpraktijk in Verenigde Staten geregeld en wat zijn de belangrijkste verschillen met betrekking tot de Nederlandse regelgeving?*

Vervolgens zal in hoofdstuk 6 een rechtsvergelijking met de Verenigde Staten, meer specifiek met de staat Delaware, worden gemaakt. Er is voor een rechtsvergelijking met deze jurisdictie gekozen, omdat deze in relevante rechtseconomische literatuur voornamelijk als uitgangspunt wordt genomen. De reden om specifiek Delaware te onderzoeken, is dat het ondernemingsrecht er het meest ontwikkeld is<sup>19</sup> en dat Delaware het aantrekkelijkste vestigingsklimaat<sup>20</sup> heeft van heel de Verenigde Staten.

### §1.3 - Relevantie

Het onderzoek naar de positie van de minderheidsaandeelhouders en of zij in de nasleep van het openbaar bod al dan niet meer bescherming behoeven, kan een belangrijke bijdrage leveren aan het vestigings- en investeringsklimaat in Nederland. Het vinden van oplossingen omtrent voorgaande vraagstukken is momenteel temeer van belang nu de Minister van Veiligheid en Justitie heeft medegedeeld dat binnenkort de Nota Vernieuwing Ondernemingsrecht zal verschijnen in verband met de beoogde modernisering van het Ondernemingsrecht. Hierdoor kan het onderzoek op korte termijn invloed uitoefenen op het toekomstig NV-recht.<sup>21</sup>

Uit het eerste oriënterend onderzoek werd duidelijk dat er weinig tot geen literatuur bestaat die zonder nader onderzoek tot de beantwoording van de hoofdvraag zou kunnen leiden. De huidige literatuur geeft over (alternatieve) uitstootmethoden *an sich* voldoende inzicht, echter met betrekking tot de positie van de minderheidsaandeelhouders en welke vergoeding zij bij een

---

<sup>19</sup> B.F. Assink, 'Kroniek van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware - Deel I', *Ondernemingsrecht* 2008/16, p. 51.

<sup>20</sup> In april 2016 hadden meer dan de helft van alle Amerikaanse beursvennootschappen hun zetel in Delaware. Zie S.M. Bainbridge, I. Anabtawi, S.H. Kim & J. Park, *Can Delaware Be Dethroned?: Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*, Cambridge University Press 2018, p. 1. In 2017 had meer dan twee derde van de ondernemingen in de *Fortune* 500-lijst hun zetel in Delaware. Zie website Delaware Division of Corporations > J.W. Bullock, *Annual Report Statistics. A Message from the Secretary of State*, 2018, <https://corp.delaware.gov/stats/>.

<sup>21</sup> *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9 & *Kamerstukken II* 2018/19, 29 752, nr. 12. (Kamerbrieven).

gedwongen verkoop van hun aandelen dienen te verkrijgen bestaat onvoldoende duidelijkheid. Een rechtseconomische en rechtsvergelijkende analyse hieromtrent is om die reden dan ook van belang.

#### §1.4 - Methodologie

Ter beantwoording van bovenstaande deelvragen is allereerst gebruik gemaakt van een klassiek-juridische onderzoeksmethode, waarbij wetgeving, parlementaire geschiedenis, juridische doctrine en jurisprudentie onderzocht zijn. Naast deze traditioneel-juridische bronnen zijn niet-juridische, zijnde rechtseconomische, bronnen bestudeerd. Door middel van de derde deelvraag wordt namelijk getracht erachter te komen of de huidige stand van zaken omtrent openbare biedingen en (alternatieve) uitstootmethoden vanuit rechtseconomisch standpunt kan worden gerechtvaardigd.

Volgens de klassieke juridische gedachtegang is de doelstelling van het recht het bereiken van rechtvaardigheid. Voor juristen geldt dat de vraag of een bepaalde rechtsregel tot een rechtvaardig dan wel billijk gevolg leidt het meest evident is. De rechtseconomische benadering van het recht verschilt hier echter wezenlijk in. Rechtseconomie heeft als doelstelling het bereiken van maximale maatschappelijke welvaart.<sup>22</sup> Bij deze benadering is de vraag of een bepaalde rechtsregel efficiënt<sup>23</sup> is het meest evident.<sup>24</sup> Het criterium aan de hand waarvan in deze thesis de efficiëntie van de rechtsregels omtrent de nasleep van het openbaar bod wordt onderzocht, betreft de *Kaldor-Hicks* efficiëntie.<sup>25</sup> Deze geeft de verhouding aan tussen de totale baten van rechtsregels en de totale kosten daarvan. Zijn de totale baten hoger dan de totale baten dan is er sprake van efficiëntie en vice versa. Verandert door de rechtsregels het totale saldo van baten en lasten in gunstige zin, kunnen ze als efficiënt worden beschouwd en dragen ze bij aan de maatschappelijke welvaart. Sommigen gaan erin welvaart dus meer op vooruit dan anderen erop achteruit gaan.<sup>26</sup>

Ter beantwoording van de centrale onderzoeksvraag is vervolgens de huidige Nederlandse (en Europese) regulering omtrent (alternatieve) uitstootmethoden vergeleken met de betreffende regulering van de Verenigde Staten (meer specifiek Delaware). Aan de hand van deze vergelijking is bekeken welke aspecten van de regulering van de Verenigde Staten een oplossing dan wel alternatief boden ten opzichte van de Nederlandse wet- en regelgeving.

---

<sup>22</sup> W.C.T. Weterings, *De economische analyse van het recht*, Den Haag: BJu 2007, p. 5. Welvaart is de mate waarin behoeften kunnen worden bevredigd met de beschikbare middelen. Maatschappelijke welvaart is de welvaart van alle individuen (binnen een samenleving) gezamenlijk.

<sup>23</sup> Efficiëntie laat zich vertalen naar doelmatigheid en dit betreft dan ook het sleutelbegrip binnen de rechtseconomie.

<sup>24</sup> Daarbij dient als kanttekening dat niet wordt gepretendeerd dat efficiëntie de enige maatstaf is voor de beoordeling van rechtsregels. Juridische en ethische waarden dienen ook te worden meegewogen. Beginselen als rechtvaardigheid, redelijkheid en billijkheid, et cetera, zijn van groot belang in een rechtssysteem, echter zijn tevens vaag en om die reden inherent subjectief. De rechtseconomie beoogt daarentegen door middel van neutrale en objectieve economische beginselen antwoorden te vinden op juridische vragen. Om die reden laat de rechtseconomie zich echter enkel uit over efficiëntie. Vaak is een efficiëntie oplossing echter tevens een rechtvaardige. Dit is temeer nu rechtvaardigheid een begrip is zonder duidelijke normatieve inhoud.

<sup>25</sup> Tevens is er het traditionele criterium van *Pareto* efficiëntie. Er is sprake van *Pareto* efficiëntie wanneer de welvaart van één of meer personen toeneemt en niemand erop achteruit gaat. Het nadeel van dit criterium is dat het zeer strikt is en het weinig ruimte laat voor een rechtsregel. Indien er al slechts één verliezer is als gevolg van een rechtsregel, wordt deze reeds als inefficiënt beschouwd. Dit is de reden dat het onderzoek naar de efficiëntie in deze thesis wordt gedaan aan de hand van het wat flexibeler criterium van de *Kaldor-Hicks* efficiëntie.

<sup>26</sup> Degenen die erop vooruit gaan zouden in theorie degenen die erop achteruit gaan kunnen compenseren en nog beter af zijn. In de praktijk zou dit echter onwenselijk zijn aangezien het te gecompliceerd en duur zou zijn om iedereen daadwerkelijk te compenseren.

## 2. Juridisch kader overnamepraktijk

*In dit hoofdstuk zal het juridisch en regulatief kader omtrent de procedure en de gevolgen van gestanddoening van een openbaar bod worden geschetst. Allereerst zal in par. 2.1 het openbaar bod in zijn algemeenheid worden besproken. Hierbij wordt getracht antwoord te geven op de vragen ‘wat een openbaar bod is’ en ‘wat de ratio achter een openbaar bod is’. Tevens wordt onderzocht wat de ratio is achter de wettelijke regulering van het openbaar bod. Na de bespreking van het openbaar bod, zal worden onderzocht of, en zo ja hoe, de aandeelhouders die niet akkoord zijn gegaan met het openbaar bod en na gestanddoening een minderheid vormen, juridisch correct kunnen worden uitgestoten. Hierdoor zal duidelijk worden op welke wijze de rechtspositie van de minderheidsaandeelhouder in de nasleep van het openbaar bod veranderd is ten opzichte van de situatie voor gestanddoening van het bod.*

### §2.1 - Openbaar bod

#### §2.1.1 - Achtergrond en ratio openbaar bod

Vanaf het moment van beursgang van een onderneming stijgt de kans dat een vennootschap, wanneer de *free float*<sup>27</sup> de meerderheid vormt van de aandelen<sup>28</sup>, door een willekeurig vermogende partij wordt overgenomen. Een overname kan zowel door een natuurlijk persoon als een rechtspersoon geschieden.<sup>29</sup> Belangrijke voorbeelden van motieven om tot overname van een beursgenoteerde vennootschap over te gaan zijn: het zien van potentiële winst bij een gewijzigd beleid en strategie van de onderneming, de toegang tot de mogelijkheden die een beursnotering biedt<sup>30</sup> en/of de integratie van de activiteiten van de doelvennootschap in een eigen concern.

Overname van een beursgenoteerde vennootschap kan worden bewerkstelligd door middel van een openbaar bod. In art. 1:1 Wft staat het openbaar bod omschreven als: *“een door middel van een openbare mededeling (aan het brede publiek) gedaan aanbod op effecten, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten, waarbij de bieder het oogmerk heeft deze effecten te*

---

<sup>27</sup> Geplaatst of uitstaand aandelenkapitaal dat vrij verhandelbaar is in de markt.

<sup>28</sup> In deze scriptie wordt onder aandelen verstaan: ‘aandelen aan toonder’, tenzij anders vermeld. Sinds de inwerkingtreding van de *Wet vereenvoudiging in flexibilisering BV-recht* op 1 oktober 2012 is de verplichte blokkeringsregeling voor de BV geschrapt. Dit betekent dat het voor de BV mogelijk is om statutair vast te leggen dat er geen beperkingen, zoals een aanbiedingsregeling en goedkeuringsregeling, gelden voor de overdracht van de aandelen op naam (art. 2:175 lid 1 BW). De aanbiedingsregeling houdt in dat de aandeelhouder die zijn aandelen wenst te verkopen deze eerst aan de andere aandeelhouders van de betreffende vennootschap aan dient te bieden. Is er in de statuten een goedkeuringsregeling opgenomen, dan dient de aandeelhouder die zijn aandelen wenst te verkopen eerst toestemming van een bij de statuten bepaald orgaan van de vennootschap te krijgen, voordat degene zijn aandelen mag overdragen. Een beursvennootschap dient op grond van de Euronext-regels onder meer te garanderen dat de te noteren effecten vrij overdraagbaar en verhandelbaar zijn. In principe zou de BV dus momenteel aan deze eis kunnen voldoen. Er doet zich echter wel een praktisch probleem voor en dat is dat de BV enkel aandelen heeft die op naam zijn gesteld (art. 2:175 lid 1 BW). Voor iedere uitgifte en levering van aandelen op naam van een BV is een notariële akte verplicht (art. 2:196 lid 1). Bij levering van aandelen op naam van een NV is een notariële akte niet verplicht (art. 2:86c lid 2 BW). Een onderhandse akte en erkenning van de levering door de vennootschap is vereist. Nu deze erkenning voor overdracht van aandelen op naam van de NV benodigd is vallen deze niet onder de *‘free float’*. Verdere uitweiding over dit onderwerp valt buiten de scope van deze scriptie. Nu in de praktijk echter is gebleken dat de problematiek die in deze scriptie wordt onderzocht voornamelijk dan wel enkel betrekking heeft op beursgenoteerde NV zal in het vervolg van de NV worden uitgegaan.

<sup>29</sup> Art. 2:5 BW. Vgl. art. 2 lid 1 sub c Overnamerichtlijn.

<sup>30</sup> Zo hebben beursgenoteerde ondernemingen een grotere naamsbekendheid. Daarnaast kan via de effectenbeurs eenvoudiger kapitaal verkregen worden. Op de beurs zijn veel en grote investeerders aanwezig die op deze manier eenvoudiger bereikbaar zijn. Tevens kan de financiële structuur veranderd worden: door de uitgifte van aandelen kan het bedrijf meer met eigen vermogen financieren waardoor minder vreemd vermogen nodig is. Bovendien toont het voldoen aan de voorwaarden voor beursnotering aan stakeholders dat het bedrijf de nodige armkracht heeft. Dit heeft tevens als mogelijk gevolg: het aantrekken van een beter management.

verwerven”.<sup>31</sup> Onder effecten wordt ook wel verstaan: “een verhandelbaar aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waarde bewijs of recht” of “een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument”.<sup>32</sup>

Een partij die interesse heeft in de koop van alle aandelen van een beursgenoteerde vennootschap is veelal genoodzaakt tot het uitbrengen van een openbaar bod.<sup>33</sup> Een reden hiervoor is dat de aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen in de regel niet met naam en toenaam bekend zijn bij de potentiële koper. Tevens is het aandelenbezit veelal wijdverspreid.<sup>34</sup> Bij beursvennootschappen zonder controlerende aandeelhouder en waarbij de aandeelhouders wijdverspreid zijn, is het voor een bidder doorgaans onmogelijk om rechtstreeks een overnameovereenkomst te sluiten met de desbetreffende aandeelhouders. Het openbaar bod vormt feitelijk een civielrechtelijk aanbod om een overeenkomst te sluiten.<sup>35</sup> Door het algemeen verkrijgbaar stellen van een door de AFM goedgekeurd biedingsbericht wordt het bod uitgebracht.<sup>36</sup> De bidder stelt daarbij de voorwaarden waaronder het bod tot stand wordt gedaan<sup>37</sup> en een aanmeldingstermijn waarbinnen aandeelhouders het bod kunnen accepteren.<sup>38</sup> Een bidder kan bijvoorbeeld als voorwaarde stellen dat het aanmeldingspercentage onder het bod ten minste een bepaald percentage van de aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap betreft. Dit percentage is van belang om gebruik te kunnen maken van bijvoorbeeld de wettelijke uitkoopregelingen<sup>39</sup>, aangezien dit pas mogelijk is bij een percentage van 95%.<sup>40</sup> Een hoger gestanddoeningspercentage

---

<sup>31</sup> Dit betreft de Nederlandse implementatie van de definitie van een openbaar bod in art. 2 lid 1 Overnamerichtlijn.

<sup>32</sup> Zie art. 1:1 Wft onder “effect”. Zie over het openbaar bod R.H. Hooghoudt & L.F. Groothuis, ‘Het bod, de vergoeding en de voorwaarden’, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008. In geval van een tenderbod is het bod een uitnodiging aan de rechthebbende op effecten om een aanbod te doen.

<sup>33</sup> De overname van de activiteiten van een beursvennootschap kan ook op andere manieren plaatsvinden, namelijk door overname van alle activa en door middel van een juridische fusie. Met betrekking tot deze twee methoden is echter een (gekwalficeerde) meerderheid van de AVA in de doelvennootschap benodigd. Tevens is de goedkeuring van het bestuur van de doelvennootschap vereist. Vijandige overnames, waarbij de overname plaatsvindt tegen de wil in van de vennootschapsleiding van de doelvennootschap en dus zonder haar medewerking, zijn bij deze twee methodes dan ook niet mogelijk. Om een vijandige overname te kunnen bewerkstelligen, is dan ook de verwerving van (de meerderheid van) aandelen van de doelvennootschap de enige manier. Deze verwerving van aandelen kan door middel van onderhandse koop via de reguliere beurshandel of via bloktransacties met (grote) aandeelhouders, waarbij een aandelenpakket in een keer van dezelfde partij wordt gekocht. In de praktijk zal het vaak moeilijk zijn via dergelijke onderhandse transacties een overname van een beursvennootschap te bewerkstelligen. Door de toegenomen vraag, die de overnemer zelf heeft gecreëerd, zal de aandelenkoers waarschijnlijk stijgen, waardoor de overname uiteindelijk duurder wordt. Bovendien zal het proces zelf tijdrovend en duur zijn. Een tweede en tevens eenvoudigere methode om aandelen te verwerven in een beursvennootschap betreft aldus het uitbrengen van een openbaar bod. Hierbij kunnen aandeelhouders hun aandelen tegen een bepaalde prijs en tegen bepaalde voorwaarden aan de overnemer aanbieden. Het openbaar bod is de overnamemethode die in deze thesis behandeld zal worden. Zie M.J. Ginneken, ‘Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten’, *UvA-DARE* 2010, p. 167.

<sup>34</sup> Zie hoofdstuk 3 voor meer informatie.

<sup>35</sup> Art. 6:217 lid 1 BW. Door aanmelding van de aandelen onder het bod aanvaarden de individuele aandeelhouders het bod. Zij dragen hun aandelen over in ruil voor een vergoeding. Van ‘Cherrypicking’, waarbij de overnemende partij slechts enkele onderdelen van een onderneming tracht over te nemen, is bij een openbaar bod geen sprake. Het is een ‘alles of niets’ transactie, aangezien de aandelen worden overgedragen en niet de aparte bedrijfsmiddelen. Vgl. met alternatieve uitstootmethode; de bedrijfsfusie.

<sup>36</sup> Art. 10 Bob Wft. Zie §2.1.2 voor meer informatie omtrent de procedure.

<sup>37</sup> Vgl. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174, m.nt. Van Solinge (*Vendex/KBB*), Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002/61 (*Leyinvest/KBB*). Van Solinge stelt hierbij dat een alternatieve uitstootmethode slechts toelaatbaar is, mits deze van tevoren is aangekondigd in het biedingsbericht bij het openbaar bod.

<sup>38</sup> Art. 12 en 14 Bob Wft.

<sup>39</sup> Art. 2:359c en art. 2:92a BW.

<sup>40</sup> Zie hierover par. 2.2. Daarnaast geeft een belang van 95% de bidder de mogelijkheid de beursnotering van de doelvennootschap te beëindigen (*delisten*) waardoor de (strengere) publicatieverplichtingen (zoals bijvoorbeeld art. 5:25 Wft e.v. voor de publicatie van de jaarlijkse financiële verslaggeving voor beursvennootschappen) voor beursgenoteerde vennootschappen niet langer gelden. Zie Art. 6905/1 Rule Book I – Geharmoniseerde regels, jo. art. A-2706/1 Rule Book II –

zal echter de slagingskans van het bod verkleinen<sup>41</sup>; hierdoor kiest de bieder vaak toch voor een lager minimum aanmeldingspercentage en wordt relevant op welke manier de bieder na gestanddoening van het bod alsnog uiteindelijk de vennootschap volledig in handen kan krijgen. Wanneer definitief komt vast te staan dat niet aan (één van) de bij het openbaar bod gestelde voorwaarden waarvan gestanddoening afhankelijk is gesteld wordt voldaan, kan de bieder besluiten dat het openbaar bod vervalst.<sup>42</sup>

#### §2.1.1.1 - Europees niveau

In 2004 werd in de Europese Unie de Overnamerichtlijn aangenomen.<sup>43</sup> Deze richtlijn vormt een minimumharmonisatie<sup>44</sup> met betrekking tot de regulering van het openbaar bod. Dit betekent dat de wetgevers van de individuele lidstaten kunnen kiezen voor een striktere variant van de bepaling dan waartoe de richtlijn verplicht. Implementatie van de richtlijn in de Nederlandse wetgeving vond drie jaar later plaats in onder andere de Wft en het Bob Wft.<sup>45</sup> Met de vastlegging van de Overnamerichtlijn werd getracht een aantal doelstellingen te behalen, waaronder het gelijktijdig kunnen bereiken van alle aandeelhouders<sup>46</sup>, hen voldoende tijd en inlichtingen te geven om tot een weloverwogen besluit omtrent aanmelding onder een openbaar bod te komen, en aldus het eventueel voorkomen van marktmisbruik.<sup>47</sup>

Een nieuw element dat de Overnamerichtlijn toevoegde aan de bestaande Nederlandse regelgeving op het gebied van het openbaar bod, vormde het verplichte openbaar bod.<sup>48</sup> Wanneer een partij (of meerdere samenwerkende partijen gezamenlijk) overwegende zeggenschap verkrijgt<sup>49</sup> in een Nederlandse beursvennootschap wordt diegene verplicht tot het uitbrengen van een openbaar bod op alle aandelen en certificaten van aandelen van de betreffende beursvennootschap.<sup>50</sup> Een

---

General Regulations Euronext Amsterdam Stock Market, jo. Euronext mededeling 2004-041 van 8 april 2004 'Beleid inzake beëindiging van de notering'. Vindplaats documenten: <https://www.euronext.com/nl/regulation/amsterdam>. Vgl. M.J.G.C. Raaijmakers, 'Uitstoting minderheid na gestanddoening van een openbaar overnamebod: Inspiratie uit Nederland?', in: H. de Wulf en C.F. van der Elst, C. (red.), *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen/Oxford: Intersentia 2008, p. 387-388 en B.J.A. Zebregs, 'Settlement en openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. 2008, p. 818 e.v.; en T.M. Stevens en A.V.V. de Vlaam, 'Beëindiging van beursnoteringen', *Ondernemingsrecht* 2003/9, p. 321-326. Door middel van *delisting* kan de bieder hoge kosten die gepaard gaan met de strenge regels, die (indirect) de (minderheids)aandeelhouders beschermen, omzeilen, zonder daadwerkelijk de minderheidsaandeelhouders te elimineren. Bovendien is de drempel van 95% van belang om de doelvennootschap in een fiscale eenheid te kunnen opnemen. Zie Art. 15 Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Verdere uitweiding omtrent de fiscale voordelen liggen buiten de reikwijdte van deze scriptie. Zie P.E.B. Corten, 'Het openbaar bod en de biedingsregels', *O&F*, november 2003/58, p. 53-54.

<sup>41</sup> Dit is zeker het geval wanneer er (één of meer) aandeelhouders zijn met een belang van 5% of meer.

<sup>42</sup> Art. 12 lid 3 Bob Wft.

<sup>43</sup> Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb L* 142/12 (30 april 2004).

<sup>44</sup> Art. 3 lid 2 Overnamerichtlijn.

<sup>45</sup> *Stb.* 2007, nr. 202; *Stcrt.* 2007, nr. 201; en *Stb.* 2008, nr. 27.

<sup>46</sup> Dit uit zich in art. 5:74 Wft waardoor er geen mogelijkheid is tot het doen van een openbaar bod, tenzij er voor alle beleggers een biedingsbericht is opgesteld en dit bericht algemeen verkrijgbaar is gesteld aan de kapitaalmarkt, zodat alle beleggers er kennis van kunnen nemen. Merk hierbij op dat deze informatieverplichting niet enkel ten doel heeft beleggers van de doelvennootschap in te lichten, maar alle potentiële beleggers. Op deze manier wordt hen nog een kans gegeven om een hoger bod te doen bij interesse en om de aandelen over te nemen.

<sup>47</sup> Préambule en artikel 3 Overnamerichtlijn.

<sup>48</sup> Art. 5 lid 1 Overnamerichtlijn. Hierin staat de in de Nederlandse wet opgenomen 'overwegende zeggenschap' omschreven als "een bepaald percentage van de stemrechten". Het percentage aandelen welke een biedplicht met zich meebrengt, mocht Nederland dus zelf bepalen.

<sup>49</sup> Art. 1:1 Wft; 'overwegende zeggenschap' staat gedefinieerd als: "het kunnen uitoefenen van tenminste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van een naamloze vennootschap."

<sup>50</sup> Art. 5:70 lid 1 Wft.

<sup>51</sup> Tot juli 2013 gold de biedplicht niet als er reeds een vrijwillig openbaar bod was gedaan waarmee de drempelwaarde van 30% was verworven. Bij het naderen van de grens van 30% werd vaak de biedplicht omzeild, maar tevens overwegende

aandeelhouder die ten gevolge van een vrijwillig openbaar bod meer dan 30% van de stemrechten kan uitoefenen is vrijgesteld van zijn biedplicht indien hij meerderheidsaandeelhouder is geworden door een voorafgaand vrijwillig openbaar bod.<sup>52</sup> Dit zorgt ervoor dat de bieder vaak als voorwaarde voor gestanddoening van het bod een minimaal aanmeldingspercentage van 50% stelt. Wanneer hij minder verkrijgt zal hij vaak<sup>53</sup> een verplicht openbaar bod moeten uitbrengen dat de plicht omvat een 'billijke prijs' uit te brengen. Om een meerderheidsbelang te kunnen verkrijgen zal de bieder een reële prijs moeten aanbieden bij zijn vrijwillig openbaar bod.<sup>5455</sup> In tegenstelling tot wat hiervoor is gezegd over de gestanddoening van een openbaar bod, geldt voor een verplicht openbaar bod dat deze niet afhankelijk kan zijn van voorwaarden.<sup>56</sup>

## §2.1.2 - De procedure

Het proces van het openbare bod wordt strikt gereguleerd. De bieder en de over te nemen beursgenoteerde vennootschap ('de doelvennootschap') zijn gebonden aan strikte regels. Deze regels volgen zowel uit het nationale als uit het Europese recht. De belangrijkste regelingen zijn afkomstig uit de Overnamerichtlijn, Boek 2 BW, de Wft en het Bob Wft.

### §2.1.2.1 - Aankondiging van het bod

Het proces van het openbaar bod begint met de aankondiging ervan.<sup>57</sup> Met de aankondiging van het bod wordt bedoeld het eerste moment waarop door middel van een openbare mededeling het bod openbaar wordt gemaakt. Het moment van de aankondiging is van belang, omdat vanaf dat moment de biedingsregels en de termijnen die betrekking hebben op het biedingsproces van toepassing zijn.

Door middel van art. 2a Bob Wft<sup>58</sup> kan de AFM op verzoek van een beursvennootschap, een partij die informatie openbaar heeft gemaakt waaruit de indruk kan ontstaan dat hij een (vrijwillig) openbaar bod gaat doen op die beursgenoteerde vennootschap verplichten<sup>59</sup> tot het doen van een mededeling waarin hij een openbaar bod aankondigt of een mededeling waarin hij aangeeft geen voornemen te hebben tot het aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod. Indien de partij aangeeft niet tot aankondiging over te gaan, is het hem en degene(n) met wie hij in onderling overleg handelt niet toegestaan binnen 6 maanden na die mededeling een openbaar bod te doen op diezelfde

---

zeggenschap verkregen, door eerst een vrijwillig openbaar bod uit te brengen tegen een relatief en 'onredelijk' lage prijs. Er waren namelijk altijd wel aandeelhouders die ingingen op een dergelijk bod. Deze omzeiling bracht het risico met zich dat overgebleven aandeelhouders geen reële exit-mogelijkheid zou worden geboden. Zie *Kamerstukken II 2011/12, 32 783, nr. 10, p. 2-3*. Vgl. O. Valk, 'Wijzigingen in de Nederlandse regelgeving rondom het openbaar bod: verleden, heden en toekomst', *Bb 2013/41*.

<sup>52</sup> Art. 5:71 lid 1 sub b Wft.

<sup>53</sup> Indien hij wel meer dan 30% van de aandelen (een controlerend belang) verkrijgt.

<sup>54</sup> *Kamerstukken II 2011/12, 33 236, nr. 3, p. 3-4* (MvT). Waar onder de oude regeling soms het behalen van 1% van de aandelen voldoende was (om zo de beoogde controlerende zeggenschap te verkrijgen), zal men nu minimaal 20% van de aandelen moeten verkrijgen onder het vrijwillige openbaar bod. Deze significante verhoging zou volgens de wetgever zorgen voor een hoger onder het openbaar bod geboden prijs. De wetgever heeft hiermee een 'nadere waarborg gericht op de bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders ingeval een openbaar bod' willen scheppen door ze een 'reële exit' te bieden.

<sup>55</sup> O. Valk, 'Wijzigingen in de Nederlandse regelgeving rondom het openbaar bod: verleden, heden en toekomst', *Bb 2013/41*.

<sup>56</sup> Art. 24 lid 1 Bob Wft.

<sup>57</sup> Art. 5 lid 1 Bob Wft.

<sup>58</sup> De *put-up or shut-up* regeling.

<sup>59</sup> Binnen een termijn van 6 weken na in kennisstelling van de verplichting.

beursvennootschap, tenzij een derde een openbaar bod aangekondigd.<sup>60</sup> Deze *put-up or shut-up* regeling is bedoeld om partijen die onduidelijkheid creëren met betrekking op een eventuele overname een besluit te laten nemen om zo marktmanipulatie tegen te gaan.<sup>61</sup> Een serieuze bidder die niet verstrengd wil raken in de *put-up or shut-up* discussie zal gelijk een formele aankondiging door middel van een openbare mededeling doen van een voornemen tot een openbaar bod. Verplichting tot het doen van een aankondiging van een openbaar bod bestaat tevens indien tussen de bidder en (het bestuur van) de doelvennootschap een voorwaardelijke overeenstemming over het bod is bereikt. De mededeling omvat de namen van partijen en zover van toepassing de (voorwaardelijk) overeengekomen voorgenomen prijs dan wel ruilverhouding.<sup>62</sup> Indien er geen (voorwaardelijke) overeenstemming tussen de doelvennootschap en de bidder<sup>63</sup> is er sprake van een aankondiging indien de bidder concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod openbaar heeft gemaakt.<sup>64</sup> Een *verplicht bod* wordt geacht te zijn aangekondigd indien de partij(en) met overwegende zeggenschap in de doelvennootschap heeft aangekondigd een verplicht bod te doen<sup>65</sup> of indien de OK de aandeelhouder met overwegende zeggenschap heeft geboden een verplicht bod uit te brengen<sup>66</sup>. Met betrekking tot de aankondiging van een verplicht bod geldt een termijn van maximaal 30 dagen nadat overwegende zeggenschap is verkregen.<sup>67</sup>

#### §2.1.2.2 - Goedkeuring biedingsbericht en uitbrengen van het bod.

De kern van het openbaar bod staat beschreven in art. 5:74 Wft. Het verbiedt een openbaar bod op een beursvennootschap, tenzij voorafgaand aan het bod een biedingsbericht<sup>68</sup> algemeen verkrijgbaar is gesteld dat is goedgekeurd door de AFM.

Binnen 4 weken nadat er een formele aankondiging is gedaan, dient de bidder aan de markt mede te delen of hij een aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht indient bij de AFM.<sup>69</sup> Wanneer de bidder besluit een aanvraag in te dienen, dient deze uiterlijk 12 weken na de aankondiging te geschieden.<sup>70</sup> De AFM maakt maximaal 10 werkdagen na ontvangst van de aanvraag aan de aanvrager haar besluit omtrent goedkeuring bekend.<sup>71</sup> Met een goedkeuring van het biedingsbericht kan de bidder vervolgens een openbaar bod uitbrengen door het algemeen verkrijgbaar stellen van het biedingsbericht.<sup>72</sup> Dit dient binnen 6 werkdagen nadat een besluit omtrent goedkeuring aan hem bekend is gemaakt te geschieden. De bidder kan tevens besluiten alsnog geen openbaar bod uit te

---

<sup>60</sup> Art. 2a lid 2 Bob Wft.

<sup>61</sup> Zie art. 5 lid 3 Bob Wft waarin staat dat de AFM gevolg geeft aan het verzoek indien de verzoeker nadelige gevolgen ondervindt van het uitblijven van duidelijkheid omtrent het al dan niet aankondigen of uitbrengen van een openbaar bod.

<sup>62</sup> Art. 5 lid 1 Bob Wft. (Dit lid heeft betrekking op een *vrijwillig vriendelijk openbaar bod*). Vgl. H.R. Sijnja, 'De nieuwe biedingsregels met betrekking tot het openbaar bod', *O&F*, mei 2006/70, p. 38.

<sup>63</sup> Indien de bidder geen steun van de doelvennootschap wenst (vrijwillig vijandig openbaar bod).

<sup>64</sup> Art. 5 lid 2 Bob Wft. Onder concrete informatie moet worden verstaan: de naam van de instelling in combinatie met een voorgenomen prijs dan wel ruilverhouding of een concreet tijdschema omtrent het verloop van het openbaar bod.

<sup>65</sup> Art. 5 lid 3 sub a Bob Wft.

<sup>66</sup> Art. 5 lid 3 sub b Bob Wft.

<sup>67</sup> Art. 5:72 lid 1 Wft.

<sup>68</sup> Art. 5:76 lid 1 Wft geeft aan dat de inhoud van het biedingsbericht moet voldoen aan de regelgeving van het Bob Wft. Het Bob Wft biedt een uitwerking van de Overnamerichtlijn en vormt een aanvulling op Wft. Het Bob Wft geeft aan op welke wijze een openbaar bod uitgebracht dient te worden en stelt de termijnen voor de procedurele stappen die moeten worden doorlopen.

<sup>69</sup> Art. 7 lid 1 Bob Wft. Bij een verplicht bod geldt uiteraard dat de bidder geen andere keus heeft dan de aanvraag in te dienen, echter ook hier geldt dat deze maximaal 4 weken na de aankondiging dient te geschieden. Zie art. 7 lid 2 Bob Wft.

<sup>70</sup> Art. 7 lid 3 Bob Wft.

<sup>71</sup> Art. 5:77 lid 1 Wft.

<sup>72</sup> Art. 10 lid 1 Bob Wft.



brengen, ook dit dient hij binnen 6 werkdagen bekend te maken aan het publiek.<sup>73</sup> Wanneer is besloten het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar te stellen, is het bod onherroepelijk uitgebracht. Het openbaar bod kan met andere woorden niet meer worden aangepast, gewijzigd of ingetrokken. Indien de bieder en/of de doelvennootschap deze termijnen overschrijden, is de AFM bevoegd sancties op te leggen.<sup>74</sup>

### §2.1.2.3 - Aanmeldingstermijn

De aandeelhouders kunnen hun effecten aanmelden zodra de aanmeldingstermijn is aangevangen. Deze vangt aan op het moment dat de bieder een openbaar bod uitbrengt dan wel het biedingsbericht algemeen verkrijgbaar stelt<sup>75</sup> en bedraagt minimaal 8 en maximaal 10 weken.<sup>7677</sup> Wanneer het bod is uitgebracht, dient de doelvennootschap voor het aflopen van de aanmeldingstermijn een buitengewone vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen om het bod te bespreken. Deze consultatieplicht dient uiterlijk 6 dagen voor het eindigen van het aanmeldingstermijn plaats te vinden.<sup>78</sup> Het bestuur van de doelvennootschap laat tijdens die vergadering weten wat het van het bod vindt en legt uit wat het voor gevolgen heeft voor de organisatie, werkgelegenheid en/of financiële ontwikkeling van de doelvennootschap.<sup>79</sup>

Nadat de aanmeldingstermijn is verstreken kan de bieder het éénmaal verlengen<sup>80</sup> of het bod gestand doen. De verlenging bedraagt ten minste 2 en maximaal 10 weken. De bieder dient het besluit tot verlenging te nemen uiterlijk op de derde werkdag na afloop van de oorspronkelijke aanmeldingstermijn. Middels een openbare mededeling zal de bieder de eventuele verlenging kenbaar moeten maken en dienen te vermelden tot wanneer de verlengde aanmeldingstermijn loopt.<sup>81</sup>

Uiterlijk op de derde dag na het aflopen van de (eventueel verlengde) aanmeldingstermijn laat de bieder, via een openbare mededeling weten of hij het bod gestand doet. De bieder stelt vaak als voorwaarden voor gestanddoening van een openbaar bod dat hij als gevolg van het bod meer dan 50% van de stemrechten in de AVA kan uitoefenen.<sup>82</sup> Indien hij het bod niet gestand doet<sup>83</sup>, deelt hij de reden hiervan openbaar mede.<sup>84</sup> De bieder vermeldt de totale waarde, het aantal en het daarbij behorende percentage van de ingevolge het openbaar bod aangemelde effecten, alsmede het totale aantal en het corresponderende percentage van effecten dat na de aanmeldingstermijn in zijn bezit is.<sup>85</sup> De bieder heeft de mogelijkheid het openbaar bod gestand te doen wanneer effecten tot een minder bedrag, aantal dan wel percentage zijn aangemeld dan het bedrag, aantal onderscheidenlijk

---

<sup>73</sup> Art. 5:78 lid 1 Wft.

<sup>74</sup> Artt. 5:51 en 5:52 Wft.

<sup>75</sup> Art. 14 lid 1 Bob Wft.

<sup>76</sup> Art. 14 lid 3 en lid 5 Bob Wft.

<sup>77</sup> Art. 14 lid 4 Bob Wft. Voor het partiële en tenderbod geldt een aanmeldingstermijn van minimaal 2 weken.

<sup>78</sup> Art. 18 lid 1 Bob Wft.

<sup>79</sup> In principe gaat het bestuur van vennootschap er niet over of de overname doorgaat. Dat is geen bevoegdheid van het bestuur. Degene die beslist het openbaar bod wordt geaccepteerd is elke individuele aandeelhouder zelf van de doelvennootschap. De regeling is enkel een verkapte informatie verplichting aan de aandeelhouders over hoe het bestuur erover denkt.

<sup>80</sup> Art. 15 lid 1 Bob Wft. Hierbij kan de bieder de prijs verhogen. Zie art. 15 lid 4 Bob Wft.

<sup>81</sup> Art. 15 lid 2 Bob Wft.

<sup>82</sup> Art. 5:71 lid 1 sub b Wft.

<sup>83</sup> Zie redenen omschreven in §2.1.1 - Achtergrond en ratio openbaar bod.

<sup>84</sup> Art. 16 lid 1 Bob Wft.

<sup>85</sup> Art. 16 lid 2 Bob Wft.

percentage waarvan aanbidding binnen de aanmeldingstermijn hij zijn verplichting tot gestanddoening van het bod afhankelijk stelde.<sup>86</sup> Indien de openbare mededeling inhoudt dat de bieder het bod niet gestand doet, is het de bieder (en de personen met wie hij in onderling overleg handelt) gedurende 6 maanden na de openbare mededeling niet toegestaan een openbaar bod aan te kondigen of uit te brengen op effecten van dezelfde uitgevende instelling.<sup>87</sup>

#### §2.1.2.4 - Certainty of Fund

In art. 7 lid 4 Bob Wft wordt vereist dat de bieder er zorg voor draagt dat hij de biedprijs kan betalen of alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken om het bod gestand te kunnen doen. Op het moment dat de bieder de biedprijs kan betalen of alle hiervoor genoemde maatregelen heeft genomen, dient hij een openbare mededeling te doen. Wanneer mag de bieder echter de openbare mededeling doen dat hij in staat is om de tegenprestatie voor de aandelen te betalen? Wat wordt bedoeld met alle redelijke maatregelen om een andere vergoeding dan geld te kunnen betalen? De Nota van Toelichting bij het Bob Wft<sup>88</sup> zegt dat de *'certain funds'* regel<sup>89</sup> slechts in de biedingsregels is opgenomen, omdat de Overnamerichtlijn hiertoe verplicht.<sup>90</sup> De uitwerking is dan ook niet erg gedetailleerd. De belangrijkste vraag is dan ook of deze bepaling bijdraagt aan haar doel, te weten het verschaffen van de zekerheid aan de aandeelhouders van de doelvennootschap dat de bieder in staat is om de biedprijs te voldoen. Op deze vraag kan op basis van de tekst van het artikel en de toelichting erop geen eenduidig antwoord worden gegeven.<sup>91</sup>

### §2.2 - Uitstoting minderheidsaandeelhouders

Wanneer een openbaar bod gestand is gedaan, kunnen er nog steeds minderheidsaandeelhouders aanwezig zijn, doordat zij hun aandelen niet onder het openbaar bod hebben aangemeld. Een reden hiervoor kan zijn dat ze het bod te laag vinden of ze simpelweg hun aandelen niet van de hand willen doen omdat ze verwachten dat de waarde van hun aandelen na de overname zal stijgen; dit omvat het *free-rider* probleem. Tevens kunnen aandeelhouders besluiten hun aandelen niet te verkopen in de hoop er na gestanddoening een hogere prijs voor te krijgen van de bieder door de *nuisance value* die ze veroorzaken; ook wel het *hold-out* probleem genoemd.<sup>92</sup>

De vraag die hierbij rijst is of er manieren zijn waarop de overnemende partij alsnog alle aandelen kan verkrijgen en dus de kostbare en tijdrovende verplichtingen van minderheidsaandeelhouders kan vermijden, zonder daarvoor de hoofdprijs te hoeven betalen?

#### §2.2.1 - Wettelijke uitkoopprocedures

In het Nederlandse vennootschapsrecht zijn twee wettelijke regelingen gecreëerd die een meerderheidsaandeelhouder in staat stellen de resterende minderheid uit te kopen in een

---

<sup>86</sup> Art. 16 lid 3 Bob Wft.

<sup>87</sup> Art. 16 lid 4 Bob Wft.

<sup>88</sup> Stb. 2007, nr. 329 (Nota van Toelichting).

<sup>89</sup> V.P.G. de Serière, 'Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 505.

<sup>90</sup> Art. 3 lid 1 sub e Overnamerichtlijn.

<sup>91</sup> H.R. Sijnja, 'De nieuwe biedingsregels met betrekking tot het openbaar bod', *O&F*, mei 2006/70, p. 42.

<sup>92</sup> Zie hoofdstuk 4 voor meer informatie omtrent het *free-rider* en het *hold-out* probleem.

beursvennootschap. Het betreft de algemene uitkoopregeling van art. 2:92a BW<sup>93</sup> en de bijzondere uitkoopregeling dan wel uitstootregeling van art. 2:359c BW.

De OK oordeelt in eerste aanleg over de vordering tot uitkoop, moet de uitkoop goedkeuren<sup>94</sup> en stelt tevens de te betalen prijs op voor de aandelen. De rechter is vrij te bepalen welke waarderingsmethode hij gebruikt.<sup>95</sup> De procedure vangt aan middels een bij de OK aanhangig gemaakte dagvaarding gericht tegen “de gezamenlijke andere aandeelhouders”. De uitkoper is niet-ontvankelijk in zijn vordering als blijkt dat hij één of meer minderheidsaandeelhouders niet of niet juist heeft gedagvaard.<sup>96</sup> De bieder dient in beginsel de aandeelhouders in persoon te dagvaarden. Wanneer de aandeelhouders echter onbekend zijn, zoals vaak het geval bij beursgenoteerde vennootschappen, kan worden volstaan met een openbare dagvaarding.<sup>97</sup>

#### §2.2.1.1 - Algemene uitkoopregeling

De algemene uitkoopregeling is van toepassing op alle NV's . Art. 2:92a lid 1 BW geeft aan dat wanneer een aandeelhouder (of één of meer groepsmaatschappijen) minstens 95% van het geplaatst kapitaal van de NV verschaft, deze tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering kan instellen tot overdracht van hun aandelen aan de eiser. Op het moment dat de grens van 95% is bereikt, moet in beginsel het belang van de minderheidsaandeelhouder simpelweg wijken voor het belang van de grootaandeelhouder.<sup>98</sup> Geen vereiste is dat er een openbaar bod vooraf is gegaan ten aanzien van die aandelen. Er zijn echter nog uitzonderingen waardoor de OK de vordering toch kan afwijzen. De rechter wijst namelijk de vordering tegen alle gedaagden af, indien een gedaagde ondanks vergoeding ernstige stoffelijke schade zou lijden<sup>99</sup> door overdracht, dan wel een gedaagde houder is van een aandeel waarvan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden of een eiser jegens een gedaagde afstand heeft gedaan van zijn bevoegdheid om een vordering in te stellen.<sup>100</sup>

De ratio van deze regeling is dat een vennootschap niet belast hoeft te zijn met het voortdurende aandeelhouderschap van kleine minderheden.<sup>101</sup> Dit zou volgens de parlementaire geschiedenis van de regeling namelijk een eventuele concernintegratie kunnen belemmeren:

*“De dochtermaatschappij wordt kunstmatig gescheiden gehouden van een groep waar zij uit bedrijfseconomische overwegingen geheel in zou moeten worden opgenomen. Dat brengt veel kosten met zich mee en veel werk dat nauwelijks of geen nut heeft.”<sup>102</sup>*

Tegelijkertijd kunnen door het wettelijk vaststellen van een procedure omtrent gedwongen uitkoop van de minderheidsaandeelhouder, de belangen van de minderheidsaandeelhouder worden

---

<sup>93</sup> Het kan voorkomen dat een beursvennootschap na een geslaagd openbaar bod ingevolge artt. 2:18 jo. 2:183 BW wordt omgezet in een bv. In dit geval zou art. 2:201a BW van toepassing zijn (welke op de toepassing van de verschillende rechtsvormen na identiek is aan art. 2:92a BW). In het vervolg ga ik er echter van uit dat omzetting niet plaatsvindt.

<sup>94</sup> Art. 2:92a lid 2 BW.

<sup>95</sup> Art. 2:92a lid 5 BW. Hierover in hoofdstuk 5 meer.

<sup>96</sup> T. Salemink, 'Het dagvaarden van de gezamenlijke andere aandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 7.2.

<sup>97</sup> T. Salemink, 'Kroniek Uitkoopregeling 2007-2010', *JRV* 2011/353, afl. 37.

<sup>98</sup> HR 16 januari 2004, *NJ* 2004, 184 m.nt. Maeijer (*Goglio*). De rechter dient hierbij zelf geen belangenafweging te maken.

<sup>99</sup> Blijkens parlementaire geschiedenis betreft dit enkel financiële schade. Vgl. *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 8.

<sup>100</sup> Art. 2:92a lid 4 BW.

<sup>101</sup> *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 5.

<sup>102</sup> *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 6.

gewaarborgd. Zo zou een billijke prijs voor hun aandelen kunnen worden afgedwongen ter compensatie voor de gedwongen overdracht zodat zij niet onredelijk worden benadeeld.<sup>103</sup>

#### §2.2.1.2 - Bijzondere/specifieke uitkoopregeling dan wel uitstootregeling

Ter implementatie van art. 15 van de Overnamerichtlijn is in 2007 de bijzondere uitkoopregeling ingevoerd. Na een openbaar bod kan eenieder die ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt, een vordering instellen jegens de minderheidsaandeelhouders tot overdracht van hun aandelen aan hem.<sup>104</sup> Dit staat er echter niet aan in de weg om na een openbaar bod de weg van de algemene uitkoopregeling te volgen.<sup>105</sup> Uit de parlementaire wetsgeschiedenis blijkt echter wel dat als binnen 3 maanden na het openbaar bod een vordering wordt ingesteld, de toepassing van de uitstootprocedure van art. 2:359c BW de voorkeur heeft.<sup>106</sup>

Om gebruik te maken van deze specifieke uitkoopregeling, dient de vordering binnen 3 maanden na afloop van de (eventuele na-) aanmeldingstermijn<sup>107</sup> te worden ingesteld.<sup>108</sup> De regeling is alleen van toepassing op een vennootschap waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op de effectenbeurs.<sup>109</sup> In 2008 oordeelde de OK in de *Numico*-zaak<sup>110</sup> dat de regeling ook geldt indien de beursnotering inmiddels is beëindigd: het is voldoende dat de doelvennootschap ten tijde van het voorafgaand openbaar bod beursgenoteerd was.

Bij de specifieke uitkoopregeling dient er aan cumulatieve voorwaarden te worden voldaan. Waar men bij de algemene uitkoopregeling van art. 2:92c BW voldeed door over 95% van het geplaatst kapitaal van de vennootschap te beschikken, moet men hier ook nog minstens 95% van de stemrechten vertegenwoordigen. De minister heeft echter bij implementatie aangegeven dat dit voor de praktijk onverschillig is, gezien het feit dat er in de Nederlandse verhoudingen normaliter een relatief klein verschil bestaat tussen de omvang van zeggenschap vanwege aandeelhouderschap en de omvang van het door de aandeelhouder vertegenwoordigde kapitaal.<sup>111</sup> Tevens een verschil in vergelijking met de algemene uitkoopregeling is dat het ook van toepassing is op verschillende soorten aandelen waarvan deieder 95% van het geplaatst kapitaal en stemrechten heeft<sup>112</sup> en het feit dat er geen uitzonderingsmogelijkheden zijn.

De Overnamerichtlijn bood de lidstaten de mogelijkheid om de grens voor een specifieke uitkoop bij 90% te leggen. Hierdoor zou de meerderheidsaandeelhouder na een openbaar bod bij een belang van 90% in die doelvennootschap de minderheidsaandeelhouder al uit kunnen kopen. Hiervoor is bij de implementatie van het artikel echter niet voor gekozen. De minister heeft destijds een afweging gemaakt tussen *“de belangen van de minderheidsaandeelhouder die ongeacht zijn eigen wensen wordt gedwongen om over te gaan tot overdracht van zijn effecten aan de meerderheidsaandeelhouder en de belangen van de meerderheidsaandeelhouder die belang heeft bij*

<sup>103</sup> *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 6.

<sup>104</sup> Art. 2:359c lid 1 BW.

<sup>105</sup> Hof Amsterdam (OK) 13 april 2010, *JOR* 2010/184 (*Getronics*).

<sup>106</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3 (MvT), p. 48.

<sup>107</sup> Hof Amsterdam (OK) 5 november 2013, *ARO* 2014/25, r.o. 3.1 (*Mediq*).

<sup>108</sup> Art. 2:359c lid 3 BW.

<sup>109</sup> Art. 2:359a lid 1 BW.

<sup>110</sup> Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, *JOR* 2008/335, m.nt. Bartman (*Numico*).

<sup>111</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, (MvT) p. 47.

<sup>112</sup> Art. 2:359c lid 2 BW.

*het elimineren van minderheidsbelangen.*<sup>113</sup> Op het moment dat een percentage op 90% zou worden gesteld, zou kans op onteigening groter zijn dan bij het percentage van 95%. Dit is niet in het belang van de minderheidsaandeelhouder. *“Bij de afweging van deze belangen prevaleert het belang van de minderheidsaandeelhouder vanwege het ingrijpende effect dat het uitstotingsrecht heeft op zijn goederenrechtelijke positie.”*<sup>114</sup> Hierdoor is tevens niet gekozen voor de mogelijkheid tot een statutaire afwijking van dit percentage ten nadele van de minderheidsaandeelhouder.

## §2.2.2 - Alternatieve uitstootmethodes

In Nederland zijn er tevens alternatieve methodes ontwikkeld die de mogelijkheid bieden om de minderheid uit te stoten. Er zijn voornamelijk 3 alternatieve uitstootmethodes die worden toegepast. Dit zijn de juridische (driehoeks)fusie, de activa-passivatransactie en de ruziesplitsing.

### §2.2.2.1 - Juridische (driehoeks)fusie

De juridische (driehoeks)fusie<sup>115</sup> is de meeste gangbare alternatieve uitstootmethode. Een juridische fusie wordt in art. 2:309 BW als volgt omschreven:

*“Fusie is een rechtshandeling van twee of meer rechtspersonen waarbij een van deze het vermogen van de andere onder algemene titel verkrijgt of waarbij een nieuwe rechtspersoon die bij de rechtshandeling door hen samen wordt opgericht, hun vermogen onder algemene titel verkrijgt.”*

Door deze techniek is het mogelijk dat een meerderheidsaandeelhouder van de doelvennootschap als verkrijgende vennootschap het vermogen van de doelvennootschap onder algemene titel verkrijgt, waardoor de minderheidsaandeelhouders van de van rechtswege verdwijnende doelvennootschap<sup>116</sup> aandeelhouders worden in de (voormalige) meerderheidsaandeelhouder van de doelvennootschap.<sup>117</sup> Tevens is het mogelijk om de minderheidsaandeelhouder aandeelhouder te laten worden in een groepsmaatschappij van de verkrijgende vennootschap. Dit wordt ook wel een juridische driehoeksfusie genoemd.<sup>118</sup>

Bij een juridische (driehoeks)fusie krijgen de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap aandelen in (een groepsmaatschappij van) de verkrijgende vennootschap tegen een bepaalde ruilverhouding die wordt vastgesteld op basis van *‘de waarde van die aandelen in het economisch verkeer’*.<sup>119</sup> De minderheidsaandeelhouder krijgt aandelen in (een groepsvennootschap van) de verkrijgende vennootschap waarmee de doelvennootschap fuseert ter waarde van het belang dat hij had in de doelvennootschap. Indien de aandelen van de vennootschap waarvan de minderheidsaandeelhouder door de juridische (driehoeks)fusie aandeelhouder wordt een grotere waarde hebben dan de aandelen in de doelvennootschap, wordt het relatieve belang van de minderheidsaandeelhouders na de fusie kleiner. Op deze manier zal het soms mogelijk zijn het

---

<sup>113</sup> Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, (MvT) p. 48.

<sup>114</sup> Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, (MvT) p. 48.

<sup>115</sup> Art. 2:333a BW.

<sup>116</sup> Art. 2:311 lid 1 BW.

<sup>117</sup> Art. 2:311 lid 2 BW.

<sup>118</sup> Opgemerkt dient te worden dat een besluit tot fusie ten minste 2/3 van de uitgebrachte stemmen in de AVA behoeft.

Vgl. artt. 2:43 lid 1 jo. 2:317 en 2:330 BW.

<sup>119</sup> Art. 2:328 BW.

belang van de minderheidsaandeelhouders te verwateren tot 5% of minder.<sup>120</sup> Wanneer de minderheidsaandeelhouders aandeelhouders worden in een beursgenoteerd bedrijf en het belang is verwaterd naar 5% of minder kunnen deze alsnog via de wettelijke uitkoopregelingen uitgekocht worden.

Na gestanddoening van een openbaar bod kan de bieder in beginsel met zijn meerderheidsbelang<sup>121</sup> in de AVA besluiten tot een juridische driehoeksfusie.<sup>122</sup> Dit besluit kan door de bieder voor de verdwijnende vennootschap namelijk in beginsel worden genomen wanneer minimaal 50% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigd is in de AVA.<sup>123</sup> De statuten zullen echter in veel gevallen aangeven dat voor het fusiebesluit een gekwalificeerde meerderheid nodig is.<sup>124</sup> Dit vormt een beschermingsmaatregel voor de minderheidsaandeelhouders gezien het feit dat benadeling door een juridische driehoeksfusie minder snel plaats kan vinden doordat de bieder over een sterkere positie dient te beschikken. De verkrijgende vennootschap kan, tenzij de statuten anders bepalen, bij bestuursbesluit tot een fusiebesluit komen.<sup>125</sup>

In boek 2 BW is het wettelijk kader gevormd met betrekking tot de procedurele stappen die moeten worden doorlopen ten opzichte van de juridische (driehoeks)fusie.<sup>126</sup> Deze bevatten belangrijke beschermingswaarborgen voor minderheidsaandeelhouders. Zo dienen de besturen van de fusierende rechtspersonen een fusievoorstel op te stellen en deze vervolgens openbaar te maken.<sup>127</sup> Onderdeel van het fusievoorstel is de accountantsverklaring<sup>128</sup> waarin de accountant na onderzoek van het fusievoorstel moet verklaren of de voorgestelde ruilverhouding van de aandelen naar zijn oordeel redelijk is.<sup>129</sup> Het fusievoorstel dient naast goedkeuring van de AVA, goedkeuring van de RvC te verkrijgen.<sup>130</sup>

Naast de wettelijke procedurele en materiele waarborgen omtrent de juridische (driehoeks)fusie die boek 2 BW aan de minderheidsaandeelhouder biedt, zijn er in de jurisprudentie een aantal gedragsnormen ontwikkeld waaraan partijen zich in geval van gebruik van de juridische fusie als uitstotingsmethode hebben te houden. De belangrijkste bron voor deze gedragsnormen wordt gevormd door de jurisprudentie inzake *Versatel*. De OK geeft in de eerste *Versatel* beschikking aan dat de bieder na gestanddoening van een openbaar bod andere juridische instrumenten dan de uitkoopregeling, zoals fusie, splitsing, liquidatie of verkoop van activa, mag gebruiken om zich de

---

<sup>120</sup> Om een 10% minderheid te verwateren tot 5% moet de minderheidsaandeelhouder van de doelvennootschap aandelen verkrijgen in een vennootschap van tweemaal de waarde van de doelvennootschap. Een dergelijke vennootschap zal niet altijd voorhanden zijn binnen het concern van de bieder.

<sup>121</sup> Een bieder stelt het verkrijgen van een meerderheidsbelang vaak als voorwaarde voor gestanddoening van het bod, aangezien hiermee de minderheidsaandeelhouder(s) en de daarbij komende *nuisance value* door middel van alternatieve uitstootmethodes kunnen worden uitgestoten.

<sup>122</sup> Artt. 2:120 lid 1 BW jo. 2:121 lid 1 BW.

<sup>123</sup> Art. 2:330 lid 1 BW.

<sup>124</sup> J.M.M. Maeijer, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, *Asser 2-II De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 677.

<sup>125</sup> Art. 2:331 lid 1 BW.

<sup>126</sup> Zie art. 2:312 BW e.v.

<sup>127</sup> Voor vereisten fusievoorstel zie artt. 2:312 BW - 2:314 BW, 2:326 BW en 2:327 BW. Hierin dienen onder andere de gebruikte waarderingsmethode(n) te worden opgenomen.

<sup>128</sup> Art. 2:328 lid 1 BW.

<sup>129</sup> Goedkeuring van de ruilverhouding dient te geschieden door een door de rechter aangewezen onafhankelijk expert. Art. 10 Fusierichtlijn. Zie RICHTLIJN 2009/133/EG VAN DE RAAD van 19 oktober 2009 betreffende de gemeenschappelijke fiscale regeling voor fusies, splitsingen, gedeeltelijke splitsingen. Pb. L 310/34 25 november 2009. Cfr. M. Ventoruzzo, "Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals", *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 878.

<sup>130</sup> Art. 2:312 lid 4 BW.

volledige zeggenschap over doelvennootschap te verschaffen en de doelvennootschap 'van de beurs te halen'.<sup>131</sup> De OK maakt echter wel duidelijk dat het per situatie kan verschillen of aan het vereiste beginsel van redelijkheid en billijkheid<sup>132</sup> wordt voldaan. Er is geen sprake van redelijkheid en billijkheid indien er vooraf in het biedingsbericht niet wordt medegedeeld dat er na gestanddoening van het bod gebruik zal worden gemaakt van een alternatieve uitstootmethode.<sup>133</sup> De HR gaat bij de zaak *Versatel I*<sup>134</sup> in op de vraag of het bij verwerving van minder dan 95% van het geplaatste kapitaal, wanneer de wettelijke uitkoopregelingen aldus niet kunnen worden gevolgd, tegenover minderheidsaandeelhouders geoorloofd is een 'stappenplan' te volgen, waarbij eerst een driehoeksfusie wordt gerealiseerd en daarna alsnog die uitkoopprocedure zou kunnen worden gevolgd. De HR stelt dat voor de mogelijkheid tot het volgen van het 'stappenplan', naast het kunnen toepassen van de uitkoopregeling er tevens bijkomende redenen voor fusie nodig zijn. Een fusiebesluit dat enkel en alleen de strekking heeft de minderheid uit te stoten, kan volgens de HR in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid op grond van art. 2:8 BW. De HR nam genoegen met het kunnen integreren van de doelvennootschap en haar onderneming in het concern van de bieder of het kunnen creëren van een fiscale eenheid.<sup>135</sup> De HR stelde tevens dat daarnaast nog getoetst moest worden of dat de minderheidsaandeelhouder door middel van de alternatieve uitstootmethode niet onevenredig benadeeld wordt.<sup>136</sup> Wanneer dat wel het geval is, zal de constructie als onrechtmatig worden beoordeeld. In de tweede *Versatel* beschikking heeft de OK gesteld dat de *corporate governance* van de doelvennootschap voldoende waarborgen moet bieden voor een adequate bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders, zodat zij niet onevenredig benadeeld worden. Zo dienen er onpartijdige commissarissen te zijn die de belangen van de minderheidsaandeelhouder in het oog houden.<sup>137</sup>

De OK<sup>138</sup> heeft verder nog als gedragsnorm genoemd: het feit dat er een redelijke prijs moet worden betaald ten opzichte van de minderheidsaandeelhouder bij toepassing van de alternatieve uitstootmethode. De minderheidsaandeelhouder heeft geen recht op het behouden van de status quo, maar de ruilverhouding moet wel redelijk zijn.<sup>139</sup><sup>140</sup> De OK hecht er belang aan dat aandeelhouders een redelijke exit wordt geboden. De minderheidsaandeelhouders moeten echter ook tot op zekere hoogte de consequenties aanvaarden van hun keuze om het bod niet te accepteren. De compensatie bij toepassing van een juridische fusie hoeft niet in alle opzichten even

---

<sup>131</sup> Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, *JOR* 2005/272, r.o. 3.14 (*OK Versatel I*).

<sup>132</sup> Art. 2:8 BW.

<sup>133</sup> Vgl. rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174 (*Vendex/KBB*).

<sup>134</sup> HR 14 september 2007, *JOR* 2007/237 m.nt. Assink, r.o. 4.3 (*HR Versatel I*).

<sup>135</sup> Het vereiste van een bijkomende reden kan aldus makkelijk worden omzeild.

<sup>136</sup> De minderheidsaandeelhouders worden niet onevenredig benadeeld indien er schadeloosstelling van de minderheidsaandeelhouder na de gedwongen overdracht plaatsvindt en de waarborgen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders in acht worden genomen. C. Van der Elst & L. van den Steen, 'Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out', *Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper* 2006, Nr. 12, p. 14.

<sup>137</sup> Hof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7 (*OK Versatel II*), r.o. 3.6. Hier had de OK een onmiddellijke voorziening getroffen die benoeming van onafhankelijke commissarissen inhield. De HR had dit oordeel in stand gelaten. Deze oordelen hadden tot gevolg dat er in de praktijk onafhankelijke commissarissen werden aangesteld dan wel aangehouden met een eventueel vetorecht. C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2017.

<sup>138</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, *JOR* 2007/69 (*OK Versatel III*).

<sup>139</sup> Dit wordt gewaarborgd door de in art. 2:328 BW vereiste accountantsverklaring.

<sup>140</sup> De OK stelde tevens dat bij de meeste gevallen van openbare biedingen, in het biedingsbericht reeds staat aangegeven wat de meerderheidsaandeelhouder van plan is na een eventuele gestanddoening van het bod. Mede hierdoor hebben minderheidsaandeelhouders vanaf het moment van gestanddoening dan ook niet meer het recht tot het behouden van hun status quo.

gunstig te zijn als die onder het bod, echter deze dient wel aan de ondergrens van billijkheid te voldoen.

Bij een juridische (driehoeks)fusie kunnen achterblijvende minderheidsaandeelhouders middels een specifieke wettelijke regeling bij de rechter een vordering tot vernietiging van de juridische (driehoeks)fusie instellen.<sup>141</sup> De vernietigingsgronden, die zeer beperkt en limitatief opgesomd zijn, geven de bieder echter de mogelijkheid om zijn verzuim te herstellen waardoor de juridische (driehoeks)fusie niet vernietigd wordt door de rechter.<sup>142</sup> Naast deze specifieke wettelijke regeling kan het besluit tot juridische fusie tevens door de algemene vernietigingsregeling van art. 2:15 BW worden vernietigd.<sup>143</sup>

#### §2.2.2.2 - Activa- passivatransactie / bedrijfsfusie / de facto merger

Een andere alternatieve uitstootregeling betreft de activa- passivatransactie. Hierbij besluit het bestuur van de doelvennootschap<sup>144</sup> tot overdracht van alle bezittingen (activa) en mogelijk ook de schulden (passiva) aan de bieder of een groepsmaatschappij van de bieder, waarna de doelvennootschap nog uitsluitend de vergoeding voor de activa en passiva die zijn overgedragen en eventueel het overgebleven passiva bezit. Het bestuur van de doelvennootschap kan hiertoe besluiten en de transactie uitvoeren, aangezien het niets meer is dan het aangaan van losse koopovereenkomsten. Dit valt onder het besturen van de vennootschap en is behoudens beperkingen volgens de statuten een bevoegdheid van het bestuur.<sup>145</sup>

Bij de overdracht van de onderneming zijn de bestuursbesluiten onderworpen aan goedkeuring van de AVA.<sup>146</sup> Dit is bij de activa- passiva transactie als uitstootmethode echter veelal slechts een formaliteit aangezien degene die de transactie beoogt tevens meerderheidsaandeelhouder is.

Indien het bestuur van de doelvennootschap niet willend is, in lijn met de wens van de bieder te besluiten en dus tot een activa- passivatransactie over te gaan, heeft de bieder als meerderheidsaandeelhouder in de AVA de mogelijkheid (om te dreigen met) het bestuur 'at will' te ontslaan en vervangen.<sup>147</sup> In geval er sprake van een structuurvennootschap<sup>148</sup> dient de AVA eerst de RvC te ontslaan dan wel vervangen alvorens het tot de afstraffing van het bestuur kan komen.<sup>149</sup>

Na de activa- passivatransactie is de doelvennootschap een *cash box* geworden; de zelfstandige onderneming is er niet meer.<sup>150</sup> De onderneming bevindt zich als gevolg hiervan in het concern van de bieder in een vennootschap zonder minderheidsaandeelhouders. De doelvennootschap dient zichzelf vervolgens te ontbinden zodat het vermogen aan de aandeelhouders kan worden

---

<sup>141</sup> Art. 2:323 BW.

<sup>142</sup> Art. 2:323 lid 4 sub a BW.

<sup>143</sup> Zie hoofdstuk 3 voor informatie over de enquêteprocedure.

<sup>144</sup> Art. 2:129 lid 1 BW.

<sup>145</sup> Idem.

<sup>146</sup> Art. 2:107a lid 1 sub a BW. De statuten kunnen een gekwalificeerde meerderheid vereisen. Zie art. 2:19 BW.

<sup>147</sup> Zie artt. 2:134 lid 1 BW jo. 2:132 lid 1 BW. Zie tevens art. 2:114a lid 1 BW; aandeelhouder(s) die alleen of tezamen 3% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen hebben agenderingsrecht.

<sup>148</sup> Hiermee wordt bedoeld: een grote vennootschap met meer dan 100 werknemers, een eigen vermogen van 16 miljoen of meer en ondernemingsraad. Vgl. art. 2:153 lid 2 BW.

<sup>149</sup> Zie artt. 2:161a BW jo. 2:162 BW.

<sup>150</sup> P.H.C. van Leeuwen, 'De activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode', V&O 2011, afl. 7/8.



uitgekeerd.<sup>151</sup> Zowel het besluit tot de verkoop van alle activa en eventueel passiva als het besluit tot liquidatie moeten worden goedgekeurd door de AVA van de doelvennootschap met een normale meerderheid van stemmen, tenzij de statuten een gekwalificeerde meerderheid vereisen.<sup>152</sup>

Het voordeel van deze alternatieve uitstootregeling is dat men kan 'cherry picken'. Je kan besluiten alleen de activa te kopen, echter is de prijs dan wel een stuk hoger dan wanneer je tevens de passiva overneemt. Het betreft namelijk een koopovereenkomst en dat is een verkrijging onder bijzondere titel.<sup>153</sup> Dit betekent dat alle goederen op een civielrechtelijk correcte manier en daardoor vaak apart moeten worden geleverd. De aparte overdracht is tevens een nadeel, omdat telkens voor ieder goed de specifieke leverings- dan wel overdrachtsvereisten in acht moeten worden genomen. Zo is voor de levering van onroerende zaken een notariële akte vereist, gevolgd door inschrijving in de daartoe bestemde openbare registers<sup>154</sup> en is voor overname van contracten medewerking van de wederpartij vereist.<sup>155</sup> Om die reden kost een activa- passivatransactie dus veel tijd en dus relatief veel geld.

Bij een bedrijfsfusie wordt niet voorzien in een specifieke wettelijke bepaling waarbij een minderheidsaandeelhouder vernietiging van het besluit tot bedrijfsfusie kan vorderen bij de rechter. Wel bestaat beroep op art. 2:15 lid 1 sub b BW open; de algemene bepaling tot vernietiging van een besluit van een orgaan. De minderheidsaandeelhouder kan aanvoeren dat het besluit om alle activa en passiva van de onderneming te verkopen in strijd is met redelijkheid en billijkheid conform art. 2:8 BW.<sup>156</sup> De OK oordeelde dat indien de verkoop van een gehele onderneming of een (substantieel deel van) haar activa, waarmee de onderneming feitelijk verdwijnt, geen instemming geniet van de AVA, het besluit wordt geacht in strijd te zijn met de regels van *corporate governance*.<sup>157</sup> Dit zou immers betekenen dat de toets van de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap<sup>158</sup> niet zou kunnen doorstaan.<sup>159</sup> Indien het besluit tot bedrijfsfusie goedkeuring heeft verkregen door de ((gekwalificeerde) meerderheid in de) AVA, waar veelal sprake van is na een openbaar bod, is het antwoord op de vraag of de minderheidsaandeelhouder een succesvol beroep kan doen op de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW, afhankelijk van het feit of er voldoende rekening is gehouden met de hiervoor beschreven belangen van de minderheidsaandeelhouder. Hier wordt later op teruggekomen.

### §2.2.2.3 - Ruziesplitsing

De meerderheidsaandeelhouder kan na gestanddoening van het bod ook overgaan tot een juridische splitsing. Hierdoor zou het vermogen van de doelvennootschap opgesplitst worden in twee of meer rechtspersonen. Er zijn twee verschillende vormen van juridische splitsing te onderscheiden, namelijk

---

<sup>151</sup> M.J.G.C. Raaijmakers, 'Uitstoting minderheid na gestanddoening van een openbaar overnamebod: inspiratie uit Nederland?', p. 407 in: H. de Wulf & C. van der Elst (red), *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen/Oxford: Intersentia 2008 en P.H.C. van Leeuwen, 'De activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode', *V&O* 2011, afl. 7/8, p. 140.

<sup>152</sup> Artt. 2:107a en 2:19 BW.

<sup>153</sup> Art. 3:80 lid 3 BW.

<sup>154</sup> Art. 3:89 lid 1 BW.

<sup>155</sup> Art. 6:159 lid 1 BW.

<sup>156</sup> Art. 2:15 lid 1 sub b BW.

<sup>157</sup> Hof Amsterdam (OK) 16 november 2005, *JOR* 2006/5, r.o. 3.4. (*Jonker/UMI Beheer BV*).

<sup>158</sup> Zie P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 377.

<sup>159</sup> Hof Amsterdam (OK) 1 februari 2006, *JOR* 2006/122, r.o. 3.3. (*Van der Veldt/Van Baarsen Halfweg BV*).

de zuivere splitsing en de afsplitsing.<sup>160</sup> Bij de zuivere splitsing houdt de splitsende vennootschap op te bestaan en gaat het vermogen van deze rechtspersoon onder algemene titel over op de verkrijgende vennootschappen.<sup>161</sup> Dit kunnen twee of meer bestaande, maar ook twee of meer nieuw opgerichte rechtspersonen zijn. In geval van afsplitsing blijft de oorspronkelijke rechtspersoon in stand en gaat een deel van het vermogen over op andere verkrijgende vennootschappen. Aandeelhouders in de oorspronkelijke vennootschap, worden na de splitsing van rechtswege aandeelhouders van alle verkrijgende rechtspersonen.<sup>162</sup>

De ruziesplitsing is enkel mogelijk in geval van een zuivere splitsing. Als alternatieve uitstootmethode werkt de ruziesplitsing zich als het volgt uit: de meerderheidsaandeelhouder krijgt alle aandelen, en daarmee *full control*, in een rechtspersoon waarin het vermogen dan wel het belang die de meerderheidsaandeelhouder in de voormalige onderneming had, is ondergebracht en waarin naar alle waarschijnlijkheid de activiteiten van de doelvennootschap worden voortgezet. De minderheidsaandeelhouders verkrijgen alle aandelen in een andere rechtspersoon waarin vermogen is ondergebracht dat hen toekomt als redelijke vergoeding voor het aandelenbelang waarover zij beschikten in de splitsende doelvennootschap. De splitsende doelvennootschap zal door het van kracht worden van de splitsing van rechtswege ophouden te bestaan.<sup>163</sup>

In geval van een ruziesplitsing worden de aandeelhouders dus opgesplitst over de verkrijgende vennootschappen.<sup>164</sup> Het besluit tot ruziesplitsing moet worden genomen door de AVA van de splitsende vennootschap met een gekwalificeerde meerderheid van 75% van de uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin 95% van het geplaatst kapitaal is vertegenwoordigd.<sup>165</sup> De reden voor de benaming ruziesplitsing is omdat het aandeelhouders die onderling een conflict hebben de mogelijkheid biedt om de rechtspersoon tussen hen op te verdelen. Het is echter niet zo dat het hebben van een onderling conflict een wettelijk vereiste is om deze procedure te mogen volgen.<sup>166</sup>

Voorafgaand aan een ruziesplitsing dient er eerst door de besturen van de partijen bij de splitsing een splitsingsvoorstel te worden opgesteld.<sup>167</sup> Deze vermeldt onder andere de verdeling van de vermogensbestanddelen en de aandeelhouders over de verkrijgende vennootschappen en de ruilverhouding van de aandelen.<sup>168</sup> Deze moet vervolgens openbaar worden gemaakt.<sup>169</sup> Net als bij de juridische (driehoeks)fusie is de accountantsverklaring onderdeel van het voorstel. Hierin moet de accountant verklaren of de voorgestelde ruilverhouding van de aandelen naar zijn oordeel billijk is.<sup>170</sup> Vervolgens dient dus de AVA het splitsingsbesluit goed te keuren door middel van de bovengenoemde vereisten; de gekwalificeerde meerderheid en het quorumvereiste. Een dergelijk besluit kan dus niet net als bij de andere alternatieve uitstootmethodes doorgedrukt door middel van goedkeuring van de AVA waarin maar net een meerderheid van het geplaatst kapitaal is

---

<sup>160</sup> Art. 2:334a lid 1 BW.

<sup>161</sup> Art. 2:334a lid 2 BW.

<sup>162</sup> Art. 2:334e lid 1 BW.

<sup>163</sup> Art. 2:334c lid 1 BW.

<sup>164</sup> Art. 2:334cc lid 1 BW.

<sup>165</sup> Art. 2:334cc lid 1 sub d BW jo art. 2:334m BW.

<sup>166</sup> G. van Solinge, 'Ruziesplitsing', p. 67 in A.F.J.A. Leijten, L. Timmerman, J.H.M. Willems, R.A.A. Duk, G. van Solinge, P.J. Dortmond en O.L.O. de Witt Wijnen, *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000.

<sup>167</sup> Art. 2:334f lid 1 BW.

<sup>168</sup> Art. 2:334f jo. 2:334y jo. 2:334cc BW.

<sup>169</sup> Art. 2:334h BW.

<sup>170</sup> Art. 2:334aa BW.

vertegenwoordigd. Wanneer meer dan 5% van de aandeelhouders niet op de AVA verschijnt, kan al niet worden besloten tot een ruziesplitsing. Dit maakt dat in principe 95% van de aandeelhouders het eens moeten zijn met betrekking tot de ruziesplitsing. Ruziesplitsing kan dus enkel plaatsvinden indien er overeenstemming is bereikt met de minderheidsaandeelhouders. De minderheidsaandeelhouder zal niet tot een overeenstemming komen indien er een ruilverhouding wordt geboden die hun waardeperceptie van de aandelen niet reflecteert. Dit maakt ook dat de ruziesplitsing vaak enkel kan plaatsvinden indien de bidder 95% van het geplaatst kapitaal tot zijn beschikking heeft. Het is echter nog maar de vraag of een bidder sowieso een uitstoting door middel van een ruziesplitsing beoogd, wanneer er ook de mogelijkheid is tot een juridische (driehoeks)fusie. Bij gebruikmaking van laatstgenoemde hoeft immers geen aparte vennootschap te worden opgericht.

De minderheidsaandeelhouders die zich door middel van besluit tot ruziesplitsing bekneld en onjuist bejegend voelen, beschikken, net als bij een besluit tot een juridische (driehoeks)fusie over een specifieke wettelijke regeling die hen de mogelijkheid geeft een vordering in te stellen bij de rechter om het besluit tot een ruziesplitsing te vernietigen.<sup>171</sup> Ook bij deze vordering zijn er slechts beperkte en limitatief opgesomde vernietigingsgronden aanwezig die de bidder de mogelijkheid geven om zijn verzuim te herstellen waardoor de ruziesplitsing niet vernietigd wordt door de rechter.<sup>172</sup> Tevens beschikt de minderheidsaandeelhouder ook hier over de algemene vernietigingsregeling van art. 2:15 BW.

### **§2.3 - Voorkeur voor alternatief van uitkoop- uitstootregeling?**

De alternatieve uitstootmethodes zijn van origine ontwikkeld als alternatief voor wanneer niet aan voorwaarden van de wettelijke uitkoopregelingen wordt voldaan. Deze alternatieve uitstootmethodes kunnen echter tevens worden gebruikt indien dit simpelweg de voorkeur heeft boven de wettelijke uitkoopregelingen.

De wettelijke uitkoopregelingen komen grotendeels overeen en zien er ogenschijnlijk eenvoudig uit. De voorwaarden en regels omtrent de gedwongen overdracht worden slechts in grove lijnen omschreven. Het ontbreken van een gedetailleerde uitwerking zorgt niet enkel voor flexibiliteit, echter tevens voor complexiteit. Zo heeft de rechter onder andere de vrijheid om zijn standpunt aan te passen aan de veranderende normen in de praktijk omtrent de waardering van aandelen.<sup>173</sup> Dit kan voordelig zijn, echter dit staat tevens op gespannen voet met het rechtszekerheidsbeginsel. Bovendien zorgt de onduidelijkheid ook regelmatig tot vertraging van de procedure, omdat men niet weet wat men behoort te doen en zo bijvoorbeeld verkeerde stukken inlegt waardoor de OK de uitkoper in de gelegenheid moet stellen om alsnog de juiste in te leggen.<sup>174</sup> De regelingen worden om die reden dan ook als tijdrovend beschouwd. Aangezien de kosten van het geding veelal voor rekening van de uitkoper komen<sup>175</sup>, worden ze tevens als kostbaar beschouwd.

---

<sup>171</sup> Art. 2:334u BW.

<sup>172</sup> Art. 2:334u lid 4 sub a BW.

<sup>173</sup> Zie hoofdstuk 5.

<sup>174</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van de Minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 9.3.2.

<sup>175</sup> De OK ingevolge art. 2:92a lid 6 en art. 2:359c lid 7 BW ten aanzien van de kostenveroordeling een discretionaire bevoegdheid. Zie HR 11 september 1996 (ro. 4.7), *NJ* 1997/176; *JOR* 1996/113 (*Nationale Nederlanden*). Uitzondering is dat een gedaagde die niet verschijnt of geen verweer voert, niet in de kosten van het geding kan worden veroordeeld. In de meeste gevallen veroordeelt de OK in de procedures op tegenspraak iedere partij tot betaling van haar eigen kosten. Enkel

De reden voor de bidder om alternatieve uitstootmethoden te prefereren boven de wettelijke uitkoopregelingen betreft de ex ante toetsing van de billijke prijs door de rechter. Bij de wettelijke regelingen toetst de OK ambtshalve of aan de vereisten voor uitkoop is voldaan en stelt zelfstandig de prijs voor de over te dragen aandelen vast. Dit betreft een waarborg ter bescherming van de minderheidsaandeelhouder. Deze ex ante justitiële toetsing van het besluit door de OK kan (mede door de onduidelijkheid van de regelingen) ongunstig zijn voor de bidder. De besluiten met betrekking tot (uitvoering van) alternatieve methodes behoeven in beginsel geen tussenkomst van een rechter. De alternatieve uitstootmethoden zijn om die reden vaak sneller en goedkoper dan de wettelijke uitkoopregelingen. De alternatieven zijn tevens met minder waarborgen voor de minderheidsaandeelhouder omkleed dan de uitkoopregelingen. Echter indien de OK de vordering goedkeurt waarbij de waarborgen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders in ogenschouw zijn genomen, staat er slechts nog een beroep in cassatie open tegen de uitspraak.<sup>176</sup> Er zal met betrekking tot de keuze tussen de uitkoopregelingen dan wel uitstootmethoden een afweging moeten worden gemaakt. In sommige gevallen kiest men voor gebruik van beide. Zo kan de bidder eerst een alternatieve uitstootmethode inzetten om het relatieve aandelenbelang van de minderheidsaandeelhouders te doen verwateren om zo alsnog gebruik te kunnen maken van de wettelijke uitkoopmethodes.

#### **§2.4 - Tussenconclusie**

Bij een openbaar bod richt de overnemende partij zich tot de individuele aandeelhouders van een beursvennootschap, die hun aandelen kunnen aanmelden onder het bod. Deze mogelijkheid tot overname biedt echter geen garantie dat (alle) aandeelhouders hun aandelen daadwerkelijk verkopen. Het staat de aandeelhouders van de doelvennootschap namelijk vrij om zelfstandig een belangafweging te maken die tot gevolg kan hebben dat zij, om welke reden dan ook, niet hun aandelen onder het openbaar bod aanmelden. Na een succesvol bod dat gestand is gedaan, kunnen er dan ook nog minderheidsaandeelhouders aanwezig zijn. Deze minderheidsaandeelhouders zorgen voor *nuisance value*; met andere woorden, ze brengen kosten mee voor de bidder die meerderheidsaandeelhouder is geworden. De wetgever biedt de bidder de mogelijkheid om op een effectieve wijze de negatieve waarde weg te werken. Deze wettelijke uitkoopprocedures<sup>177</sup> vormen echter niet voor alle gevallen een oplossing. Zo dient degene die zich erop beroept minimaal 95% van de aandelen tot zijn beschikking te hebben. Voor de gevallen waarin de toepasbaarheid van de door de wetgever aangereikte instrumenten is uitgesloten dan wel niet wenselijk is, zijn er in de praktijk alternatieve uitstootmethodes ontwikkeld. Om hiervan gebruik te kunnen maken dient er echter wel aan de in de jurisprudentie ontwikkelde voorwaarden te worden voldaan. In het volgende hoofdstuk zal de andere kant van de medaille worden onderzocht en zal worden bekeken hoe de minderheidsaandeelhouders beschermd zijn bij deze (alternatieve) uitstootmethodes.

---

in sommige zaken waarin de gedaagde in het ongelijk is gesteld, heeft de OK de gedaagde veroordeelt in de kosten van het geding. Zie Hof Amsterdam (OK) 5 oktober 2010, *JOR* 2011/212 (*Schuitema*); Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/196 (*ABN Amro*).

In verstekzaken blijf een veroordeling van proceskosten achterwege. Deze kosten van het deskundigen onderzoek komen voor rekening van de uitkoper. Zie: T. Salemink, 'Uitkoop van de Minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 10.2.2.c.

<sup>176</sup> Art. 2:92a lid 2 BW en art. 2:359c lid 4 BW.

<sup>177</sup> Artt. 2:359c en 2:92a BW.

### 3. De positie van minderheidsaandeelhouders in de nasleep van het openbaar bod

*In dit hoofdstuk wordt de positie van minderheidsaandeelhouders geanalyseerd. De overgebleven minderheidsaandeelhouders na gestanddoening van een openbaar bod kunnen namelijk kwetsbaar zijn. Hoewel controlerende aandeelhouders op de lange termijn vaak in het belang van de minderheidsaandeelhouders kunnen handelen, bestaat er namelijk altijd het risico dat er zich situaties voordoen waarin de belangen van de controlerende aandeelhouder niet in lijn zijn met de belangen van de minderheidsaandeelhouders. In het vorige hoofdstuk is besproken dat de controlerende aandeelhouder na gestanddoening van een openbaar bod, in bepaalde gevallen, de minderheid kan uitstoten door middel van de uitkoop-/uitstootregeling<sup>178</sup> of alternatieve uitstootmethodes. Hierbij rijst de vraag welke waarborgen de huidige wet- en regelgeving<sup>179</sup> en jurisprudentie de minderheidsaandeelhouder biedt om zijn positie ten opzichte van de meerderheidsaandeelhouder te beschermen.*

*In dit hoofdstuk worden allereerst de interne verhoudingen binnen een beursgenoteerde onderneming geschetst. Wat is de positie van de aandeelhouder, de RvC en het bestuur? Vervolgens zullen de rechten van minderheidsaandeelhouders zowel in het algemeen als in het kader van (de nasleep van) het openbaar bod worden onderzocht.*

#### §3.1 - Interne verhoudingen beursgenoteerde vennootschappen

De HR heeft de interne verhoudingen van beursvennootschappen al volgt kort omschreven:

*“Het bepalen van de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur, de RvC houdt daarop toezicht en de AVA kan haar opvattingen tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten”.*<sup>180</sup>

Adequaat toezicht bij grote ondernemingen is sinds jaar en dag een belangrijk thema.<sup>181</sup> De *separation of ownership and control*, veroorzaakt door de grote aantallen aandeelhouders waardoor het besturen van de vennootschap voor hen niet tot de mogelijkheden behoort<sup>182</sup>, ligt daaraan ten grondslag.<sup>183</sup> De meerderheid van de beursvennootschappen zijn grote ondernemingen met een wijdverspreid aandelenkapitaal.<sup>184</sup> De aandeelhouders kennen er elkaar in de regel niet en geven

---

<sup>178</sup> Art. 2:92a BW (uitkoopregeling) en art. 2:359c BW (uitstootregeling).

<sup>179</sup> Boek 2 BW, de Nederlandse CGC en de Wft.

<sup>180</sup> HR 13 juli 2007, JOR 2007/178, r.o. 4.3. (ABN AMBRO).

<sup>181</sup> Paul Frentrup, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, Corporate Governance 1602-2002*, Amsterdam: Prometheus 2002; M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005/8, p. 252 e.v.

<sup>182</sup> Zouden de constant wisselende aandeelhouders de dagelijkse leiding hebben, dan zou dit ervoor zorgen dat de beursvennootschap stuurloos wordt doordat besluiten zullen worden genomen door toevallige meerderheden.

<sup>183</sup> S.M. Bartman, A.F.M. Dorresteyn en M. Olaerts, *Van het Concern*, Deventer: Kluwer 2016, p. 99.

<sup>184</sup> Het aandeelhouderschap in beursgenoteerde vennootschappen wordt echter steeds geconcentreerder. Zie Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, Position Paper d.d. 28 juni 2016, p. 4. <sup>184</sup> A. Berle & G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmil Lan 1932, New York. Berle & Means zagen een geconcentreerd aandeelhouderschap als een goed monitoringsmechanisme van het bestuur. Het zou 'the separation of ownership and control' verkleinen. Het helpt mijn inziens inderdaad de belangen en conflicten tussen het bestuur en de aandeelhouders te verkleinen, echter het helpt niet de aandeelhouders die niet tot de controlerende aandeelhouders behoren. Om deze reden zijn er dus nog extra waarborgen nodig om de minderheidsaandeelhouder te beschermen.

deze heterogeniteit tussen de aandeelhouders is het onmogelijk voor hen om de strategie en het beleid van de beursvennootschap te bepalen.<sup>185</sup>

### §3.1.1 - Positie bestuur

Met het oog op de continuïteit van de beursvennootschap dan wel het vennootschappelijk belang, is er in de wetgeving gekozen voor het uitgangspunt van de bestuursautonomie.<sup>186</sup> Dat betekent dat het bestuur in beginsel de bevoegdheid heeft zelfstandig zijn taak en bevoegdheden die door de wet en statuten aan het bestuur zijn toegekend, uit te oefenen. De wettelijke toebedeelde taak van het bestuur houdt in dat het bestuur gehouden is tot het besturen van de onderneming<sup>187</sup>. Dit betekent dat het bestuur zelfstandig de strategie en het beleid van de vennootschap kan bepalen.<sup>188</sup> Doet het bestuur dat niet of niet naar goeddenken dan kan het bestuur 'at will' door de AVA dan wel RvC worden ontslagen.<sup>189</sup> Aangezien 'the separation of ownership and control' bij beursvennootschappen zeer groot kan zijn en aandeelhouders inhoudelijk weinig tegenspel (kunnen) bieden aan de ondernemingsleiding, vormt (dreiging met) dit controle mechanisme dus een waarborg voor de AVA om het bestuur rekening met hen te laten houden dan wel in lijn met hun wensen te laten handelen en de kans op *moral hazard*<sup>190</sup> te verkleinen.

### §3.1.2 - Positie RvC

Indien er sprake is van een structuurvennootschap<sup>191</sup> dient de AVA eerst de RvC te ontslaan en vervangen<sup>192</sup> alvorens het tot de afstraffing van het bestuur kan komen.<sup>193</sup> Ook bij gewone beursvennootschappen is het de AVA die beschikt over de bevoegdheid de RvC te benoemen en te ontslaan<sup>194</sup>, echter hier kan de AVA tevens het bestuur (rechtstreeks) benoemen en ontslaan.<sup>195</sup>

De RvC heeft tot taak toezicht te houden op en advies te geven over het beleid van het bestuur, de algemene gang van zaken van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hierbij richten zij zich op het vennootschappelijk belang van de onderneming.<sup>196</sup> Hieronder vallen ook de belangen van de minderheidsaandeelhouders.<sup>197</sup> Enkel natuurlijke personen kunnen lid zijn van de

---

<sup>185</sup> Dit is niet het geval indien er sprake is van een aandeelhouder met controlerende zeggenschap.

<sup>186</sup> Art. 2:129 lid 1 BW.

<sup>187</sup> Art. 2:129 lid 1 BW.

<sup>188</sup> Art. 2:129 lid 4 BW staat toe dat de statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar aanwijzingen van de AVA die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen. Dit kan een beursvennootschap met een (controlerende) meerderheidsaandeelhouder een mogelijkheid geven om van het uitgangspunt van bestuursautonomie af te wijken. Zie art. 2:121 BW. Het betreft echter wel enkel de algemene aanwijzingen. Concrete aanwijzingen kunnen nog steeds niet worden gegeven.

<sup>189</sup> Artt. 2:134 lid 1 BW jo. 2:132 lid 1 BW en 2:161a BW.

<sup>190</sup> S.J. van den Nieuwenhuijzen, J.G.C.M. Galle en A.B.M. Soppe, 'Shareholder Management- Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?', *TvOB* 2010/1, p. 10.

<sup>191</sup> Hiermee wordt bedoeld: een grote vennootschap met meer dan 100 werknemers, een eigen vermogen van 16 miljoen of meer en een ondernemingsraad. Vgl. art. 2:153 lid 2 BW.

<sup>192</sup> Zie art. 2:161 lid 1 BW.

<sup>193</sup> Zie artt. 2:161a BW jo. 2:162 BW. Hier is het de RvC die het bestuur kan ontslaan.

<sup>194</sup> Indien er bij statuten is vastgesteld dat er een RvC is. Zie art. 2:140 lid 1 BW.

<sup>195</sup> Zie artt. 2:142 lid 1 BW en 2:144 lid 1 BW.

<sup>196</sup> Art. 2:140 lid 2 BW.

<sup>197</sup> Zie §3.2.2 en §3.2.3.

RvC.<sup>198</sup> Bij een gewone vennootschap kan een RvC bestaan uit slechts één persoon, terwijl bij een structuurvennootschap deze uit ten minste 3 personen moet bestaan.<sup>199</sup>

In de Nederlandse CGC is voor beursvennootschappen een concrete invulling gegeven aan de taak van de RvC en tevens wat van de individuele commissarissen verlangd mag worden. Er is bepaald dat er maximaal één afhankelijk persoon in de RvC mag zitten; de rest dient onafhankelijk te zijn.<sup>200</sup> De onafhankelijkheidscriteria geven aan dat de RvC onder andere onafhankelijk dient te zijn van de meerderheidsaandeelhouders. Hiermee wordt getracht te positie van de minderheidsaandeelhouders te waarborgen.

Sinds de inwerkingtreding van de Wet Bestuur en Toezicht in 2013<sup>201</sup> beschikken vennootschappen over de optie van een monistisch bestuursmodel, ook wel een *one-tier board*<sup>202</sup> genoemd. Hierbij ligt de verantwoordelijkheid van het houden van toezicht op en het geven van advies aan het bestuur niet bij de RvC, zoals het geval bij het klassieke *two-tier* model, maar wordt deze opgedragen aan één of meer niet-uitvoerende bestuurders. Zij zijn in één orgaan verenigd met de uitvoerende bestuurders.<sup>203</sup>

### §3.1.3 - Positie AVA

Aan de AVA zijn alle bevoegdheden toebedeeld die niet aan het bestuur zijn toebedeeld, binnen de door de wet en statuten gestelde grenzen.<sup>204</sup> Tevens heeft de AVA het zeggenschapsrecht over hele belangrijke beslissingen, ook wel kernbesluiten genoemd. Deze besluiten vallen in twee categorieën uiteen. Ten eerste omvat het besluiten die de structuur en inrichting van de beursvennootschap wezenlijk veranderen.<sup>205</sup> Daarnaast heeft de wetgever de AVA het goedkeuringsrecht toebedeeld met betrekking tot bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming.<sup>206</sup>

### §3.1.4 - Tweede agency-probleem

Pagano en Röell<sup>207</sup> merkte op dat bij beursvennootschappen waarbij een geconcentreerder aandeelhoudersstructuur is<sup>208</sup>, het belangenconflict voornamelijk is gelegen tussen de controlerende aandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders en minder tussen het aangenomen bestuur en de inactieve houding van de aandeelhouders. Dit belangenconflict doet zich dan ook voor na een

---

<sup>198</sup> Art. 2:140 lid 1 BW.

<sup>199</sup> Art. 2:158 lid 2 BW.

<sup>200</sup> Voor de criteria zie Best practice bepaling III.2.1 jo. III.2.2 NCGC. Zie par. 3.2.5 *Nederlandse Corporate Governance code*.

<sup>201</sup> Wet van 6 juni 2011, *Stb.* 2012, nr. 275.

<sup>202</sup> Artt. 2:129a BW en 2:164a BW.

<sup>203</sup> Een voordeel van een *one-tier board* kan zijn dat door de nauwere connectie tussen alle bestuurders, de niet-uitvoerende bestuurders sneller en beter geïnformeerd worden, waardoor ze beter toezicht kunnen houden. Tevens zou besluitvorming er beter en efficiënter van kunnen worden. Als nadeel zou kunnen worden beschouwd, dat door de nauwere samenwerking, de niet-uitvoerende bestuurders onvoldoende afstand kunnen nemen van het dagelijks bestuur, wat dus conflicteert met hun taak als toezichhouders.

<sup>204</sup> Art. 2:107 lid 1 BW.

<sup>205</sup> Bijv. de opsplitsing van Philips.

<sup>206</sup> Art. 2:107a lid 1 BW. Vgl. HR *ABN AMRO/VEB*.

<sup>207</sup> Pagano and Röell, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public", *The Quarterly Journal of Economics* 1998/113, 187–188.

<sup>208</sup> De laatste jaren is er een toename van concentratie in aandeelhoudersstructuur bij Nederlandse beursvennootschappen waar te nemen. Zie Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, Position Paper d.d. 28 juni 2016, p. 3.

geslaagd openbaar bod waarbij de bieder vaak meerderheidsaandeelhouder is geworden. Armour, Hansmann en Kraakman<sup>209</sup> leggen dit zogenoemde ‘*tweede agency-probleem*’ als volgt uit. Het belangenconflict is hier gelegen tussen *insiders* (lees: controlerende aandeelhouder(s) en bestuurders) en *outsider* (lees: minderheidsaandeelhouders) van de vennootschap. Het agency probleem begint doordat een partij (de aandeelhouders) afhankelijk is van de (rechts)handelingen genomen door een andere partij (het bestuur). Het probleem hierbij is dat het bestuur (die veelal handelt naar de wensen van de controlerende aandeelhouders in de AVA) gemotiveerd dient te worden in het belang van álle aandeelhouders te handelen en niet enkel in hun eigen belang handelen. In situaties waarbij er een controlerende aandeelhouder is die het beleid en de structuur van de onderneming al dan niet indirect door kan drukken, dienen er dus waarborgen te zijn die specifiek de minderheidsaandeelhouders beschermen.

Een belangrijk probleem dat dient te worden opgelost, is de informatieasymmetrie die bestaat tussen de insider en de outsider. Een waarborg ter bescherming van beleggers in effecten van uitgevende ondernemingen in het stelsel van de Wft berust op het ‘federale’ Europese effectenrecht.<sup>210</sup> De kern wordt gevormd door een geïntegreerd *disclosure*stelsel onder overheidstoezicht.<sup>211</sup> Door middel van *disclosure* legt het bestuur namelijk verantwoording af aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en de strategie. Het strekt ertoe een ‘juiste’ koersvorming op de kapitaalmarkt tot stand te brengen en beleggers in die markt door de algemene terbeschikkingstelling van informatie omtrent de beursvennootschap in staat te stellen tot beleggingsbeslissingen op basis van de bekendgemaakte en in de beurskoers verwerkte informatie.<sup>212</sup>

Kuipers en Van der Krans pleiten ervoor dat minderheidsaandeelhouders meer informatie verkrijgen bij het openbaar bod.<sup>213</sup> Minderheidsaandeelhouders zouden een zorgvuldig afgewogen besluit kunnen nemen over het al dan niet ingaan op een openbaar bod, indien de bieder verplicht wordt volledig transparant te zijn in het biedingsbericht omtrent een concreet te volgen stappenplan na een eventuele gestanddoening van het openbaar bod. Hiermee wordt bedoeld dat in ieder geval 1) de vermoedelijk toe te passen (alternatieve) uitstootmethode, 2) de maatregelen die de bieder treft ter waarborging van de minderheidsaandeelhouders en andere stakeholders en 3) de wijze waarop een billijke vergoeding na een eventuele uitstoting zal worden vastgesteld, dienen te worden

---

<sup>209</sup> J. Armour, H. Hansmann, en R. Kraakman, ‘Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement’, *ECGI* 2009, p.3.

<sup>210</sup> Zie de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG, Pb L 345 van 4 november 2003, gewijzigd bij Richtlijn 2010/73/EG en RL 2010/78/EU en de Prospectusverordening (EG) 809/2004, Pb L 149 van 29 april 2004, laatstelijk gewijzigd bij Gedelegeerde verordening (EU) 862/2012, Pb L 256 van 4 juni 2012, voorts de Richtlijn 2001/34/EG, Pb L 184 van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, verder de Transparantierichtlijn 2004/109/EG, Pb L 390, laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2013/50/EU van 22 oktober 2013, Pb L 294, de Richtlijn Marktmissbruik 2003/6/EG van 28 januari 2003, Pb L96/16, laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2010/78/EU, Pb 331/120 van 24 november 2010 en de IAS-Verordening 1606/2002 van 19 juli 2002, Pb L 243/1, gewijzigd bij Verordening 297/2008, Pb 97/62 van 11 maart 2008. Zie over de totstandkoming daarvan C.M. Grundmann-Van de Krol, *Koersen in de mist: op weg naar transparante wetgeving?*, Den Haag: Bju 2010, p. 13-43.

<sup>211</sup> In Nederland vindt het toezicht op de naleving van de biedingsregels plaats door de AFM. De AFM beschikt over eigen bevoegdheden en sancties. De AFM kan de handel stoppen, de bekendmaking of een ‘*restatement*’ van informatie gebieden respectievelijk, als het de jaarstukken betreft, vorderen bij de OK (art. 2:448 lid 2 BW). De AFM houdt ook effectenrechtelijk toezicht op het verloop van openbare biedingen (art. 5:74-83 Wft en de nadere regels in het Besluit openbare biedingen Wft, zoals art. 5 lid 4 Bob Wft).

<sup>212</sup> Zie nader over de rechtseconomische uitgangspunten, zoals de *Efficient Capital Market Hypothesis*, die daaraan ten grondslag liggen. J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht*, Deel 74, Deventer: Kluwer 2010, p. 247 e.v.

<sup>213</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, ‘De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod’, *O&F* 2014/22, p. 45.



vermeld. Momenteel is dit nog niet wettelijk verplicht. Enkel is in jurisprudentie<sup>214</sup> geoordeeld dat een alternatieve uitstootmethode redelijkheid en billijkheid mist indien de bieder zijn voornemens daartoe niet voldoende kenbaar heeft gemaakt middels het biedingsbericht.<sup>215</sup> Ter vermindering van het *tweede agency probleem* en ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders dient mijns inziens het *disclosurestelsel* op deze manier wettelijk te worden aangevuld. Deze wettelijke aanvullingen zouden kunnen voorkomen dat aandeelhouders op grond van onjuiste of onvolledige informatie niet op het bod ingaan, wat dus tevens in het belang is van de bieder dan wel doelvennootschap.

### **§3.2 - Huidige waarborgen ter bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouder**

De minderheidsaandeelhouders hebben binnen een beursvennootschap geen benijdenswaardige positie. Het wettelijk uitgangspunt is namelijk dat besluiten binnen de AVA worden genomen bij de vereiste meerderheid van de uitgebrachte stemmen.<sup>216</sup> De minderheid heeft zich hierbij neer te leggen. De meerderheid kan hierdoor beslissingen forceren en het beleid van de onderneming naar zijn hand zetten.<sup>217</sup> Dit betekent echter niet dat de minderheidsaandeelhouders geen enkele invloed toekomt.

#### **§3.2.1 - Zeggenschapsrechten (incl. besluitvorming, spreekrecht & informatierecht) en dividendrecht**

Minderheidsaandeelhouders beschikken over bepaalde zeggenschapsrechten. Er moet een fysieke AVA plaatsvinden<sup>218</sup> wanneer er sprake is van minderheidsaandeelhouders en iedere aandeelhouder dient te worden opgeroepen.<sup>219</sup> Tevens behelst het zeggenschapsrecht een spreekrecht wat inhoudt dat de minderheidsaandeelhouder, die ten minste 3% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt, bevoegd is tot het verzoeken een bepaald onderwerp in behandeling te nemen.<sup>220</sup>

Een andere belangrijke waarborg behelst het recht van aandeelhouders op het verkrijgen van alle verlangde inlichtingen van het bestuur en de RvC, tenzij een zwaarwegend belang van de vennootschap zich daartegen verzet.<sup>221</sup> Het informatierecht houdt in dat de minderheidsaandeelhouder recht heeft op zodanige informatie die hij nodig acht om tot een afgewogen besluit te komen vóór het gebruik van zijn stemrecht. De onderneming moet hem deze informatie verstrekken. Dit vraagrecht is van openbare orde en mag dus niet worden beperkt door statuten of door een besluit van de AVA. Het vraagrecht kan op de gewone, buitengewone en bijzondere algemene vergadering worden uitgeoefend. Een minderheidsaandeelhouder doet er verstandig aan hierom steeds te vragen en de verstrekte informatie kritisch te beoordelen. Als belangrijke informatie ontbreekt of verstrekte informatie te summier is, kan hij om nadere informatie vragen. Als het niet wordt verschaft, kan hij de rechter vragen het bestuursorgaan te bevelen deze informatie te verstrekken en de rechter zelfs verzoeken om het voorgestelde besluit te

---

<sup>214</sup> Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174 (*Vendex/KBB*).

<sup>215</sup> G.C. Meijer, 'Over de juridische fusie na een openbaar bod', *V&O* 2005/10, p. 166.

<sup>216</sup> Art. 2:120 lid 1 BW.

<sup>217</sup> Voorbeelden zijn: het benoemen, ontslaan en belonen van bestuurders, vaststellen van de jaarrekening, begroting en strategie, het uitgeven van nieuwe aandelen waardoor verwatering op kan treden, het vele jaren niet uitkeren van dividend, et cetera.

<sup>218</sup> Art. 2:108 BW. Besluitvorming van de AVA buiten vergadering is niet mogelijk.

<sup>219</sup> Art. 2:128 BW en art. 2:113 lid 1 BW.

<sup>220</sup> Art. 2:114a lid 1 BW.

<sup>221</sup> Art. 2:107 lid 2 BW.

schrappen van agenda van de AvA of indien het besluit eenmaal genomen is en het vraagrecht is miskent, wat een vormgebrek is, het besluit van de AVA te vernietigen.<sup>222</sup>

Tevens beschikken aandeelhouders over individuele financiële rechten zoals het recht op dividend<sup>223</sup> en het recht om te delen in het liquidatiesaldo<sup>224</sup>. Voor zover bij de statuten<sup>225</sup> niet anders is bepaald, komt de winst ten goede aan de aandeelhouders.<sup>226</sup> De statuten kunnen bepalen dat de winst geheel of gedeeltelijk ten behoeve van de aandeelhouders wordt gereserveerd.<sup>227</sup> De HR heeft echter de verplichting opgelegd voor de meerderheidsaandeelhouder tot het betalen van een redelijk dividend aan de minderheidsaandeelhouder.<sup>228</sup> Dit maakt het doen van uitkeringen zonder dat de minderheidsaandeelhouder daarvan mee profiteert dan wel onmogelijk, in het arrest *KLM/Air France*<sup>229</sup> heeft de HR aangetoond zeer terughoudend te zijn om te treden in de ondernemersvrijheid met betrekking tot het bepalen van het dividendbeleid. Indien het bestuur aangeeft en kan aantonen dat het niet uitkeren van dividend ter versterking is van de reserves naar redelijkheid en billijkheid en dat daarbij alle belangen zijn afgewogen, zal er niet in strijd zijn gehandeld met het in de volgende paragraaf te behandelen art 2:8 lid 1 BW en zal het besluit tot reservering van het dividend niet voor vernietiging ex art. 2:15 lid 1 sub b BW in aanmerking komen.<sup>230</sup> De OK heeft echter wel een bijzondere *zorgplicht* opgelegd aan (het bestuur van) de vennootschap ter bescherming van de minderheidsaandeelhouder. Deze zorgplicht wordt aangescherpt wanneer het bestuur zijn positie combineert met die van meerderheidsaandeelhouder. Deze zorgplicht behelst de afweging tussen het belang van voldoende solvabiliteit van de dochtervennootschappen en het belang van de minderheidsaandeelhouder bij een redelijk dividend. De OK heeft daarbij bepaald dat “*het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een reserveringsbeleid in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn*”.<sup>231</sup> Al met al kunnen minderheidsaandeelhouders door het dividendbeleid van de meerderheidsaandeelhouders in de knel geraken, zeker wanneer hen geen exit door middel van een uitstootmethode wordt geboden.

### §3.2.2 - Redelijkheid en billijkheid.

Art. 2:8 lid 1 BW omvat de verplichting dat een rechtspersoon en degenen die erbij betrokken zijn, zich ten opzichte van elkaar moeten gedragen naar de eisen van redelijkheid en billijkheid. Deze verplichting geldt dus ook voor aandeelhouders onderling. Op grond van de eisen van redelijkheid en billijkheid rust op de meerderheidsaandeelhouder en op de rechtspersoon een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens de minderheidsaandeelhouders.<sup>232</sup> Verder is bepaald dat een NV de aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze moet behandelen.<sup>233</sup> Aandeelhouders mogen derhalve niet onevenredig of willekeurig worden behandeld. Het bestuur

<sup>222</sup> F. Eikelboom, ‘Informatierechten als strijdmiddel in aandeelhoudersconflicten’, *Bb* 2017/64, p. 214.

<sup>223</sup> Art. 2:105 BW.

<sup>224</sup> Art. 2:23b lid 1 BW.

<sup>225</sup> Art. 2:121 lid 1 BW. Uitgangspunt is dat de AVA bevoegd is de statuten te wijzigen.

<sup>226</sup> Art. 2:105 lid 1 BW.

<sup>227</sup> Art. 2:105 lid 10 BW.

<sup>228</sup> HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461 (*VEB/KLM*).

<sup>229</sup> HvJ EU 23 december 2015, C-250/14 (*Brit Air/Air France-KLM*).

<sup>230</sup> HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461 (*VEB/KLM*).

<sup>231</sup> Hof Amsterdam (OK) 24 april 2003, *JOR* 2003/166 (*EMBA I*).

<sup>232</sup> HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461 (*VEB/KLM*) en HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Cancun*).

<sup>233</sup> Art. 2:92 lid 2 BW.

dient aldus rekening dienen te houden met de belangen van de minderheidsaandeelhouder en deze belangen niet onnodig of onevenredig te schaden ten gunste van de meerderheidsaandeelhouder. De RvC heeft tot taak toezicht te houden op transacties en te beoordelen of deze *at arm's length*<sup>234</sup> zijn.<sup>235</sup>

Misbruik maken van meerderheidsmacht en misbruik van bevoegdheid ex art. 3:13 lid 2 BW is de te hanteren ondergrens bij deze belangenafweging. Indien de zorgvuldigheidsplicht niet naar behoren wordt nageleefd, kan de minderheidsaandeelhouder naar de rechter gaan om de genomen besluiten te laten vernietigen of de meerderheidsaandeelhouder en de onderneming op andere wijze tot de orde roepen.<sup>236</sup>

In het arrest *Willemsen/Nom* is geoordeeld dat om van bestuurdersaansprakelijkheid tegenover een individuele aandeelhouder te kunnen spreken, er naast het in strijd handelen met art. 2:8 lid 1 BW, moet worden voldaan aan de verhoogde drempel van art. 2:9 BW. Art. 2:9 BW omvat de verplichting van bestuurders om hun taak behoorlijk uit te voeren. Een bestuurder kan aansprakelijk worden gesteld indien hij zijn taak niet behoorlijk uitvoert en hem tevens een ernstig verwijt kan worden gemaakt.<sup>237</sup> Dit is in lijn met het principe van de bestuursautonomie. Bij de beoordeling of de bestuurder een ernstig verwijt treft, moeten alle omstandigheden van het geval worden betrokken. Van ernstige verwijtbaarheid is slechts sprake bij opzet of bewuste roekeloosheid. Deze situaties zullen zich minder snel voordoen en ook het handelen naar het belang van de controlerend aandeelhouder zal hier niet onder vallen. Aansprakelijkheid op grond van art. 2:9 BW is dus vooral een ultimum remedium.

Het uitgangspunt is dat bij ernstig verwijtbaar onbehoorlijk bestuur van één of meerdere bestuurders, ze allen hoofdelijk (voor het geheel) aansprakelijk zijn. Een bestuurder mag echter aantonen dat hem geen ernstig verwijt treft, mede gelet op de aan anderen toebedeelde taken.

### §3.2.3 - Vennootschappelijk belang & geen tegenstrijdig belang

Een andere waarborg is dat bestuurders en commissarissen zich bij de vervulling van hun taak dienen te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zij dienen daartoe de in aanmerking komende belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen af te wegen.<sup>238</sup> Dit vennootschappelijk belang is een uitwerking van de institutionele benadering<sup>239</sup> die

---

<sup>234</sup> Dit betekent dat er wordt gekeken of de transactie marktconform is.

<sup>235</sup> Op basis van bijvoorbeeld een accountantsverklaring dan wel een *fairness opinion*. Hof Amsterdam (OK) 8 december 2006, *JOR* 2007/41, r.o. 3.19 en 3.28 (*Versatel*).

<sup>236</sup> In Principe IV.4.4 van de Nederlandse CGC is bepaald dat aandeelhouders zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid dienen te gedragen. Algemeen wordt hierbij aangenomen dat hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid wordt; ook jegens de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen.

<sup>237</sup> HR 10 januari 1997, *NJ* 1997/360 (*Staleman/Van de Ven*).

<sup>238</sup> Art. 2:129 lid 5 BW, art. 2:140 lid 2 BW en Principe II.1 en III.1 NCGC. Vgl. *JOR* 2003/110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*). Het ging hierbij over de vraag of het uitgeven van preferente aandelen wanbeleid opleverde. Volgens de HR gaat het er daarbij om of het bestuur van de doelvennootschap in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde, in afwachting van nader overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, de status quo te handhaven en te voorkomen dat zonder voldoende overleg wijzigingen worden aangebracht in het bestuur en beleid die niet in het belang van de onderneming en de daarbij betrokkenen zouden zijn. Het uitgangspunt is daarbij ook dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen ongerechtvaardigd is.

<sup>239</sup> De wetgeving in Nederland heeft de institutionele benadering als uitgangspunt. Dit wil zeggen dat de onderneming als zelfstandig instituut wordt gezien welke de belangen van alle stakeholders mee dient te wegen. Het resultaat van deze

voor de minderheidsaandeelhouder in vergelijking met de instrumentele gedachte, waarbij de vennootschap moet worden bestuurd naar de belangen van enkel de aandeelhouders omdat de vennootschap wordt gezien als een instrument van de aandeelhouders om zo veel mogelijk winst te behalen, natuurlijk nadelig kan zijn. Het vennootschappelijk belang zorgt echter wel voor de ondergrens dat in ieder geval de belangen van álle aandeelhouders worden meegewogen in het besluit van het bestuur.

Tevens is bepaald dat bestuurders en commissarissen niet deel mogen nemen aan de beraadslaging en besluitvorming indien zij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang hebben dat strijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>240</sup> Hiermee wordt getracht de *moral hazard* binnen de perken te houden. Het kan echter in het nadeel werken voor (minderheids)aandeelhouders. Indien bestuurders en/of commissarissen namelijk aandelen houden, zullen ze eerder geneigd zijn naar het belang van de (minderheids)aandeelhouders te handelen.

### §3.2.4 - Enquêteprocedure

Indien de minderheidsaandeelhouders geconfronteerd worden met een (alternatieve) uitstootmethode kunnen zij de rechter inschakelen door middel van de enquêteprocedure.<sup>241</sup> De procedure kan worden ingezet wanneer de minderheidsaandeelhouder kan bewijzen dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen.<sup>242</sup> Tot het gelasten van een enquête is uitsluiten de OK bevoegd.<sup>243</sup> De OK kan personen benoemen die een onderzoek naar het beleid en gang van zaken van een rechtspersoon instellen. De toegang tot het enquêterecht is dwingend recht.

Het enquêterecht richt zich primair op gedragingen van het bestuur en de RvC, maar ook het beleid van de AVA kan voorwerp van onderzoek zijn. Het enquêterecht strekt mede ter bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen (mogelijk) machtsmisbruik door de meerderheid.<sup>244</sup> De overgrote meerderheid van het verzoek tot enquêteprocedures wordt tegenwoordig ingesteld door aandeelhouders.<sup>245</sup> Tot het indienen van een verzoekschrift om een enquête bij een beursgenoteerde NV te gelasten zijn bevoegd: één of meer aandeelhouders of certificaathouders die samen ten minste één tiende van het geplaatste kapitaal verschaffen of €225.000,- nominaal vertegenwoordigen indien het een vennootschap betreft met een geplaatst kapitaal van maximaal €22,5 miljoen<sup>246</sup> en een of meer aandeelhouders of certificaathouders die ten minste één honderdste

---

afweging is het vennootschappelijk belang. Zie P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 21. Het begrip "Stakeholders" dient te worden gedefinieerd als: 'zij die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken'. Zie E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten (m.m.v. H.J.M.N. Honée & Th. C.M. Hendriks-Jansen), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992, p. 231.

<sup>240</sup> Art. 2:129 lid 6 BW en art. 2:140 lid 5.

<sup>241</sup> Timmerman beschouwt het enquêterecht als het sterkste minderheidsrecht. Zie L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen een meerderheidsaandeelhouder in een rechtsvergelijkend perspectief', p. 85 in: L.J. Hijmans van der Bergh, G. van Solinge (e.a.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Deventer: Kluwer 2003. Art. 2:345 BW. Het enquêterecht is een belangrijk instrument voor de beslechting van conflicten binnen ondernemingen.

<sup>242</sup> Art. 2:350 lid 1 BW.

<sup>243</sup> Art. 2:345 lid 1 BW.

<sup>244</sup> HR 11 april 2014, *NJ* 2014/296 (Slotervaartziekenhuis).

<sup>245</sup> P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 360.

<sup>246</sup> Art. 2:346 lid 1 sub b BW.

van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen dan wel hun belang een beurswaarde betreft van ten minste €20 miljoen indien het een vennootschap van meer dan €22,5 miljoen betreft.<sup>247,248</sup>

De OK kan in elke stand van het geding en op verzoek van de indieners van het enquêteverzoek en gelet op alle belangen, een onmiddellijke voorziening treffen voor ten hoogste de duur van het geding, in verband met de toestand van de vennootschap of in het belang van het onderzoek. De OK gaat daartoe over indien hij van oordeel is dat er met betrekking tot het beleid dan wel de gang van zaken twijfel bestaat omtrent de juistheid daarvan. Tegen een beschikking waarbij een onmiddellijke voorziening wordt getroffen is cassatie mogelijk.<sup>249</sup> Met betrekking tot de keuze van de te treffen onmiddellijke voorziening heeft de rechter veel vrijheid. Hij is niet gebonden aan de limitatief opgesomde mogelijkheden die gelden indien wanbeleid is vastgesteld. De rechter kan zelfs afwijken van de voorzieningen die zijn verzocht.<sup>250</sup> Onmiddellijke voorzieningen kunnen een vergaande inbreuk maken op bepaalde rechtsverhoudingen binnen een vennootschap. Ze moeten naar hun aard echter voorlopig zijn en niet verder gaan dan nodig is om het beoogde doel te bereiken. Er moet om die reden een billijke afweging worden gemaakt tussen de belangen van verschillende partijen. Desalniettemin kunnen voorlopige voorzieningen onomkeerbare gevolgen hebben.

De OK dient binnen redelijke termijn te beslissen over het al dan niet gelasten van een onderzoek. Als uit het onderzoek blijkt dat er sprake was van wanbeleid<sup>251</sup>, kan de OK, indien hiertoe door verzoeker dan wel door andere in art. 2:355 lid 1 BW genoemde gerechtigden wordt verzocht, bevelen tot het treffen van limitatief opgesomde voorzieningen.<sup>252</sup> Zo kunnen besluiten worden vernietigd, bestuurders en/of commissarissen worden ontslagen en tijdelijk onafhankelijke bestuurders dan wel commissarissen worden aangesteld.<sup>253</sup> Tevens kan de minderheid door de uitspraak van de OK achterhalen of het (voorgenomen) plan van de bidder in strijd is met de wet en/of art. 2:8 BW. Tegen de beschikking van de OK bestaat is het enkel beroep in cassatie mogelijk.

### §3.2.5 - Nederlandse Corporate Governance Code

De Code bevat principes die zijn uitgewerkt in best practice bepalingen, waarmee zij dient als een leidraad voor het goed handelen van bestuurders, RvC en de AVA van beursgenoteerde vennootschappen. *Corporate Governance* omschrijft zich als het samenstel van regels en praktijken dat binnen een vennootschap de zeggenschapsverhoudingen tussen de vennootschapsorganen

---

<sup>247</sup> Art. 2:346 lid 1 sub c BW. Zie *Kamerstukken II* 2010/11, 32 887, nr. 3, p. 7. Op 1 januari 2013 is de Wet aanpassing enquêterecht in werking getreden. In deze wet is een onderscheid gemaakt tussen grote ondernemingen en kleine ondernemingen waarbij de grens ligt op een geplaatst kapitaal van €22,5 miljoen. Vóór 2013 moesten aandeelhouders in grote ondernemingen om aan het ontvankelijkheidscriterium te voldoen een geplaatst kapitaal van €225.000 in handen hebben. Tevens is na de wetswijziging de rechtspersoon zelf (het bestuur, RvC, en curator) ontvankelijk in zijn verzoek tot enquête. Vgl. A.J.F. Lafarre, B.C.J. Schippers, S.F.W. Van der Bosch, C.F. Van der Elst & G.J.H. Van der Sangen, *Doelbereiking en effectiviteit van de wet aanpassing enquêterecht in de praktijk* (WODC-rapport 2791), Tilburg University Departement Business Law 2018, p. 29.

<sup>248</sup> De verzoekers zijn niet ontvankelijk in hun verzoek wanneer zij niet tevoren schriftelijk hun bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken aan het bestuur en de RvC kenbaar hebben gemaakt en sindsdien voldoende tijd is verlopen zodat de vennootschap redelijkerwijs in de gelegenheid is geweest om de bezwaren te onderzoeken en naar aanleiding daarvan maatregelen te nemen. Zie art. 2:349 lid 1 BW. Enkel de vennootschap kan een beroep doen op deze regel. Zie HR 30 maart 2007, *NJ* 2007/293, m. nt. Ma (ATR).

<sup>249</sup> Vgl. Hof Amsterdam (OK) 20 oktober 1994, *NJ* 1995/458 (*Sintelmolen*).

<sup>250</sup> HR 30 maart 2007, *NJ* 2007/293 (ATR).

<sup>251</sup> Onder wanbeleid moet worden verstaan 'onzorgvuldig dan wel laakbaar handelen'. Vgl. HR 10 januari 1990 *NJ* 1990/466 (*Ogem*).

<sup>252</sup> Art. 2:356 BW.

<sup>253</sup> Art. 2:256 lid 1 BW.

bepaalt en de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd. De principes en best practice bepalingen zijn op zichzelf niet juridisch bindend, echter zij kunnen indirect wel een bindend effect hebben. Organen van beursvennootschappen dienen de principes en best practice bepalingen in beginsel toe te passen. Zij beschikken echter over de mogelijkheid af te wijken van de principes en best practice bepalingen. Maken zij gebruik van deze mogelijkheid, dan dienen ze zorgvuldig gemotiveerd uiteen te zetten jegens de AVA waarom een bepaling niet is toegepast.<sup>254</sup> De informatie over de naleving van de CGC dient volgens art. 2:391 lid 5 BW in het jaarverslag van de onderneming te worden opgenomen. In de rechtspraak is echter aangenomen dat de CGC verplichtingen voor vennootschapsorganen in het leven kan roepen die kunnen worden gebaseerd op art. 2:8 BW. Een meerderheidsaandeelhouder kan dus niet zomaar meer dan één commissaris aanstellen die afhankelijk van hem zijn.<sup>255</sup> Hiertoe dient hij een legitieme reden te hebben die zwaarder weegt dan de bescherming van de minderheidsaandeelhouder, wat de achterliggende gedachte is van deze bepaling. Deskundigheid zou een kwalificatie kunnen zijn die qua belang zwaarder weegt dan onafhankelijkheid en een reden kunnen vormen om meer dan één niet-onafhankelijk lid in de RvC te hebben.<sup>256</sup> In theorie zou dus zelfs een volledige RvC uit niet-onafhankelijke kunnen bestaan. Om tot een balans te komen tussen de bescherming van de minderheidsaandeelhouders en de mogelijkheid tot het benoemen van meer dan één niet-onafhankelijke 'deskundige' leden van de RvC, zou er mijns inziens door middel van een wettelijke regeling moeten worden vastgelegd dat ten minste de helft van de RvC, of bij een *one-tier board*, de helft van de niet-uitvoerende bestuurders, onafhankelijk moet zijn in de zin van de NCGC. Enkel een onafhankelijke lid zou hierbij mogen beschikken over bijzondere goedkeurings- of vetorechten.

### §3.3 - Huidige waarborgen in het kader van het openbaar bod

Naast de algemene waarborgen ter bescherming van (minderheids)aandeelhouders zijn er ook beschermingsmaatregelen die specifiek in het leven zijn geroepen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders in het kader van het openbaar bod.

#### §3.3.1 - Het verplichte openbaar bod

Zo hebben we ten eerste het *verplicht* openbaar bod als beschermende regel ten behoeve van minderheidsaandeelhouders. Voor eenieder die een zeggenschapsbelang in een uitgevende instelling heeft van 30% of meer, is er de verplichting onverwijld daarover een openbare mededeling te doen<sup>257</sup>, een openbaar bod uit te brengen en dit binnen 30 dagen aan te kondigen.<sup>258</sup> Op grond van de algemene regels met betrekking tot de melding van zeggenschap zal eenieder onverwijld melding moeten doen op het moment dat beschikking wordt verkregen over aandelen in de doelvennootschap, waardoor het percentage van het kapitaal en/of de stemrechten waarover wordt beschikt, een bepaalde drempelwaarde bereikt. De huidige drempelwaarden (uitgedrukt in procenten) zijn 5, 10, 15, 20, 25, 30, 40, 50, 60, 75 en 95. Meldingen worden gepubliceerd in een register dat te raadplegen is op de website van de AFM.<sup>259</sup> Het register van de AFM is openbaar en

---

<sup>254</sup> De Code werkt op basis van het '*pas toe of leg uit*'-principe.

<sup>255</sup> Zie par. 3.1.2.

<sup>256</sup> Van Ginneken, 'oratie Rotterdam', *Ondernemingsrecht* 2012/134.

<sup>257</sup> Art. 5:72a lid 1 Wft.

<sup>258</sup> Artt. 5:70 lid 1 jo. 5:72 lid 1 Wft.

<sup>259</sup> Art. 1:107 lid 3 sub c onder 1 Wft.

voor eenieder te raadplegen.<sup>260</sup> Dit zorgt voor transparantie van de kapitaalmarkt met betrekking tot de verdelingen van het aandelenbelang in een vennootschap. Hieruit kan men afleiden of er een overname gepland is doordat er sprake is van *stakebuilding*. Er zijn verschillende redenen voor eenieder om in het kader van een openbaar bod een belang in de doelvennootschap op te bouwen. Deze kunnen zowel van economische als van tactische aard zijn.<sup>261</sup> De aandelen in een doelvennootschap die worden verkregen voorafgaand aan de eerste mededeling over een voorgenomen bod – of voorafgaand aan het uitlekken van informatie hierover – kunnen veelal tegen een gunstige prijs worden ingekocht.<sup>262</sup> Een openbaar bod bevat in vele gevallen een premie ten opzichte van de aandelenkoers. Deze premie verwezenlijkt zich pas in de aandelenkoers vanaf het moment van een eerste aankondiging van het voorgenomen bod dan wel het voortijdig uitlekken van informatie hierover. Bovendien duurt het vaak tot het einde van het biedproces, voordat een biedpremie volledig is verwerkt in de aandelenkoers. Tot aan dit moment heeft eenieder derhalve de mogelijkheid om tegen een prijs lager dan de biedprijs een belang in de doelvennootschap op te bouwen. Een belangrijke tactische reden voor eenieder om een belang in de doelvennootschap op te bouwen, is het vergroten van de slagingskans van zijn eigen bod. Eenieder met een aandelenbelang in de doelvennootschap maakt het moeilijker voor derden om een succesvol tegenbod uit te brengen. Ten slotte biedt *stakebuilding* eenieder de mogelijkheid om de aan de aandelen verbonden stemrechten uit te oefenen in de AVA van de doelvennootschap. Al deze redenen zijn nadelig voor de minderheidsaandeelhouder. Zoals in hoofdstuk 1 aangegeven, is er echter bij het verkrijgen van een aandelenbelang van 30% of meer, een verplichting een openbaar bod te doen. Hiermee heeft de wetgever dus korte metten willen maken met de aandeelhouder die door middel van *stakebuilding* een controlerend aandelenbelang in handen kreeg.

### §3.3.2 - Na-aanmelding

Na afloop van de (eventueel verlengde) aanmeldingstermijn laat deieder weten of hij het bod gestand doet. Als deieder het bod gestand doet, kan hij aandeelhouders die niet op het bod zijn ingegaan, alsnog een laatste kans geven om hun aandelen aan te bieden tegen de voorwaarden van het oorspronkelijke openbare bod, ook wel de na-aanmelding genoemd. Op deze manier hebben overgebleven minderheidsaandeelhouders een exit-mogelijkheid nadat zij te horen hebben gekregen dat de doelvennootschap door gestanddoening van het bod is overgenomen.<sup>263</sup> De minderheidsaandeelhouder is hierbij echter afhankelijk van deieder. Mocht hij hiertoe over willen gaan dan moet hij binnen 3 werkdagen na gestanddoening van het openbaar bod hierover een openbare mededeling doen waarin ten minste wordt vermeld: de reden tot na-aanmelding, de nieuwe aanmeldingstermijn en dat het oorspronkelijke biedingsbericht van toepassing is. De nieuwe na-aanmeldingstermijn bedraagt niet langer dan 2 weken en vangt aan op de eerste werkdag volgend op die van de openbare mededeling.<sup>264</sup>

---

<sup>260</sup> Art. 1:107 lid 1 Wft.

<sup>261</sup> H.J. Teerink, 'Stakebuilding in het kader van openbare biedingen', V&O mei 2008/5, p. 1.

<sup>262</sup> Idem.

<sup>263</sup> Art. 17 lid 1 Bob Wft.

<sup>264</sup> Art. 17 lid 2 Bob Wft.

### §3.3.3 - Uittreedrecht

Ten slotte is er het uittreedrecht minderheidsaandeelhouder.<sup>265</sup> Dit recht geeft de minderheidsaandeelhouder de mogelijkheid jegens degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en als aandeelhouder voor eigen rekening (tezamen met andere groepsmaatschappijen) ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt, een vordering in te stellen tot overname zijn aandelen. Deze vordering kan echter slechts worden ingesteld binnen 3 maanden na afloop van de aanmeldingstermijn en indien de minderheidsaandeelhouder een belang van 5% of minder heeft. Hiermee biedt het dus slechts een tijdelijke bescherming in beperkte gevallen. De rechter dient de billijke prijs vast te stellen die moet worden betaald door de bieder ter vergoeding van de over te nemen aandelen, indien het bevel tot overneming vaststaat. De biedprijs onder het openbaar bod wordt hierbij billijk geacht.<sup>266</sup> Een voordeel van deze regeling in tegenstelling tot de na-aanmeldingstermijn is dat de minderheidsaandeelhouder voor gebruikmaking ervan niet afhankelijk van de bieder.

Het is met betrekking tot de laatste twee regelingen nog maar de vraag of ze de minderheidsaandeelhouder daadwerkelijk beschermen, aangezien de minderheidsaandeelhouders onder het openbare bod duidelijk hebben gemaakt niet voor dat bod hun aandelen aan te willen bieden. Het zou natuurlijk kunnen dat de minderheidsaandeelhouder zich zonder mede-minderheidsaandeelhouders opgesloten voelt en hij om die reden toch besluit om tot verkoop onder dezelfde omstandigheden over te gaan. Aan de andere kant kan zijn (kleinere) minderheidspositie hem ook een sterkere positie verschaffen. Hier zal in hoofdstuk 4 verder op in worden gegaan.

### §3.4 – Tussenconclusie

Het bestuur heeft de dagelijkse leiding over de onderneming bij beursvennootschappen. Er schuilt het gevaar dat het bestuur na een openbaar bod in lijn handelt met de wensen van de bieder die meerderheidsaandeelhouder is geworden van de vennootschap. Het bestuur kan namelijk reeds vervangen zijn door een nieuw bestuur dat dezelfde denkwijze heeft als de meerderheidsaandeelhouder of het bestuur handelt in lijn met de wensen uit angst op ontslag. De meerderheidsaandeelhouder kan op deze manier zijn beleid en strategie doordrukken. Het Nederlandse ondernemingsrecht biedt de minderheidsaandeelhouder bescherming tegen de meerderheidsaandeelhouder; zo beschikt de minderheidsaandeelhouder over zeggenschapsrechten, dividend recht en over verschillende exit-mogelijkheden. Tevens is er de waarborg van art. 2:8 BW en indien het bestuur dan wel meerderheidsaandeelhouders hiermee in strijd handelen, beschikt de minderheidsaandeelhouder over de verzetsmogelijkheden van het enquêterecht en art. 2:15 BW. Deze bovengenoemde waarborgen bieden enerzijds bescherming aan de minderheidsaandeelhouders, maar zorgen anderzijds voor kosten aan de zijde van de meerderheidsaandeelhouder (de eerdergenoemde *nuisance value*). Er dient dan ook een balans te worden gevonden tussen de positie van de meerderheidsaandeelhouder en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder. In het volgende hoofdstuk zal door middel van een rechtseconomische analyse worden onderzocht of deze *nuisance value* (alternatieve) uitstootmethodes rechtvaardigt.

---

<sup>265</sup> Art. 2:359d BW.

<sup>266</sup> Vgl. Artt. 2:359d lid 7 BW jo. 2:359c lid 6 BW.



## 4. Uitstootprocedures vanuit rechtseconomisch perspectief

*In dit hoofdstuk wordt het vraagstuk omtrent de (alternatieve) uitstoot van minderheidsaandeelhouders na gestanddoening van een openbaar bod vanuit rechtseconomisch perspectief<sup>267</sup> onderzocht. Wordt er volgens de literatuur in de nasleep van het openbaar bod voldoende rekening gehouden met de wederzijdse belangen van zowel de minderheidsaandeelhouder van de doelvennootschap als de biedende partij? Met betrekking tot de rechtseconomische analyse zal voornamelijk worden bekeken of de huidige wet- en regelgeving omtrent de uitstoot van minderheidsaandeelhouders wel efficiënt is.<sup>268</sup> Is de nuisance value die de minderheidsaandeelhouders veroorzaken zo groot dat het de onteigening van hun aandelen door middel van de alternatieve uitstootmethoden rechtvaardigt? Hierbij zal worden ingegaan op de Takeover Theory<sup>269</sup> en de daarbij komende problemen. Tevens zal worden onderzocht hoe de gedwongen onteigening zich verenigt met het recht op eigendom.*

### §4.1 - Takeover Theory

Bij een beursvennootschap zonder (een) controlerende meerderheidsaandeelhouder(s) en waarvan het aandelenbezit wijdverspreid en aan constante verandering onderhevig is, is het niet vreemd dat er een bestuur is dat de dagelijkse leiding heeft;<sup>270</sup> dagelijkse besluitvorming door aandeelhouders zou namelijk niet efficiënt zijn.<sup>271</sup> De aandeelhouders vertegenwoordigen nog wel het kapitaal of, zo wil men, het eigenaarsbelang en hebben derhalve een *residual claim*.<sup>272</sup>

Deze reeds in hoofdstuk 3 aangehaalde *separation of ownership from control* zorgt voor een *principal-agent* probleem. Het bestuur (*agent*) is namelijk belast met de dagelijkse leiding van de onderneming en zou deze taak kunnen gebruiken om (tevens) in haar eigen belang te handelen<sup>273</sup>, wat kosten voor de aandeelhouders met zich mee kan brengen. Een voorbeeld van dergelijke *agency*-kosten betreft *on-the-job-consumption*.<sup>274</sup>

---

<sup>267</sup> In de rechtseconomie wordt het recht beschouwd als een systeem van (gedrags)prikkels. Rechtsregels zijn instrumenten die toekomstig gedrag kunnen beïnvloeden, doordat men individuele welvaart nastreeft. Gestreefd wordt naar een systeem van rechtsregels die de maximale maatschappelijke welvaart ten goede komt. Het is dus van belang te onderzoeken welk gedrag bepaalde rechtsregels bewerkstelligen. In dit hoofdstuk wordt onderzocht of de regulering omtrent de bescherming van minderheidsaandeelhouders in de nasleep van openbare biedingen wel voldoende efficiënt is en of de lasten die de (alternatieve) uitstootmogelijkheden veroorzaken wel opwegen tegen de baten ervan.

<sup>268</sup> Zie par. 1.4. Voor meer informatie omtrent de economische analyse van het recht zie: W.C.T. Weterings, *De economische analyse van het recht*, Bju 2007.

<sup>269</sup> H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', April 1965, vol. 73, *Journal of Political Economy*, p. 110-120. Manne stelt in zijn *Takeover Theory* dat de overnamemarkt fungeert als monitor van het bestuur van beursgenoteerde bedrijven. Zie: S.M. Davidoff, 'Takeover Theory and the Law and Economics Movement', *RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW*, April 4<sup>th</sup> 2011, p.1.

<sup>270</sup> Art. 2:129 lid 1 BW.

<sup>271</sup> E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of ownership and control', *Journal of Law and Economics*, Vol. 26/2, June 1983.

<sup>272</sup> Onder *residual claim* wordt hier verstaan: recht op dividend.

<sup>273</sup> Een andere reden waardoor het bestuur niet enkel in hun belang handelt, is dat de wetgeving in Nederland de institutionele benadering als uitgangspunt heeft. Dit houdt in een onderneming als zelfstandig instituut wordt gezien dat de belangen van alle stakeholders mee dient te wegen. Het resultaat van deze afweging is het vennootschappelijk belang. Zie P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 21. "Stakeholders" dient te worden gedefinieerd als: 'zij die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken'. Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1992, p. 231. Tevens staat het bestuur van beursvennootschappen (waarin zij zelf geen dan wel weinig aandelen houden) qua belangen vaak ver verwijderd van de aandeelhouders. Zie S. Douma & H. Schreuder, *ECONOMIC APPROACHES TO ORGANISATIONS*, PEARSON 2013, p. 140.

<sup>274</sup> S. Douma & H. Schreuder, *ECONOMIC APPROACHES TO ORGANISATIONS*, PEARSON 2013, p. 142. Verdere uitleg valt buiten de reikwijdte van deze scriptie.

Een fundamenteel probleem hierbij is dat er informatieasymmetrie bestaat tussen het bestuur en de (kleinere) aandeelhouders en dat *monitoring* kosten voor de aandeelhouders met zich meebrengt.<sup>275</sup> Bovendien zullen individuele aandeelhouders een lage motivatie tot controle van het bestuur hebben door het zogenoemde *free-rider* gedrag; aandeelhouders willen meeliften op de inzet en kosten die de andere aandeelhouders maken. Dit zal resulteren in het feit dat er geen individuele monitoring plaatsvindt<sup>276</sup> en zodoende de informatieasymmetrie in stand wordt gehouden.

Het is een gebruikelijke gedachte dat een beursvennootschap waarvan de aandelen wijdverspreid zijn en het bestuur niet in het belang van de aandeelhouders handelt<sup>277</sup> en zodoende niet de waarde van de aandelen zo hoog mogelijk houdt, kwetsbaar is voor een overname.<sup>278</sup> Dit wordt ook wel de *market for corporate control* genoemd.

#### §4.1.1 - Market for Corporate Control

Een disciplinerend mechanisme dat ervoor zorgt dat bestuurders optimaal proberen te presteren, vormt de *market for corporate control*.<sup>279</sup> Volgens de neoklassieke zienswijze bevorderen overnames economische efficiëntie. De theorie stelt namelijk dat ondernemingen per definitie waardecreërend zijn en indien de optimale waardecreatie niet wordt nagestreefd, het bestuur door de disciplinerende werking van de markt tot de orde zou worden geroepen. De mogelijkheid op ontslag na een overname vormt een *incentive* voor het bestuur om de onderneming zo winstgevend mogelijk te maken om zo de beurskoers hoog te houden en overnames proberen te voorkomen.<sup>280</sup>

De wetgever dient, in de ogen van deze economen, ervoor zorg te dragen dat de *market for corporate control* zo vrij mogelijk is.<sup>281</sup>

Hiermee in lijn stelt de minister van economische zaken dat Nederland een open economie en een aantrekkelijk vestigingsklimaat heeft: *“dit levert Nederland veel welvaart op. Overnames, of de dreiging daarvan, spelen hierbij een rol. Ze dwingen tot efficiënter management, creëren mogelijkheden voor synergie- en schaalvoordelen en zorgen ervoor dat kapitaal daarheen stroomt*

---

<sup>275</sup> M.C. Jensen & W. H. Meckling, 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics* Vol. 3, No. 4, 1976, p. 305-360.

<sup>276</sup> S.J. Grossman en O.D. Hart, 'Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), pp. 42-64.

<sup>277</sup> De aandelenkoers van de onderneming kan ook laag zijn doordat het bestuur simpelweg incompetent, lui dan wel niet geïnteresseerd is de waarde van de onderneming te maximaliseren. Daarnaast is er de wettelijke tegenstrijdig belangregeling van art. 2:219 lid 6 BW, die ervoor zorgt dat er geen extra incentive voor het bestuur kan worden gecreëerd om het belang van de aandeelhouder extra na te streven; wat voornamelijk maximalisering van de waarde van de onderneming zou inhouden. Het is wettelijk vereist dat bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming richten (zie art. 2:219 lid 5 BW). Bestuurders met een (daaraan direct of indirect) tegenstrijdig belang, bijvoorbeeld omdat zij zelf ook aandelen houden, mogen niet deelnemen aan de besluitvorming. Doen zij dat wel, dan is het besluit vernietigbaar. Door het vervallen van de externe werking blijft de vennootschap gebonden aan de tegenstrijdigbelangtransactie. Voor haar schade moet de vennootschap bij de bestuurder aankloppen. Zie. M.C.P. van Dongen, 'De nieuwe tegenstrijdig belangregeling nader beschouwd', *TvOB* 2013/2, p.44.

<sup>278</sup> S.J. Grossman en O.D. Hart, 'Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), pp. 42-64.

<sup>279</sup> H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. (April 1965), p. 110-120.

<sup>280</sup> Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat een hoge winstgevendheid niet altijd tot een hoge beurskoers hoeft te leiden en dat dit er juist voor zorgt dat er extra interesse voor overname is. Zie H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *O&F* 2010/3, p. 61-71. Hierin wordt aangegeven dat, in tegenstelling tot de *market for corporate control*, juist relatief winstgevende ondernemingen het hoogste overnamerisico lopen.

<sup>281</sup> Dit werd beaamt door de minister van economische zaken naar aanleiding van een debat in de Tweede Kamer omtrent overnames van bedrijven. Sinds 2017 hebben zich verschillende (dreigende) overnames van Nederlandse bedrijven voorgedaan. Vaak verwacht men dat dit substantiële risico's voor de Nederlandse economie en samenleving met zich meebrengt en ontstaat de roep tot optreden door de overheid. Het kabinet acht het noodzakelijk om een goede balans te vinden tussen vrijheid en proportionele bescherming van legitieme belangen. Terughoudendheid met overheidsingrijpen bij overnames is voor het kabinet echter het uitgangspunt. Zie *Kamerstukken II* 2017/18, 29 826, nr. 97, p.2.

waar het hoogste rendement kan worden behaald.”<sup>282</sup> Terughoudend opgetreden door de overheid wordt bij overnames het meest efficiënt bevonden. Overnames vormen een controlemechanisme dat aan de vrije marktwerking dient te worden overgelaten. Echter dient te worden opgemerkt dat Nederland een bestuurscentrisch stakeholder-model hanteert, waarbij er rekening moet worden gehouden met de belangen van stakeholders en de langetermijnwaardcreatie.<sup>283</sup>

Het *free-rider* probleem en het *hold-out* probleem, zoals in het vorige hoofdstuk reeds kort aangehaald, kunnen er echter voor zorgen dat de overnamemarkt een minder effectief disciplinerend mechanisme is dan de economische theorie suggereert. Aandeelhouders kunnen namelijk besluiten hun aandelen niet onder het bod aan te melden in de hoop na gestanddoening een hogere prijs te krijgen, doordat ze kunnen profiteren van de inzet van de bieder om de waardecreatie te optimaliseren (*free-rider problem*) of doordat ze verwachten door middel van hun *nuisance value* bij de grootaandeelhouder een hogere prijs te kunnen bedingen bij eventuele uitstoot (*hold-out problem*).

#### §4.1.2 - Free-rider probleem

In hoofdstuk 2 is al kort besproken dat wanneer er een openbaar bod wordt gedaan op de aandelen, de aandeelhouders als “eigenaren van de doelvennootschap” kunnen besluiten om niet in te gaan op het bod. Een reden hiervoor kan zijn dat het bod geen reflectie is van hun subjectieve waardeperceptie of omdat ze simpelweg hun aandelen niet van de hand willen doen. Ze kunnen tevens besluiten hun aandelen niet onder het bod aan te melden in de hoop er na gestanddoening een hogere prijs voor te krijgen, doordat ze, wanneer ze niet worden uitgestoten, kunnen profiteren van de inzet van de bieder (*free-rider problem*). Het *free-rider* probleem doet zich voor wanneer de aandeelhouders van een doelvennootschap verwachten dat de bieder de onderneming winstgevender zal maken. Vaak wordt er gedacht dat de bieder geen bod zou uitbrengen als hij zelf niet verwacht dat hij winst gaat maken (*takeover theory*). Dit probleem kan zich ook tegen de aandeelhouders keren. Indien namelijk te veel aandeelhouders verwachten dat het bod weigeren hen individueel het meeste profijt op zal leveren, zal het openbaar bod niet tot stand worden gedaan<sup>284</sup>, terwijl de aandeelhouders gestanddoening wel wensten.<sup>285</sup> Indien een potentiële bieder verwacht dat dat het bod niet succesvol zal zijn (mede door de *free-riders*) en hij dus enkel de kosten die gepaard gaan met een bod zal hebben, zal er zelfs überhaupt geen bod plaatsvinden.<sup>286</sup> Het *free-rider* gedrag vormt dus met betrekking tot het disciplinerend mechanisme van de overnamemarkt een probleem. Het vergroot namelijk de kans dat waarde vermeerderende overnames niet plaatsvinden.<sup>287</sup> Grossman en Hart stellen dat aandeelhouders die hun aandelen niet aanboden onder het bod anders behandeld mogen worden na gestanddoening, indien er een aandeelhoudersovereenkomst is opgesteld waarin staat dat het de bieder is toegestaan de

<sup>282</sup> Kamerstukken II 2017/18, 29 826, nr. 97, p.2.

<sup>283</sup> Zie voor meer informatie P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 21 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>284</sup> In de meeste gevallen is dit het geval wanneer er geen meerderheid kan worden gehaald. Zie hoofdstuk 2.

<sup>285</sup> De aanname bij dit probleem is wel dat de aandeelhouder die wil meeliften klein is en dus verwaarloosbaar voor het succes van een eventuele gestanddoening. Is deze dit niet, dan zou deze aandeelhouder zelf kunnen bedenken dat door zijn afwezigheid bij aanmelding de gestanddoening niet zal plaatsvinden en er dus niet geprofiteerd kan worden.

<sup>286</sup> Wanneer een partij meent dat een beursonderneming is ondergewaardeerd, heeft deze veelal een verwachting van wat de waardepotentie van een onderneming is. Het bod dat hij zal uitbrengen zal lager zijn dan deze verwachting (aangezien er kosten gepaard gaan met het uitbrengen van een bod en het bereiken van de waardepotentie en er winst zal willen worden behaald) en hoger dan de huidige beurskoers (overnamepremiüm). De aandeelhouders van de doelvennootschap zullen echter begrijpen dat het bod niet de door de bieder verwachtte waardepotentie omvat en zouden om die reden niet in willen gaan op het bod. Wanneer de potentiële bieder verwacht dat het aantal aandeelhouders dat zijn aandelen niet aanmeldt onder het bod zo groot is dat er geen bod gestand zal worden gedaan, zal deze geen bod uitbrengen.

<sup>287</sup> De (potentiële) winsten van zowel de aandeelhouders (lees: overnamepremiüm) als de (potentiële) bieder zullen niet worden bereikt. S.J. Grossman en O.D. Hart, ‘Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation’, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), pp. 42-64.

overgebleven minderheid uit te sluiten van enige voordelen behaald door de bidder na gestanddoening van het openbaar bod.<sup>288</sup> Eén methode is dat de aandeelhouders toestaan dat een bidder na een succesvolle overname de activa verkoopt aan een andere vennootschap waar de bidder eigenaar van is, tegen voorwaarden die nadelig zijn voor de minderheidsaandeelhouder. De bidder ontvangt dan meer voor de overname dan enkel zijn aandeel van de (vermeerderde) winsten van de onderneming. Al met al staat dit dus toe dat de bidder private voordelen uit de onderneming kan halen ten kosten van de minderheidsaandeelhouder ('*dilution*'). Dit ontmoedigt het *free-riders* gedrag.

#### §4.1.3 - Hold-out probleem

Tevens kan de aandeelhouder zijn overgebleven minderheidsbelang als pressiemiddel gebruiken en zo een hogere vergoeding eisen (*hold-out problem*).<sup>289</sup> Dit kan bij een specifieke uitkoopregeling echter pas een jaar na gestanddoening van het openbaar bod. Indien de bidder voor dat jaar besluit tot uitstoot, mag de minderheidsaandeelhouder geen gunstigere voorwaarden verwerven dan de voorwaarden onder het openbaar bod<sup>290</sup>, tenzij de uitstoot door de algemene uitkoopregeling dan wel alternatieve uitstootmethodes geschiedt. De algemene is namelijk vrijgesteld van het wettelijk verbod van gunstigere verwerving.<sup>291</sup> Ten aanzien van de juridische fusie heeft de Minister van Financiën opgemerkt dat dit niet wordt aangemerkt als 'de verwerving van aandelen' en daardoor géén overtreding is van art. 5:79 Wft.<sup>292</sup> Het zou niet te rijmen zijn om bij de juridische splitsing dan wel de bedrijfsfusie wel van verwerving te spreken. De algemene uitkoopregeling en de alternatieve uitstootmethodes bieden dus de mogelijkheid tot instandhouding van het *hold-out* probleem. Het verschil tussen het *hold-out* probleem en het *free-riders* probleem is dat met betrekking tot het *hold-out* probleem de aandeelhouders voornemens zijn hun aandelen wel van de hand te doen. De aandeelhouders willen profiteren van het feit dat de bidder voordeel behaald van het verkrijgen van 100% van de aandelen.<sup>293</sup> Ook indien de bidder niet zwicht voor dit pressiemiddel kan het voordelig zijn voor de aandeelhouder. De minderheidsaandeelhouders die hun aandelen niet hebben aangemeld onder het openbaar bod kunnen dat hebben gedaan omdat ze verwachten dat door overname direct de waarde van de onderneming en tevens hun aandelen zal stijgen. Hiermee zal de beurskoers waarschijnlijk ook stijgen en kunnen ze alsnog voor een veel hogere prijs worden verkocht. Op lange termijn zal deze aandeelhouder echter vaak geen waardevermeerdering van zijn aandelen verwachten, waardoor hij zijn aandelen zo snel mogelijk van de hand zal willen doen.

Deze problemen zorgen ervoor dat er minder (succesvolle) overnames gerealiseerd worden. Dit is niet efficiënt aangezien de individuele profijtten de maatschappelijke welvaart, gerealiseerd door overnames, in de weg staan. Hier kan men concluderen dat de huidige uitstootmogelijkheden tegen een redelijke prijs<sup>294</sup>, gefaciliteerd en gedoogd door de huidige wet- en regelgeving<sup>295</sup>, de efficiëntie bevordert. Het biedt namelijk voor beide genoemde problemen een oplossing. Het zorgt ervoor dat de minderheid verdwijnt en dus geen *nuisance value* meer vormt. Dit zal dus tevens de incentive voor potentiële bidders ontnemen om van overname af te zien. Met betrekking tot beide problemen vormt het feit dat er een redelijke prijs moet worden betaald tevens voor de bidder een bescherming. Het zal voor de minderheidsaandeelhouder namelijk de incentive ontnemen om hun

---

<sup>288</sup> S.J. Grossman en O.D. Hart, 'Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), p. 43.

<sup>289</sup> L. Cohen, 'Holdouts and free riders', *The Journal of Legal Studies* 1991, p. 351-362.

<sup>290</sup> Art. 5:79 Wft.

<sup>291</sup> Zie par. 5.1.3.

<sup>292</sup> *Stcrt.* 31 augustus 2001, 30 730, nr. 168, p. 6.

<sup>293</sup> Indien het verkrijgen van 100% van de aandelen een vereiste is voor de potentiële bidder, kan de verwachting dat hij deze niet verkrijgt door het *hold-out* probleem ertoe leiden dat er überhaupt geen bod zal plaatsvinden.

<sup>294</sup> Zie hoofdstuk 5.

<sup>295</sup> Volgens de wetgever weegt het (enkele financiële) belang van de kleine aandeelhouders niet op tegen de nadelen van de grootaandeelhouder. *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 6.

aandelen als pressiemiddel te gebruiken. De daardoor ontstane subjectieve waarde zou namelijk onredelijk zijn. Kortom, de *nuisance value* brengt een grote maatschappelijke last met zich mee die veel groter is dan de baten van de minderheidsaandeelhouder. Om die reden is de (dreiging met) onteigening door middel van (alternatieve) uitstootmethodes dan ook efficiënter.

In de nasleep van het openbare bod is een aantrekkelijkere markt efficiënter dan bescherming van individuele minderheidsaandeelhouders. Kan het eigendomsrecht echter de rechtvaardiging van (alternatieve) uitstootmethodes ontnemen?

#### §4.2 - Eigendomsrecht

Wanneer een minderheidsaandeelhouder wordt uitgestoten, is er sprake een gedwongen overdracht van eigendom waarbij men inbreuk pleegt op het eigendomsrecht<sup>296</sup> van die minderheidsaandeelhouder. Er bestaat aldus een zekere spanning tussen de gedwongen overdracht van de aandelen en het eigendomsrecht van de minderheidsaandeelhouders.

In art. 1 van het EP EVRM<sup>297</sup> is vastgelegd dat iedere natuurlijke of rechtspersoon recht heeft op ongestoord genot van zijn eigendom. Volgens het EHRM vallen aandelen in een vennootschap onder de reikwijdte het begrip eigendom van art. 1 EP EVRM.<sup>298</sup> Het artikel staat inbreuk op dit genot toe, mits er aan wettelijke voorwaarden dan wel aan de algemene beginselen van internationaal recht is voldaan en het algemeen belang wordt gediend. In de jurisprudentie van het EHRM<sup>299</sup> is een toetsingskader ontwikkeld waarmee kan worden beoordeeld of er sprake is van een schending van art. 1 EP EVRM.<sup>300</sup> Hiermee wordt getoetst of de inbreuk plaatsvindt onder de voorwaarden voorzien in de wet dan wel beginselen én de onteigening het algemeen belang dient. In het verlengde van de laatste voorwaarde wordt tevens gekeken of er een redelijke balans<sup>301</sup> is tussen het algemene belang en het belang van de minderheidsaandeelhouders. Hierbij worden eerst de baten tegen de lasten afgewogen waarbij dus de meest efficiënte mogelijkheid wordt achterhaalt. Om tot een redelijke balans te komen dienen vervolgens de lasten die de individuele minderheidsaandeelhouder door de eigendomsontneming ondervindt, te worden rechtgetrokken door de minderheidsaandeelhouder ter compensatie een vergoeding te verschaffen die gerelateerd kan worden aan de waarde van zijn onteigende aandelen.<sup>302</sup>

Alvorens tot de afweging te komen wordt er allereerst gekeken of er 'een wettelijke bepaling' is. Dit is van belang voor de legitimiteit. Het zou immers niet legitiem zijn als de minderheidsaandeelhouder van tevoren niet zou kunnen weten dat hem een gedwongen overdracht te wachten zou kunnen

---

<sup>296</sup> Zie W.C.T. Weterings, *De economische analyse van het recht*, BJu 2007, p. 20. Het rechtseconomische eigendomsrecht verschilt van het eigendomsbegrip in het Europees-continentele recht. Eigendomsrecht in het Europees-continentele recht wordt gedefinieerd als: een privaatrechtelijk subjectief recht dat aan de houder ervan een absoluut recht geeft op een lichamelijke zaak. Absoluut in die zin dat de houder volkomen vrij is in het gebruik, genot en vervreemding van de zaak, tenzij er een expliciet wettelijke bepaling is die deze vrijheid begrensd. In de rechtseconomische literatuur wordt aan het begrip een bredere en verschillende betekenis gegeven. Alles overkoepelend kan worden gezegd dat de definitie van eigendomsrecht in de rechtseconomie is: 'een institutioneel erkende, actuele of toekomstige bevoegdheid van een persoon of instelling om een lichamenlijk of onlichamelijk goed te gebruiken, ervan te genieten of erover te beschikken.'

<sup>297</sup> Het Europees eigendomsbegrip laat een ruimere interpretatie toe dan het Nederlandse. Zie A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 123 – 124.

<sup>298</sup> EHRM 25 juli 2002, JOR 2003/111, r.o. 91 (*Sovtransavto/Oekraïne*), EHRM 7 november 2002, JOR 2003/112 (*Olczak/Polen*).

<sup>299</sup> EHRM 23 september 1982, appl. nr. 7152/75, (*Sporrong and Lönnroth v. Sweden*).

<sup>300</sup> P.P. de Vries, 'Exit rights of minority shareholders in a private limited company', Deventer: Kluwer 2010, p. 29.

<sup>301</sup> EHRM 5 januari 2000, NJ 2000/571 (*Beyeler/Italië*), r.o. 111-114.

<sup>302</sup> EHRM 16 januari 2001, JOR 2001/81 (*Offerhaus/Staat*).

staan. Volgens de EHRM moet het begrip ruim worden uitgelegd; ook 'ongeschreven rechtsbronnen' vallen eronder.<sup>303</sup> Alle (alternatieve) uitstootmethoden voldoen allen aan deze eis. De wettelijke uitkoopregelingen, juridische (driehoeks)fusie en de ruziesplitsing zijn expliciet geregeld in de wet. De activa-passiva transactie wordt door de rechtspraak geregeld. Bovendien heeft de HR in zijn de *Versatel*-beschikking expliciet geoordeeld dat de minderheid door middel van de juridische fusie na een openbaar bod kan worden uitgestoten.<sup>304</sup> Hiertoe stelt de HR dat: *"De regeling van art. 2:92a en 2:201a BW, die voorziet in een eenvoudige procedure om minderheidsaandeelhouders uit te kopen is (...) niet in strijd met het bepaalde in art. 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM en in art. 14 EVRM. Het feit dat van een constructie als de driehoeksfusie gebruik wordt gemaakt die leidt tot toepassing van de uitkoopregeling, rechtvaardigt deze conclusie evenmin, nu deze fusie ook andere belangen dan de toepassing van de uitkoopregeling dient en die regeling met wettelijke waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders is omgeven."*<sup>305</sup> Daarbij dient volgens de HR te worden meegewogen of de minderheidsaandeelhouders onevenredig benadeeld worden.<sup>306</sup> Benadeling *an sich* leidt dus niet direct tot de conclusie dat een juridische fusie niet geoorloofd is. Als motivering voor uitstoot geeft de HR aan dat een aandeelhouder er rekening mee dient te houden dat op enig moment een herfinanciering van de beursvennootschap zal plaatsvinden en daarmee het gehouden belang kan verwateren. In die zin bestaat er voor de aandeelhouder bij een beursvennootschap geen recht om tot in de lengte der dagen aandeelhouder/eigenaar te blijven.<sup>307</sup> Het zou namelijk onredelijk zijn als de bieder enkel volledige zeggenschap kan verwerven indien het minimaal 95% van de aandelen in bezit heeft. Het ontbreken van een pressiemiddel, zoals een alternatieve uitstootmethode, zou een *incentive* geven aan de achtergebleven aandeelhouders om deze positie uit te buiten (zie het hiervoor genoemde *hold-out* probleem). Aandeelhouders moeten er bij hun beslissing om op het bod in te gaan dus al rekening mee houden dat zij uitgestoten kunnen worden via een (alternatieve) uitstootmethode.

In de vorige paragraaf is geconcludeerd dat het algemeen belang dan wel de efficiëntie worden gediend door het toestaan van (alternatieve) uitstootmethoden. Inbreuk op het eigendomsrecht van minderheidsaandeelhouders door middel van (alternatieve) uitstootmethodes is gerechtvaardigd, mits aan de huidige waarborgen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders is voldaan en tevens de uitgekochte aandeelhouders een compensatie ontvangen voor het verlies van dit financiële belang. Een voorwaarde voor de gedwongen overdracht van de aandelen is dat de belangen van de minderheidsaandeelhouder voldoende beschermd zijn. Het is naar mijn mening in ieder geval noodzakelijk dat een onafhankelijke derde *ex ante* aan de gedwongen overdracht toetst of deze is toegestaan en dat de minderheidsaandeelhouder een reële en redelijke vergoeding voor haar aandelen ontvangt.<sup>308</sup> Daarnaast is het mijns inziens van belang dat de minderheidsaandeelhouder een afgewogen keuze met betrekking tot de risico's heeft kunnen maken op basis van het biedingsbericht.<sup>309</sup> De compensatie strekt ertoe tot een gerechtvaardigde balans te

<sup>303</sup> EHRM 5 januari 2000, NJ 2000, 571 (*Beyeler/Italië*).

<sup>304</sup> HR 14 september 2007, NJ 2007, 610 (*HR Versatel I*).

<sup>305</sup> HR 14 september 2007, NJ 2007, 610. r.o. 4.4. (*HR Versatel I*).

<sup>306</sup> Zo oordeelde het EHRM dat er geen sprake is van een redelijke balans wanneer gesproken kan worden van een individuele en buitensporige last. EHRM 23 september 1982, Serie A nr. 52 (*Sporrong en Linnroth/Zweden*), p. 26, r.o. 69.

<sup>307</sup> Een voorwaarde voor uitstoot is namelijk, zoals hiervoor vermeld, het feit dat het biedingsbericht 'bij wijze van voorzorgsmaatregel' altijd de te nemen uitstootmaatregelen dient te bevatten die de bieder-groootaandeelhouder voornemens is te hanteren na het openbaar bod. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999/174 m.nt. Van Solinge (*Leyinvest/KBB*).

<sup>308</sup> Hier zal in hoofdstuk 5 en 6 verder op worden ingegaan.

<sup>309</sup> Vgl. Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, JOR 2005, 272 (*OK Versatel I*).

komen tussen dit algemene belang en het individuele eigendomsbelang van de minderheidsaandeelhouder.<sup>310</sup> Indien aan deze voorwaarden is voldaan, zal de ontneming van het eigendom geoorloofd zijn. De minderheid heeft hiertegen echter wel voorgenoemde verzetsmogelijkheden.

#### §4.2.1 - De economische eigendomstheorieën van Coase, Melamed & Calabresi

Volgens het Coase-theorema<sup>311</sup> is de aanwezigheid van transactiekosten de verklaring voor het bestaan van tal van instituties, zoals: eigendom, de markt, ondernemingen, de Staat en het recht.<sup>312</sup> Transactiekosten<sup>313</sup> maken volgens Coase dat de marktwerking niet meer voldoet en dat overheidsingrijpen in de zin van regelgeving nodig is “om het probleem van negatieve externe effecten tegen te gaan”.<sup>314</sup> Onder negatieve externe effecten moet worden verstaan: activiteiten waarbij anderen schade lijden en waarvan de maatschappelijke kosten hoger zijn dan de private kosten van de handelende persoon.<sup>315</sup> Zoals eerder benoemd, wordt er vanuit de rechtseconomie gestreefd naar een maximalisatie van de maatschappelijke welvaart. Hiertoe dienen de negatieve externe effecten te worden geïnternaliseerd.<sup>316</sup> Dit kan worden bereikt door overheidsingrijpen, waardoor de private kosten hoger worden wanneer deze een handeling verricht die indruist tegen de maatschappelijke welvaart. In situaties waarbij er transactiekosten gemoeid zijn, zal zonder gedrag beïnvloedende regelgeving niet de meest efficiënte oplossing gevonden worden. Welke (eigendoms)rechten<sup>317</sup> worden toebedeeld is om die reden dus van belang.

In het kader van de bescherming van de minderheidsaandeelhouder bij een gedwongen uitstoot is hier eerder geconcludeerd dat het het meest efficiënt is het recht om de status quo te behouden niet wettelijk vast te leggen. De wetgever en de rechter hebben ervoor gekozen het eigendomsrecht van de minderheidsaandeelhouder bij uitstoot na een openbaar bod te beschermen door middel van het vergoeden van de schade.<sup>318</sup> Dit noemt Calabresi<sup>319</sup> de *liability rule*. Dit is de zwakste van de twee vormen van eigendomsbescherming die er volgens Calabresi en Melamed zijn. Bij de *liability rule* is de houder van een eigendomsrecht die het slachtoffer is van inbreuk slechts gerechtigd tot het verhalen van schadevergoeding op de dader. Deze regel houdt dus in dat een inbreuk op andermans recht van eigendom is toegestaan op voorwaarde dat er een vorm van schadevergoeding wordt betaald die objectief is vastgesteld. Wanneer het recht aan de houder van het recht op eigendom een garantie geeft dat niemand een inbreuk op zijn eigendomsrecht mag maken, behoudens zijn toestemming, dan is er sprake van de sterke vorm van eigendomsbescherming, ook wel de *property rule* genoemd.

---

<sup>310</sup> P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Deventer: Kluwer 2010, p. 29. Zie ook C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Deventer: Kluwer 2011, p. 44-45.

<sup>311</sup> R.H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Vol. IV Issue 16*, November 1937, p. 386-405.

<sup>312</sup> W.C.T. Weterings, 'De economische analyse van het recht', *BJu* 2007, p. 12.

<sup>313</sup> Transactiekosten zijn alle kosten die gepaard gaan met het tot stand brengen en uitvoeren van een transactie. Denk hierbij aan de onderhandelingskosten, kosten ter verkrijging van (juiste) informatie, kosten ter vastlegging van een overeenkomst, kosten van het uitvoeren en afdwingen van uitspraken, et cetera.

<sup>314</sup> W.C.T. Weterings, 'De economische analyse van het recht', *BJu* 2007, p. 12.

<sup>315</sup> W.C.T. Weterings, 'De economische analyse van het recht', *BJu* 2007, p. 10. Private kosten zijn de kosten die de handelende persoon zelf incalculeert.

<sup>316</sup> Dit betekent dat de maatschappelijke kosten dienen te worden meegewogen in zijn afweging om een bepaalde handeling te verrichten.

<sup>317</sup> Bovendien is van belang dat er überhaupt eigendomsrechten zijn. Zou het er aan ontbreken dan zou dit tot inefficiëntie leiden. Zie W.C.T. Weterings, 'De economische analyse van het recht', *BJu* 2007, p. 23-26.

<sup>318</sup> Hierover in hoofdstuk 5 meer.

<sup>319</sup> G. Calabresi & A.D. Melamed, 'Property rules, liability rules and inalienability: one view of the cathedral', *Harvard Law Review* 1972, p. 1089-1128.

Het huidige recht ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de nasleep van het openbaar bod omvat dus *liability rules*<sup>320</sup>.

Volgens Calabresi en Melamed hangt het verkiezen van de *liability rule* boven de *property rule*, dan wel visa versa, samen met de transactiekosten en de kosten van rechtspleging en proceskosten. Wanneer er sprake is van de *liability rule*, zorgt dit ervoor dat er geen transactiekosten zijn. Er mag namelijk inbreuk worden gemaakt zonder toestemming van de eigenaar. De voornaamste reden voor minderheidsaandeelhouders, die eigenaar zijn van de aandelen (eigendom), om een openbaar bod af te slaan is het feit dat ze de prijs te laag vinden, dan wel simpelweg hun aandelen niet van de hand willen doen. Om na een openbaar bod tot een vrijwillige overeenkomst tussen bidder en minderheidsaandeelhouder te komen waarin de minderheidsaandeelhouder alsnog zijn aandelen van de hand zal doen, zal om die reden dan ook zeer hoge transactiekosten met zich meebrengen. Deze hoge transactiekosten kunnen verhinderen dat er überhaupt een overeenkomst tot stand komt. Dit rechtvaardigt dus de *liability rule* waarbij de bidder geen toestemming van de eigenaar nodig heeft om de effecten te verwerven. Ook vanuit het oogpunt van de minderheidsaandeelhouders kan de *liability rule* worden gerechtvaardigd. De transactiekosten die gemoed gaan bij het tegenhouden van bestuursbesluiten kunnen zo hoog zijn, dat het simpelweg eenvoudiger is om uitgekocht te kunnen worden. De *liability rule* brengt echter wel kosten van rechtspleging en proceskosten met zich mee. Het veronderstelt namelijk een objectieve waardering van de schade, wat, zoals hiervoor aangegeven, kan leiden tot rechtszaken, het inschakelen van deskundigen, et cetera. Of de kosten van de rechtspleging en proceskosten om de schadevergoeding vast te stellen hoger uitkomen dan de transactiekosten om tot een vrijwillige overeenkomst te komen wanneer de minderheidsaandeelhouders door middel van de *property rule* beschermd zouden zijn, is niet met zekerheid vast te stellen.<sup>321</sup> De kosten van de rechtspleging en proceskosten na een uitstoot van de minderheidsaandeelhouder kunnen namelijk hoog uitvallen. Het is echter zo dat de transactiekosten naar alle waarschijnlijkheid nog hoger zouden uitvallen.<sup>322</sup> Hierdoor is de keuze van de wetgever en de rechter voor de *liability rule* begrijpelijk.

### §4.3 - Tussenconclusie

In dit hoofdstuk is onderzocht of vanuit de rechtseconomische visie de gedwongen verkoop van de aandelen van de minderheidsaandeelhouders door middel van de (alternatieve) uitstootmethoden kan worden gerechtvaardigd. Hierbij is van belang of de totale baten hoger zijn dan de totale lasten.<sup>323</sup> Volgens de *agency theory* handelt het bestuur dat de dagelijkse leiding van een onderneming heeft, niet altijd in het belang van de aandeelhouders, waardoor de waarde van de aandelen niet gemaximaliseerd wordt. Volgens de economische theorie is een dergelijke beursvennootschap aantrekkelijk voor potentiële bidders omdat zij verwachten de waarde van de vennootschap te kunnen verhogen. Wanneer een potentiële bidder verwacht dat niet alle aandeelhouders hun aandelen zullen verkopen, bijvoorbeeld vanwege het *free-rider* of *hold-out*

---

<sup>320</sup> Echter dient te worden opgemerkt dat de objectieve vaststelling van de prijs bij de alternatieve uitstootprocedures niet is gegarandeerd. Deze vaststelling gebeurt namelijk niet ex ante in eerste aanleg. Hier zal in hoofdstuk 5 & 6 verder op worden ingegaan.

<sup>321</sup> G. Calabresi & A.D. Melamed, 'Property rules, liability rules and inalienability: one view of the cathedral', *Harvard Law Review* 1972, p. 1119-1121.

<sup>322</sup> Door zeer hoge onderhandelingskosten of omdat zelfs minderheidsaandeelhouders onvindbaar kunnen zijn, waardoor de kosten om deze groep te traceren tevens hoog kunnen uitvallen.

<sup>323</sup> *Kaldor-Hicks* efficiëntie.



probleem, zal de bieder minder snel - of zelfs helemaal niet - een openbaar bod uitbrengen; immers vormen de na het openbaar bod overgebleven minderheidsaandeelhouders een *nuisance value* en dus een kostenpost voor de bieder. Als hierdoor minder (of zelfs geen) openbare biedingen worden gedaan, zal het bestuur ook geen (extra) incentive meer hebben om de waarde van de aandelen zo hoog mogelijk te houden. Hierdoor vormt de *market for corporate control* niet (altijd) een effectief mechanisme om het *principal-agent* probleem op te lossen. De (alternatieve) uitstootmethodes, die de *nuisance value* weg kunnen werken, bieden hiertoe aldus een oplossing. Dit betreft echter wel een inbreuk op het eigendomsrecht van minderheidsaandeelhouders. Er is echter geconcludeerd dat inbreuk op dit eigendomsrecht is toegestaan mits er aan de huidige waarborgen is voldaan en het algemeen belang wordt gediend. Al met al is geconcludeerd dat de vrije marktwerking het meest efficiënt is en dat het eigendomsrecht niet aan (alternatieve) uitstootmethodes in de weg staat. Ondanks dat de inbreuk door uitstootprocedures is toegestaan, dient de minderheidsaandeelhouder ter vergoeding van de gedwongen verkoop van zijn aandelen een redelijke en objectief vastgestelde prijs te ontvangen; bescherming van de minderheidsaandeelhouder geschiedt namelijk middels de *liability rule*.<sup>324</sup> Dit is begrijpelijk aangezien de transactiekosten relatief hoog en de kosten van rechtspleging en proceskosten relatief laag zouden uitvallen indien deze vorm van bescherming zou missen. Hoe de billijke prijs tot stand komt, zal in het volgende hoofdstuk worden onderzocht.

---

<sup>324</sup> De redelijke en objectieve prijsvaststelling is bij de alternatieve uitstootprocedures niet gegarandeerd. Deze vaststelling gebeurt namelijk niet ex ante in eerste aanleg. Hier zal in hoofdstuk 5 en 6 verder op worden ingegaan.

## 5. Totstandkoming aandelenprijs

*In het vorige hoofdstuk is geconcludeerd dat inbreuk op het eigendomsrecht van minderheidsaandeelhouders door middel van gedwongen verkoop van aandelen van minderheidsaandeelhouders met toepassing van (alternatieve) uitstootmethodes, prevaleert boven het belang van de minderheid om hun eigendom te behouden. Hierbij is vastgesteld dat de gedwongen verkoop van de aandelen van de minderheidsaandeelhouder door middel van uitstoot niet kan worden gerechtvaardigd indien de minderheidsaandeelhouder geen billijke prijs ter compensatie verkrijgt.*

*Er zal in dit hoofdstuk worden ingegaan op de totstandkoming van de aandelenprijs onder het openbaar bod dan wel bij toepassing van een (alternatieve) uitstootmethode. Hierbij zal totstandkoming van de prijsbepaling voor het vrijwillige en verplichte openbaar bod en de uitstootmethodes apart van elkaar worden behandeld aangezien deze allen voor een groot deel van elkaar verschillen. Daarna zal worden onderzocht welke prijs de minderheidsaandeelhouder ter vergoeding van een gedwongen aandelenverkoop mijns inziens dient te verkrijgen. De vragen die in dit hoofdstuk aldus zullen worden behandeld, zijn: of de vergoeding volgens de huidige praktijk in Nederland billijk dient te zijn en zo ja, wat er onder billijk wordt verstaan. Vervolgens wordt hieruit de conclusie getrokken of deze compensatie wel billijk tot stand komt, dan wel billijk is.*

### §5.1 - Compensatie voor aandelen van minderheidsaandeelhouders in beursvennootschappen

De aandelenprijzen van beursvennootschappen komen in beginsel tot stand door de economische marktwerking van vraag en aanbod op de effectenbeurs. Wanneer er sprake is van volledige concurrentie en alle partijen volledig geïnformeerd zijn, zal volgens de theorie van de Efficiënte Markt Hypothese, de meest optimale prijs worden behaald.<sup>325</sup> Hierbij zal degene die met de onderneming de meeste winst verwacht te genereren, de hoogste prijs bieden en zo de onderneming verkrijgen.

Hoewel de effectenbeurs vaak gezien wordt als een mogelijkheid om de voorwaarden van een efficiënte markt te benaderen, is bovenstaand geschetst beeld niet reëel in verband met inefficiënties zoals informatieasymmetrie. Hierdoor komt de prijs dan ook doorgaans niet overeen met de waarde van de aandelen. Op de beurs komt de prijs tot stand op basis van transacties tussen een individuele koper en verkoper van een aandeel tegen een prijs waarvoor deze koper wil kopen en de verkoper wil verkopen. Daarmee is niet gesteld dat (een meerderheid van) de aandelen tegen deze prijs kunnen worden verkregen dan wel verkocht. Indien via de beurs een overname tot stand komt, is er veelal sprake van een premie boven de laatst vastgestelde koers. Bij een overname verkrijgt de koper namelijk niet slechts (een deel van) de toekomstige inkomsten uit de doelvennootschap, ook verwerft veelal hij de meerderheid van de aandelen met bijkomstige zeggenschapsrechten. Dit stelt de koper in staat maatregelen te nemen om de toekomstige

---

<sup>325</sup> Efficiënte Markt Hypothese, zie E. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, Vol. 25 Issue 1 (May 1970). p. 383. Volgens deze theorie is een markt "informationally efficient" als (beurs)prijzen op elk moment alle beschikbare informatie omtrent toekomstige waarden geïncorporeerd hebben. *Informational efficiency* is een natuurlijk gevolg van competitie, relatieve lage toegangsdrampels en lage kosten om informatie te verschaffen. Als er een signaal is, welke niet is opgenomen in de marktprijzen, waaruit op te maken valt dat de waarde in de toekomst zal stijgen, zullen beleggers kopen aan de hand van dat signaal. Hierdoor zal de beursprijs stijgen tot de prijs de volledige waarde van de informatie reflecteert.

winstgevendheid van de onderneming te vergroten. Hiertoe is de koper bereid een *control premium* te betalen.<sup>326</sup>

#### §5.1.1 - Compensatie onder het vrijwillige openbare bod

Veelal komt een overname echter niet via de beurs tot stand. Meestal komen overnames tot stand middels openbare biedingen voortvloeiend uit onderlinge gesprekken tussen besturen van vennootschappen, al dan niet in overleg met aandeelhouders of indien één of beide partijen een beursvennootschap betreft met controlerende aandeelhouder(s), tussen (het bestuur van een vennootschap en) de controlerende aandeelhouder(s).

Het betreft een vriendelijk vrijwillig openbaar bod<sup>327</sup> indien (het bestuur van) de doelvennootschap een overname beoogd. Is dat het geval, dan zal deze, indien het bestuur initiatiefnemer is, een onderzoek laten uitvoeren naar de ondernemingswaarde, alvorens de onderneming aan te bieden via een verkoopmemorandum aan de potentiële overnemers.<sup>328</sup> Aan de hand van de toegereikte informatie kunnen geïnteresseerden op hun beurt weer een eigen onderzoek laten verrichten naar de waarde van de aangeboden onderneming; eventueel voor hun eigen onderneming. Hierna kunnen ze een bod uitbrengen of afzien van een bod. Uit de ontvangen biedingen zal de doelvennootschap een potentiële koper selecteren<sup>329</sup> om vervolgens via onderhandelingen tot overeenstemming over de prijsvaststelling en de voorwaarden proberen te komen.<sup>330</sup>

Wanneer de koper de initiatiefnemer is met betrekking tot het onderhandelingsproces, zal deze naar alle waarschijnlijkheid al een inventarisatie hebben gemaakt van de mogelijkheid om de voor hem van waarde zijnde bedrijven over te nemen. Op basis van openbare informatie, zoals bijvoorbeeld de beurskoers, zal een eerste indruk zijn gevormd van de waarde van de eventuele doelvennootschap. Indien na verdere verkenning duidelijk wordt dat er interesse tot verkoop van de beoogde beursvennootschap is, heeft de kopende partij mogelijk ook toegang tot *insider information*.<sup>331</sup> Wanneer blijkt dat er geen interesse is tot verkoop en er dus sprake is van een potentieel vijandig openbaar bod, verkrijgt de koper geen toegang tot de *insiders information* en zal hij slechts de waarde kunnen baseren op openbare informatie. Hij zal in dat geval zekerheid kunnen vinden in de overeen te komen voorwaarden.

De bieder beoogt een zo precies mogelijke inschatting te maken van wat de waarde is van de onderneming. De waardering van de onderneming betreft echter geen exacte wetenschap en is afhankelijk van de optiek die men kiest en de daarbij te hanteren methodes. Zowel de koper als de verkopende partij zullen tot zeer verschillende uitkomsten kunnen komen met betrekking tot de waarde van de onderneming. Zo kan de inschatting van de toekomstige kasstromen/winst en het

---

<sup>326</sup> A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen. In de juridische praktijk*, Paris 2017, p. 21.

<sup>327</sup> De vergoeding van de biedprijs bij een vrijwillig openbaar bod kan bestaan uit een vergoeding in de vorm van geld, effecten of een combinatie van deze beiden. Zie art. 1 sub b Bob Wft.

<sup>328</sup> A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen. In de juridische praktijk*, Paris 2017, p. 22.

<sup>329</sup> Indien er ruime belangstelling bestaat, biedt dit de verkoper de gelegenheid om kopers tegen elkaar op te laten bieden.

<sup>330</sup> Ook bij een vriendelijk openbaar bod is het echter nog steeds aan de aandeelhouders of zij uiteindelijk akkoord gaan en dus hun aandelen onder het bod aanmelden. De kans op een geslaagd openbaar bod is echter groter wanneer de bieder de steun heeft van (het bestuur van) de doelvennootschap.

<sup>331</sup> Vaak zal hiervoor wel een geheimhoudingsverklaring moeten ondertekenen. Het gaat doorgaans namelijk om zeer gevoelige en vertrouwelijke informatie, waardoor voorwetenschap kan ontstaan.

geëiste rendement totaal verschillend zijn. Interesse voor een investering zal ontstaan indien wordt verwacht dat het saldo van de ontvangsten en uitgaven die gepaard gaan met de investering positief is en dit opweegt tegen de risico's die met de investering gepaard gaan. Een koper zal enkel een bod doen indien hij de indruk heeft dat de waarde voor hem groter is<sup>332</sup> dan de waarde voor de huidige aandeelhouders plus de kosten die de bieder heeft met betrekking tot het uitbrengen van een openbaar bod. Alleen dan heeft de onderneming enige vorm van waarde<sup>333</sup> voor de investeerder.

#### §5.1.2 - Compensatie onder het verplichte openbaar bod

Wanneer een bieder verplicht een openbaar bod moet uitbrengen, is bij wet geboden dat dit een 'billijke prijs' moet zijn.<sup>334</sup><sup>335</sup> De bieder moet uiterlijk bij de aankondiging van een verplicht bod een persbericht publiceren met daarin de hoogte van en de wijze waarop de te verwachten billijke prijs is berekend.<sup>336</sup> Onder de billijke prijs moet worden verstaan: *"de hoogste prijs die tijdens het jaar voorafgaande aan de aankondiging van het verplichte bod door de bieder of door de personen met wie deze in onderling overleg handelt voor effecten van dezelfde categorie of klasse als waarop het verplichte bod betrekking heeft is betaald"*<sup>337</sup>. Indien het jaar voorafgaand aan de aankondiging door bieder geen effecten van dezelfde categorie of klasse als waarop het verplichte bod betrekking heeft zijn verworven in de doelvennootschap, wordt de billijke prijs gelijkgesteld aan de prijs van de gemiddelde beurskoers van die effecten op een gereguleerde markt waarop de effecten in die periode toegelaten waren tot de handel.<sup>338</sup> Indien na aankondiging van het bod en voor eindigen van het aanmeldingstermijn door de bieder of personen waarmee deze in onderling overleg handelt effecten worden verkregen voor een hogere prijs dan de billijke prijs, verhoogt de bieder de prijs tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.<sup>339</sup>

Een belangrijke waarborg voor de belangen van de (minderheids)aandeelhouder vormt de regeling waarin de OK kan worden verzocht een billijke prijs vast te stellen. De OK mag hierbij afwijken van de hiervoor genoemde bepalingen waarin wordt vastgesteld wat er onder billijke prijs moet worden verstaan.<sup>340</sup><sup>341</sup> De OK kan het verzoek enkel toewijzen indien de verzoeker door de eerder bepaalde

---

<sup>332</sup> Kopers kunnen tevens in hun prijsoverweging opnemen wat de negatieve gevolgen zijn voor de waarde van hun eigen onderneming indien de doelvennootschap in handen van een concurrent terecht komt.

<sup>333</sup> De definitie van het begrip waarde die in de economische literatuur het meeste wordt gebruikt is: het nut dat een goed heeft voor de welvaart van het individu. Zie: *encyclopedie van de bedrijfseconomie*, Deventer: Kluwer 1983.

<sup>334</sup> Art. 5:80a lid 1 Wft. Vgl. Art. 5 lid 1 jo. lid 4 Overnamerichtlijn. Zie par. 2.1.1.1.

<sup>335</sup> Ook bij het verplichte openbaar bod dient de vergoeding van de billijke biedprijs in effecten, geld of een combinatie van beiden te luiden. Art. 5:80a lid 4 Wft. Vgl. Art. 5 lid 4 Overnamerichtlijn.

<sup>336</sup> Art. 5a Bob Wft. Een verplicht bod wordt aangekondigd doordat de bieder een persbericht publiceert of de uitspraak van de OK over de verplichting een bod uit te brengen onherroepelijk is geworden. Zie art. 5 lid 3 sub a en b Bob Wft.

<sup>337</sup> Art. 5:80a lid 2 Wft.

<sup>338</sup> Art. 25 lid 2 Bob Wft.

<sup>339</sup> Art. 25 lid 1 Bob Wft. Art. 4 lid 4 Overnamerichtlijn.

<sup>340</sup> Art. 5:80b lid 1 Wft. Art. 5 lid 4 Overnamerichtlijn. Zie Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, *JOR* 2008/334, r.o. 3.3 (*VEB/Schuitema*). De OK stelde dat de in het tweede lid van art. 5:80a Wft genoemde 'hoogste' prijs weliswaar vermoed wordt een billijke prijs te zijn, maar dat dit vermoeden in die zin weerlegd kan worden dat in rechte kan worden getoetst of die hoogste prijs inderdaad de juiste billijke prijs is. Tevens stelde de OK vast dat ten onrechte waardevermeerderende omstandigheden niet waren meegenomen in de prijs van het verplicht bod. Zo waren er andere gegadigden die met hun biedprijs (bijna) even ver willen en kunnen gaan als de uiteindelijke koper. Hierdoor hebben de deskundigen tot uitgangspunt genomen dat de waarde in het economisch verkeer een fractie hoger ligt dan de 'second best'-prijs die in de markt haalbaar is. De koper die het goed uiteindelijk verkrijgt zal immers een fractie meer moeten bieden dan de 'second best'-gegadigde.

<sup>341</sup> Het oordeel of iemand verplicht is een openbaar bod te doen en de bevoegdheid tot vaststelling van de billijke prijs liggen dus bij de OK en niet bij de AFM. Zie *Hoe verloopt het proces van openbare biedingen?* AFM (te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), zoek op: proces openbare biedingen).

redelijke prijs onevenredig in zijn belang wordt getroffen.<sup>342</sup> Het verzoek dient met redenen omkleed te zijn en te vermelden in welk opzicht de billijke prijs moet worden aangepast.<sup>343</sup> Het verzoek wordt niet ontvankelijk verklaart indien de billijke prijs vastgesteld op grond van de hiervoor genoemde richtlijnen minder dan 10% afwijkt van de gemiddelde beurskoers tijdens de periode van 3 maanden voorafgaand aan de indiening van het verzoek.<sup>344</sup>

### §5.1.3 - Gelijke behandeling van aandeelhouders

Ten aanzien van de biedprijs bij een volledig bod<sup>345</sup> geldt de *best-price rule*, als uitwerking van het gelijkheidsbeginsel.<sup>346</sup> De bieder die het volledig bod gestand doet, dient de hoogste prijs geboden in het biedingsbericht dan wel de hoogste prijs die in transacties na aankondiging van het bod tot stand zijn gekomen, te betalen.<sup>347</sup> Indien de bieder dus na aankondiging van zijn (volledig) bod effecten verwerft tegen een hogere vergoeding dan die in het biedingsbericht vermeld, is hij verplicht alle effectenhouders waarop het bod ziet de hogere prijs te betalen. Uitgesloten zijn de transacties tot stand gekomen in 'regelmatig verkeer' op een beurs of een daarmee te vergelijken systeem uit een staat die geen lidstaat is van de Europese Unie. Hiermee wordt bedoeld: transacties die geheel op de beurs tot stand zijn gekomen, zonder enige invloed van de bieder.<sup>348</sup>

Gelijke behandeling van aandeelhouders is een kernbeginsel van de biedingsregels. Een uitwerking hiervan vormt tevens het verbod op gunstigere transacties na afloop van een openbaar bod. Op grond van art. 5:79 Wft is het de bieder niet toegestaan om gedurende een jaar na publicatie van een gestand gedaan bod, direct of indirect, effecten waar het bod betrekking op had te verwerven tegen voor de rechthebbende van die effecten gunstigere voorwaarden dan volgens het openbaar bod.<sup>349</sup> Het doel van dit verbod is te voorkomen dat de overgebleven aandeelhouders door middel van een pressiemiddel<sup>350</sup> een betere prijs dan wel voorwaarden dan de aandeelhouders die hun aandelen wel hebben aangemeld onder het openbaar bod kunnen overeenkomen met de bieder.<sup>351</sup> Bieders die effecten verwerven met toepassing van de algemene wettelijke uitkoopregeling zijn van dit verbod echter vrijgesteld.<sup>352</sup> Daarnaast geeft art. 56b sub a Vrijstellingsregeling Wft tevens een vrijstelling van dit verbod aan bieders die effecten verwerven in "regelmatig beursverkeer". Deze vrijstelling strekt ertoe het verbod van art. 5:79 Wft te beperken tot één op één transacties. Om te kwalificeren als regelmatig beursverkeer dient de transactie, en dus ook de prijs, geheel op de beurs tot stand te zijn gekomen, zonder (directe of indirecte) inmenging of afstemming.<sup>353</sup>

---

<sup>342</sup> Art. 5:80b lid 4 Wft.

<sup>343</sup> Art. 5:80b lid 2 Wft.

<sup>344</sup> Art. 5:80b lid 3 Wft.

<sup>345</sup> Hieronder valt zowel het vrijwillige als het verplichte openbaar bod.

<sup>346</sup> Art. 2:92 BW. Beoogd wordt dat aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, gelijk worden behandeld.

<sup>347</sup> Art 19 lid 1 Bob Wft.

<sup>348</sup> Zie de interpretaties van de AFM: 'Best price rule' ex art. 19 Bob Wft, en: 'Gelijk bod-vereiste' ex art. 3 Bob Wft bij transacties buiten het bod om, gepubliceerd op de AFM-website <www.afm.nl> op 17 oktober 2008.

<sup>349</sup> Art. 5:79 Wft. Zie par. 4.2.5.

<sup>350</sup> Zie het *hold-out* probleem besproken in het vorige hoofdstuk.

<sup>351</sup> *Kamerstukken II 1999/00, 27 172, nr. 3 (MvT), p. 19.*

<sup>352</sup> Art. 56b Vrijstellingsregeling Wft.

<sup>353</sup> Zie de interpretaties van de AFM: 'AFM Interpretatie 'regelmatig beursverkeer' bij openbaar bod', gepubliceerd op de AFM-website <www.afm.nl> op 26 februari 2014. De AFM is van mening dat in ieder geval geen sprake is van regelmatig beursverkeer als de bieder en een (groot)aandeelhouder buiten de beurs overeenstemming bereiken dan wel voorafgaand overleg over de transactie hebben gevoerd en kennelijk hun orders op elkaar hebben afgestemd over een pakketaankoop en de transactie vervolgens over de beurs leiden.

#### §5.1.4 - Vrijwillig versus verplicht openbaar bod

Anders dan bij een verplicht openbaar bod heeft een minderheidsaandeelhouder onder de Nederlandse financiële wetgeving bij een vrijwillig openbaar bod niet de bescherming dat het bod ten minste tegen een billijke prijs moet worden uitgebracht. Een bieder kan dus voor een relatief lage (gevoelsmatig onbillijke) prijs een al dan niet gering meerderheidsbelang verwerven indien er voor hem gunstige marktomstandigheden zijn of de toestand waarin de onderneming verkeert slecht is.<sup>354</sup>

Kuipers en Van der Krans<sup>355</sup> pleiten ervoor dat met betrekking tot het vrijwillige openbare bod er een wettelijk vereiste van een billijke prijs moet worden vastgelegd, omdat zij vinden dat (minderheids)aandeelhouders hier tevens een reële exit verdienen. Zij geven daarbij als argument dat ook Duitsland, Spanje, Roemenië en Griekenland een koppeling tussen het vrijwillige openbaar bod en de billijke prijs kennen en dat daarnaast ook de Europese Commissie haar voorkeur lijkt uit te spreken voor koppeling. Mijns inziens hoeft de aandeelhouder niet reeds in dit stadium beschermd te worden door een wettelijk verplichte billijke prijs. Het verschil tussen een verplicht en een vrijwillig bod is dat bij een verplicht bod de bieder reeds een controlerende zeggenschap heeft verworven waardoor de overige aandeelhouders niet meer de afweging kunnen maken of ze aandeelhouder in een onderneming met gewijzigde zeggenschapsverhouding willen zijn. Ze zitten dus in principe 'vast' in een onderneming waar de bieder control heeft verworven. Bij een vrijwillig openbaar bod hebben de overige aandeelhouders nog zelf in de hand of zij hun aandelen verkopen en al dan niet eventueel de control aan de bieder vergeven. Heeft de bieder na gestanddoening van een openbaar bod eenmaal overwegende zeggenschap verworven, zal deze indien hij niet tevens een meerderheid heeft verkregen, een verplicht bod uit moeten brengen die dan alsnog een billijke prijs zal moeten inhouden. Heeft de bieder wel een meerderheid verkregen na gestanddoening van het vrijwillige openbaar bod, dan is hij niet verplicht een openbaar bod te doen. Wel beschikt hij over de mogelijkheid gebruik te maken van de (alternatieve)uitstootmethoden waarmee hij de minderheid een reële exit door middel van een billijke vergoeding dient te geven op grond van wettelijke bepalingen dan wel jurisprudentie.<sup>356</sup> Al met al hoeft de wet mijns inziens dus niet in het stadium van het vrijwillige openbaar bod reeds te voorzien in deze extra prijswaarborg.

#### §5.2 - Compensatie aandelen bij toepassing wettelijke uitkoopprocedures

Met betrekking tot situaties waarin er gebruik wordt gemaakt van de wettelijke uitkoopregelingen dient de OK in eerste aanleg over de vordering tot overdracht van de aandelen van de minderheidsaandeelhouder te oordelen.<sup>357</sup> Indien de rechter vaststelt dat er niets aan in de weg staat om de vordering toe te wijzen, stelt hij de (billijke) prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben.<sup>358</sup> De wetgever heeft een ex ante justitiële toetsing gecodificeerd, omdat hij het onwenselijk achtte dat de door de uitkoper gevorderde prijs niet zou worden getoetst, indien er tussen partijen geen overeenstemming is over de vast te stellen prijs.<sup>359</sup>

---

<sup>354</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014 (22) 1, p. 45-46.

<sup>355</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014 (22) 1, p. 46.

<sup>356</sup> Zie par. 5.2. De incentive om de minderheidsaandeelhouders uit te stoten zal voor een meerderheidsaandeelhouder sterk aanwezig zijn door de *nuisance value* die die minderheidsaandeelhouder met zich meebrengt.

<sup>357</sup> Art. 2:92a lid 2 BW en art. 2:359c lid 4 BW.

<sup>358</sup> Art. 2:92a lid 5 BW en art. 2:359c lid 6 BW.

<sup>359</sup> *Kamerstukken II* 1984/85, 18 903, nr. 3, p. 8.

Dit betreft dus een extra waarborg ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders ter verkrijging van een *fair price*. Wanneer deze dwingende waarborg zou ontbreken, zou dit tot gevolg hebben dat de minderheidsaandeelhouder het initiatief moet nemen tot een justitiële toetsing van de billijkheid van de prijs. Dit zou een hoge drempel vormen voor het verkrijgen van het recht op een billijke prijs. Aangezien uit jurisprudentie<sup>360</sup> blijkt dat de uitkoper niet zonder meer voldoet aan de ontvankelijkheidscriteria, is mijns inziens een ex ante justitiële toetsing geen overbodige luxe.

De algemene uitkoopregeling kent geen regels omtrent de wijze waarop de OK de prijs van de over te dragen aandelen moet vaststellen. Anders dan de algemene uitkoopregeling kent de specifieke uitkoopregeling wel een wettelijk prijsvermoeden. Indien een vrijwillig openbaar bod is uitgebracht<sup>361</sup>, wordt de prijs van het openbaar bod namelijk *geacht* een billijke prijs te zijn, mits minstens 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had<sup>362</sup>, is verworven.<sup>363</sup> Gelet op de in de vorige paragraaf besproken discussie<sup>364</sup> kan dit vermoeden in twijfel worden getrokken. Met betrekking tot de uitkoop na een verplicht openbaar bod is er ook sprake van een billijk prijsvermoeden die aansluiting vindt bij de biedprijs van het bod, echter hier geldt de drempel van 90% niet. Het verplichte openbaar bod moet namelijk vóór gestanddoening van het bod al voldoen aan de wettelijke waarborg van een eerlijke prijs.<sup>365</sup>

Het prijsvermoeden is weerlegbaar<sup>366</sup>; dat houdt in dat de OK, op verzoek van partijen dan wel ambtshalve, ervan kan afwijken indien hij van mening is dat het prijsvermoeden geen billijke vergoeding voor de minderheidsaandeelhouders oplevert.<sup>367</sup>

De OK heeft aldus een discretionaire bevoegdheid met betrekking tot de prijsvaststelling en de te gebruiken waarderingmethode.<sup>368</sup> Zoals uit onderstaand oordeel blijkt, bestaan er géén wettelijke richtlijnen voor de waardebepaling.<sup>369</sup>

*“Uit de wetsgeschiedenis met betrekking tot wetsontwerp 18 904 (totstandkoming van de uitkoopregeling) blijkt wel dat de wetgever ervan uitging dat aan de uitgekochte aandeelhouder een*

---

<sup>360</sup> Zie Hof Amsterdam (OK) 9 oktober 2012, *JOR* 2012/356 (*Glanerbrook*); Hof Amsterdam (OK) 15 november 2011, *ARO* 2011/183 (*Begraafplaats Vredenhof*); Hof Amsterdam (OK) 4 oktober 2011, *ARO* 2011/162 (*BDC Holding*).

<sup>361</sup> Art. 5:74 Wft.

<sup>362</sup> De minimale 90% verworven aandelen moet bestaan uit aandelen, die de bieder of de doelvennootschap zelf nog niet hield en moet zijn verkregen door gestanddoening van het bod. Aandelenverwervingen via aankopen in de gereguleerde markt dan wel onderhandse verwervingen dienen aldus volledig buiten beschouwing te worden gelaten. Zie Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, *JOR* 2008/335, r.o. 3.11 (*Numico*). De aandelen die de bieder gedurende de na-aanmeldingstermijn heeft verkregen moeten worden meegerekend. Hieruit kan men afleiden dat, voor toepassing van art. 2:359c BW, de OK het oorspronkelijke openbare bod en de eventuele na-aanmelding kennelijk als één bod ziet. Zie noot van M.W. Josephus Jitta en r.o. 3.10 bij Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, *JOR* 2012/43 (*Draka*).

<sup>363</sup> Art. 2:359c lid 6 BW. Zie voor de vereisten met betrekking tot de benodigdheden ter vaststelling van het voldoen aan het wettelijk billijke prijsvermoeden; Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, *JOR* 2008/335, r.o. 3.12 (*Numico*).

<sup>364</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, ‘De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod\*’, *Onderneming en Financiering* 2014 (22) 1.

<sup>365</sup> De ratio achter de drempel van het wettelijk prijsvermoeden bij het vrijwillig openbaar bod is dat de rechtvaardigheid kan worden gevonden in de grote mate waarin degenen tot wie het bod was gericht bereid zijn gebleken hun belang in de doelvennootschap te verkopen tegen de onder het bod geboden tegenprestatie. Indien houders van tenminste 90% van de (certificaten van) aandelen waarop het bod betrekking heeft de biedprijs kennelijk tenminste een adequate weerspiegeling van de waarde van de (certificaten van) aandelen achten, is het vermoeden gerechtvaardigd dat de biedprijs billijk is. Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, *JOR* 2017/651, r.o. 3.13 (*Royal Reesink*).

<sup>366</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 49.

<sup>367</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 8, p. 25.

<sup>368</sup> *Kamerstukken II* 1984/85, 18 903, nr. 3, p. 8.

<sup>369</sup> HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176 r.o. 4.3.1. (*Internationale Nederlanden Groep*).

*reële en redelijke vergoeding zou worden toegekend, maar niet dat de wetgever voor de vaststelling van de waarde van aandelen in een uitkoopprocedure een bepaald waardebegrip of een bepaalde wijze van waardevaststelling voor ogen heeft gestaan.”*

Ook voor uitkoopprocedures op grond van art. 2:92a BW geldt dus dat, ondanks het feit dat de bepaling anders dan art. 2:359c lid 6 BW niet bepaalt dat “een billijke prijs” moet worden vastgesteld, van “een billijke prijs” sprake moet zijn. De rechter is dus tot beide uitkoopregelingen gehouden een billijke vergoeding toe te kennen aan de minderheidsaandeelhouder en dient bij zijn waardebepaling elk feit dat relevant kan zijn te betrekken in zijn oordeel.<sup>370</sup> Hij is aldus echter wel vrij te kiezen welke waarderingsmethoden hij daarbij gebruikt. In jurisprudentie heeft de rechter al wel verschillende richtlijnen ontwikkeld aan de hand waarvan de waarde kan worden bepaald. Hierover verder in dit hoofdstuk meer.

De uitkoopprijs voor beide uitkoopregelingen dient verder in geld te luiden.<sup>371</sup> Met betrekking tot de uitstootregeling bepaalt de wet expliciet dat de uitkoopprijs in geld moet luiden.<sup>372</sup>

### **§5.3 - Compensatie minderheidsaandeelhouders bij gebruik alternatieve uitstootmethoden**

Bij de wettelijke uitkoopregelingen is er de wettelijke waarborg voor de minderheidsaandeelhouder dat de rechter in eerste aanleg over de vordering dient te oordelen. De verplichting tot het geven van een billijke prijs als vergoeding voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouders ondergaat dus een ex ante justitiële toetsing. Bij besluit tot een alternatieve uitstootmethode hoeft geen rechter aan te pas te komen. Hoe wordt in dit geval het recht op een billijke vergoeding gewaarborgd?

#### **§5.3.1 - Juridische (driehoeks)fusie**

De OK<sup>373</sup> heeft, zoals reeds in hoofdstuk 2 aangegeven, het feit dat er een “redelijke prijs” moet worden betaald ten opzichte van de minderheidsaandeelhouder bij toepassing van een alternatieve uitstootmethode als gedragsnorm genoemd. De billijke prijs bij alternatieve uitstootmethoden, dient altijd een vergoeding in de vorm van effecten in te houden. Dit betreft dus feitelijk een vorm van ruil van aandelen. De ruilverhouding zal rekening houden met de werkelijke waarde van de aandelen in de verdwijnende vennootschap ten opzichte van de aandelen van de verkrijgende vennootschap.

Bij de juridische (driehoeks)fusie en ruziesplitsing bestaat er echter altijd de mogelijkheid om naast deze geboden ruilverhouding, een bijbetaling te bieden in contanten.<sup>374</sup> De bijbetaling voor beide uitstootmethoden is echter slechts toegestaan tot een bedrag dat gelijk is aan 10% van het nominale bedrag van de toegekende aandelen. De mogelijkheid tot betaling van een deel van de vergoeding in geld staat de bieder toe om de ruilverhoudingen af te ronden. De wet staat echter niet toe dat met betrekking tot deze twee uitstootmethoden de vergoeding voor de over te dragen aandelen geheel in geld wordt uitgekeerd. Uit jurisprudentie blijkt dat ook de rechter hier niet mee akkoord gaat.<sup>375</sup> In

---

<sup>370</sup> *Kamerstukken II 1987/88, 18 904, nr. 41a, p. 3.* Voorbeelden van die feiten zijn: de aard van de onderneming, de activa-passiva balans, (tussentijdse) vermogensopstelling, winstprospectie, et cetera. Vgl. Hof Amsterdam (OK) 31 mei 1990, *NJ 1991/617*, r.o. 3.3 (*Hoogovens*).

<sup>371</sup> Zie Hof Amsterdam (OK) 21 mei 1992, *NJ 1992/698*, r.o. 3.2 (*Holec*) en Hof Amsterdam (OK) 19 juli 2001, *JOR 2001/182*, r.o. 3.6 (*Reckitt Benckiser*).

<sup>372</sup> Art. 2:359c lid 6 BW.

<sup>373</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, *JOR 2007/69* (*Versatel III*).

<sup>374</sup> Artt. 2:325 lid 2 BW (juridische fusie) en 2:334x lid 2 BW (juridische splitsing).

<sup>375</sup> Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR 2008/36* (*Shell*).



de zaak van *Shell* zou de minderheidsaandeelhouder door uitstoting via een juridische fusie geen aandelen verkrijgen in een (groepsmaatschappij van de) verkrijgende vennootschap. Dit kwam doordat de nominale waarde van het over te dragen aandeel van de minderheidsaandeelhouders niet de waarde had van één aandeel van een (groepsmaatschappij van de) verkrijgende rechtspersoon waar de minderheidsaandeelhouder een belang zou verkrijgen. Hierdoor zou de vergoeding slechts bestaan uit geld. De OK oordeelde echter dat dit ongeoorloofd was en dat *“op een oneigenlijke wijze gebruik (is) gemaakt van de juridische fusie, doordat alle (...) worden uitgestoten tegen betaling van een bedrag in geld, terwijl de regeling van de juridische fusie daarin niet voorziet (...)”*. Tevens werd geoordeeld dat *“In het bijzonder doordat de minderheidsaandeelhouder worden gedwongen hun aandelen in de verdwijnende vennootschap af te staan zonder dat de door de verkrijgende vennootschap te betalen prijs (ex ante) door de rechter wordt vastgesteld, vormt een zodanige inbreuk op de bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders dat het oordeel moet luiden dat het gebruik maken van de juridische fusie als in casu is geschiedt in strijd is met de redelijkheid en billijkheid zoals bedoeld in artikel 2:8 BW (...)”*.<sup>376</sup> Dit sluit aan op het oordeel in de *Versatel*-beschikking, waarbij de HR oordeelde dat besluit tot fusie met het enkele doel om uit te stoten, kan worden gezien als strijdig met art. 2:8 BW.<sup>377</sup>

De OK stelt verder dat de minderheidsaandeelhouder geen recht heeft op het behouden van de status quo, maar dat de ruilverhouding wel redelijk moet zijn.<sup>378</sup> De minderheidsaandeelhouder moet hierdoor tot op zekere hoogte de consequenties aanvaarden van hun keuze om het bod niet te accepteren. De ‘redelijke’ compensatie bij toepassing van een juridische fusie hoeft namelijk niet in alle opzichten even gunstig te zijn als die onder het bod, echter de compensatie dient wel aan de ondergrens van billijkheid te voldoen. Hoe de rechter tot de billijke vergoeding komt en of deze uitkomst wel billijk is, komt later in het hoofdstuk aan bod.

Met betrekking tot het besluit tot een juridische (driehoeks)fusie dienen de besturen van de fuserende rechtspersonen een fusievoorstel op te stellen en deze vervolgens openbaar te maken.<sup>379</sup> Onderdeel van het fusievoorstel is de accountantsverklaring<sup>380</sup> waarin de accountant na onderzoek van het fusievoorstel moet verklaren of de voorgestelde ruilverhouding van de aandelen naar zijn oordeel redelijk is. Dit betreft dus een wettelijke waarborg voor minderheidsaandeelhouders waardoor zij een goede inschatting kunnen maken of de vergoeding die voor hun aandelen wordt gegeven al dan niet billijk is. De AVA, onder aanvoering van de meerderheidsaandeelhouder, kan ondanks een negatief oordeel van de accountant echter wel instemmen met het fusiebesluit.

Indien het besluit tot de juridische (driehoeks)fusie is genomen en de ‘billijke prijs’ als vergoeding van de aandelen van de minderheidsaandeelhouder naar de mening van deze minderheidsaandeelhouders niet billijk is, kunnen zij dit besluit aanvechten bij de rechter. Ze kunnen vernietiging van fusiebesluit vorderen wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid<sup>381</sup> van art. 2:8 BW<sup>382</sup>; via de enquêteprocedure dan wel via de specifieke regeling van art. 2:323 BW.

---

<sup>376</sup> Idem.

<sup>377</sup> HR 14 september 2007, NJ 2007/610, r.o. 4.3 (*Versatel I*).

<sup>378</sup> Dit wordt gewaarborgd door de in art 2:328 BW vereiste accountantsverklaring.

<sup>379</sup> Voor vereisten fusievoorstel zie artt. 2:312 BW - 2:314 BW, 2:326 BW en 2:327 BW.

<sup>380</sup> Art. 2:328 lid 1 BW.

<sup>381</sup> Art. 2:15 lid 1 sub b BW.

<sup>382</sup> In de zaak tussen Leyinvest en Vendex KBB is geoordeeld dat een volstrekt onredelijke ruilverhouding strijdig met de redelijkheid en billijkheid en het besluit aldus vernietigbaar is. Ook kan uit het arrest worden afgeleid dat het negeren van

### §5.3.2 - Activa- passiva transactie/ bedrijfsfusie/ facto de merger

Bij de bedrijfsfusie is er, net als bij de andere twee alternatieve uitstootmethoden, geen sprake van een wettelijke regeling waarin staat dat een de rechter in eerste aanleg over de alternatieve uitstootmethode dient te oordelen.<sup>383</sup> Wel kan de minderheidsaandeelhouder, wanneer hij de geboden prijs ter vergoeding van zijn over te dragen aandelen niet billijk vindt, door middel van art. 2:15 BW of de enquêteprocedure het besluit laten vernietigen door de rechter. Zoals hiervoor aangestipt kan de minderheidsaandeelhouder daarbij aanvoeren dat het besluit dan wel de geboden prijs/ruilverhouding niet billijk is en het dus in strijd is met art. 2:8 BW. Mijns inziens zou het wenselijk zijn om, net als bij de andere alternatieve uitstootmethoden, ook met betrekking tot de bedrijfsfusie als alternatieve uitstootmethode wettelijk vast te stellen dat een onafhankelijke accountant een onderzoek dient te verrichten naar de prijs en een verklaring dient te geven over de redelijkheid hiervan. Wanneer voorafgaand aan het besluit tot een activa- passiva transactie een onafhankelijk onderzoek wordt verricht naar de billijkheid van de koopprijs geeft dit geen garantie tot een billijke vergoeding. De AVA kan namelijk het onderzoek naast zich neerleggen en alsnog besluiten tot de bedrijfsfusie onder de door hem gestelde voorwaarden. Door dit onafhankelijk onderzoek zal de minderheidsaandeelhouder echter wel zekerder zijn van zijn gelijk en aldus eerder naar de rechter durven stappen.<sup>384</sup> Ook zal de rechter dit onderzoek bij zijn oordeel kunnen betrekken.

### §5.3.3 - Ruziesplitsing

Ook bij de ruziesplitsing dient er op basis van jurisprudentie<sup>385</sup> een billijke vergoeding aan de minderheidsaandeelhouders te worden verschaft. In lijn met de juridische (driehoeks)fusie beschikt de ruziesplitsing over de wettelijke waarborg van een ex ante toetsing door een onafhankelijke accountant omtrent een redelijke ruilverhouding als vergoeding. Hierbij beschikt de AVA tevens over de mogelijkheid om van de accountantsverklaring af te wijken.<sup>386</sup>

---

de belangen van de minderheidsaandeelhouder door de meerderheidsaandeelhouder door met het fusiebesluit in te stemmen indien de ruilverhouding onredelijk zijn, op zichzelf ook onredelijk is. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174 (*Vendex/KBB*), m.nt. Van Solinge, Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002/61 (*Leyinvest/KBB*).

<sup>383</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, *JOR* 2007/69 (*Versatel III*). Wel is bepaald dat het betalen van een billijke prijs bij gebruik van alternatieve uitstootmethodes de gedragsnorm is.

<sup>384</sup> Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174 (*Vendex/KBB*), m.nt. Van Solinge, Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002/61 (*Leyinvest/KBB*).

<sup>385</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, *JOR* 2007/69 (*Versatel III*). Billijke prijs bij gebruik van alternatieve uitstootmethodes is de gedragsnorm.

<sup>386</sup> De minderheidsaandeelhouder heeft bij een ruziesplitsing wel de mogelijkheid het besluit aan te vechten bij de rechter, door middel van een beroep op art. 2:334u lid 4 sub a BW, art. 2:15 lid 1 sub BW en de enquêteprocedure.

## §5.4 - Overzicht compensatie minderheidsaandeelhouder

	Billijke prijs ter compensatie?	Aanvullende bepalingen
Vrijwillig openbaar bod	Nee, prijs wordt bepaald door economische marktwerking en bij een vriendelijk bod tevens door onderlinge onderhandeling tussen besturen dan wel bestuur en meerderheidsaandeelhouders. Geen (wettelijke) verplichting tot betalen billijke prijs.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>*Best-price rule</i> (art. 2:92 BW). Deze regeling zorgt voor een gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden.</li> <li>- <i>**Verbod op gunstigere transacties</i> (art. 5:79 Wft).</li> </ul>
Verplicht openbaar bod	Ja, dit is wettelijk verplicht in art. 5:80a lid 1 Wft.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- *</li> <li>- **</li> <li>- Een waarborg voor minderheidsaandeelhouder betreft de mogelijkheid tot het doen van een verzoek tot het vaststellen van de billijke prijs door de rechter (art. 5:80b lid 1 Wft)(ex ante aan gestanddoening van het bod).</li> </ul>
Wettelijke uitkoopregelingen	Ja. Met betrekking tot de specifieke uitkoopregeling is het wettelijk verplicht (art. 2:359c lid 6 BW). Met betrekking tot de algemene uitkoopregeling/ uitstootregeling valt uit de wetsgeschiedenis op te maken dat de wetgever een billijke prijs beoogde met de totstandkoming van het art. 2:92a BW.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- De algemene wettelijke uitkoopregeling is vrijgesteld van het <i>verbod op gunstigere transacties</i> (art. 56b Vrijstellingsregeling Wft).</li> <li>- De specifieke uitkoopregeling bevat een wettelijk billijke prijs<i>vermoeden</i> (art. 2:359c lid 6 BW).</li> <li>- Rechter moet in eerste aanleg billijke prijs vaststellen. (ex ante)</li> </ul>
Alternatieve uitstootmethodes	Ja, dit is in jurisprudentie <sup>387</sup> bepaald.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bij juridische (driehoeks)fusie en ruziesplitsing is een vergoeding volledig in geld niet toegestaan.</li> <li>- De juridische (driehoeks)fusie en ruziesplitsing wordt er ex ante aan besluit daartoe door een onafhankelijke accountant de billijke prijs vastgesteld.</li> </ul>

<sup>387</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, JOR 2007/69 (Versatel III). Billijke prijs bij gebruik van alternatieve uitstootmethodes is de gedragsnorm.

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Geen ex ante justitiële toetsing van billijke prijs.</li> <li>- Besluit tot uitstoot kan enkel worden vernietigd indien rechter (bij enquêterecht ex ante en bij beroep op art. 2:15 lid 1 sub b BW ex post) oordeelt dat (de prijs/ruilverhouding als onderdeel van) het besluit onredelijk is.</li> </ul>
--	--	--

Tabel 1. Overzicht (waarborgen ter verkrijging) van (billijke) compensatie.

## §5.5 - Waardering in de praktijk

De waardering van aandelen betreft geen exacte wetenschap. De waardering is afhankelijk van de optiek die men kiest en de daarbij te hanteren uitgangspunten.<sup>388</sup> De rechter heeft daarbij de discretionaire bevoegdheid om een waarderingsmaatstaven en -methoden te kiezen. Dit blijkt uit zowel een arrest van de HR<sup>389</sup> waar werd geoordeeld dat: “niet (blijkt) dat de wetgever voor de vaststelling van de waarde van aandelen (.....) een bepaald waardebegrip of een bepaalde wijze van waardevaststelling voor ogen heeft gestaan”, als uit literatuur.<sup>390</sup> Hij zal zijn keuze baseren op de context van de situatie<sup>391</sup> om aldus zo de belangen van de partijen mee laten wegen. De mogelijkheid tot keuze uit verschillende waarderingsmaatstaven en -methodes leidt tot zeer uiteenlopende mogelijke resultaten, afhankelijk van wie de waardering uitvoert en welke cijfers worden gebruikt.

### §5.5.1 – Proces prijsvaststelling van aandelen bij (alternatieve) uitstootprocedures

*‘Het BW bevat geen regels op grond waarvan de waarde van de onderneming moet worden vastgesteld. Het behoort in beginsel tot het debat van partijen wat de vermogensgrondslagen dienen te zijn van het ondernemingsvermogen. Op basis van het debat neemt de rechter dan een beslissing op grond waarvan de deskundige de waarde van het ondernemingsvermogen dient vast te stellen.’<sup>392</sup>*

In geval de rechter bij een beroep op de wettelijke uitkoopregelingen in eerste aanleg de prijs van de over te dragen aandelen dient vast te stellen dan wel de ruilverhouding dient vast te stellen nadat een minderheidsaandeelhouder een beroep op hem doet na uitstoting door de meerderheidsaandeelhouder, beschikt hij over de mogelijkheid gebruik te maken van deskundigen<sup>393</sup>

<sup>388</sup> A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen. In de juridische praktijk*, Paris 2017, p. 9.

<sup>389</sup> HR 11 september 1996, NJ 1997/176, r.o. 4.3.1. (*Internationale Nederlanden Groep*).

<sup>390</sup> F. de Kam, ‘Uitkoop en waardering van aandelen’, *NV* 1994, 72/3, p. 66-73 & Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, ‘Prijs- en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures’, *O&F* 2014/2, p. 62

<sup>391</sup> Waarbij de rechter acht zal slaan op alle omstandigheden van het geval. Zie *Kamerstukken II* 1987/88, 18 904, nr. 41a.

<sup>392</sup> Hof ‘S-Gravenhage 23 februari 2010, ECLI:NL:GHSGR:2010:BL6543, r.o. 67.

<sup>393</sup> Bij de wettelijke uitkoopregelingen is gecodificeerd dat de rechter beschikt over de mogelijkheid te bevelen dat één of drie deskundigen zullen adviseren over de waarde van de over te dragen aandelen. Zie art. 2:92a lid 5 BW. art. 2:359c lid 6 BW. De benoeming geschiedt in overleg met partijen. Zie art. 194 Rv. Hiertoe zal echter slechts toe worden gegaan wanneer dit noodzakelijk wordt geacht. Zie J.M.M. Maeijer, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, ‘*Asser 2-II De naamloze en besloten vennootschap*’, Deventer: Kluwer 2009, nr. 686. Dit kan het geval zijn indien er geen objectieve op de vrije marktwerking gebaseerde indicatoren voor de aandelenwaarde zijn, partijen verschillende waardepercepties hebben of eiser, die gegevens over de waarde verschaft, onvoldoende (betrouwbaar) wordt geacht. De terughoudendheid van de OK om een deskundigenonderzoek te bevelen kan worden verklaard door het feit dat zo’n onderzoek relatief zeer kostbaar is

die hem van advies voorzien omtrent de waarde van de aandelen. Hiertoe zal, zoals hiervoor al aangegeven, echter slechts toe over worden gegaan wanneer dit noodzakelijk wordt geacht.<sup>394</sup> Aangezien in veel gevallen het bepalen van de waarde een zeer complexe bezigheid betreft, dient de rechter veelal toch een specialist met voldoende ervaring in te schakelen.<sup>395</sup>

#### §5.5.1.1 - Waarderingsopdracht en context

Voor een waarderingsdeskundige vormt de waarderingsopdracht het uitgangspunt. Het vermeldt vanuit welk perspectief de waarde wordt berekend. Er is namelijk nooit sprake van één objectieve waarde.<sup>396</sup> Waarde is namelijk in de eerste plaats afhankelijk van subjectieve verwachtingen. De verwachtingen vanuit het perspectief van een strategische bidder zullen bijvoorbeeld hoger uitvallen dan de verwachtingen vanuit het perspectief van een bidder die de onderneming zelfstandig wil voortzetten ('standalone' situatie) doordat in het eerste geval de synergievoordelen worden meegewogen. Alle feiten en omstandigheden waarbinnen de waarde- en prijsbepalingen plaatsvinden zijn van belang voor het proces en de uitkomst.<sup>397</sup> De context wordt ook wel 'rechtssfeerwaarde' genoemd.<sup>398</sup> Gesteld kan worden dat met 'redelijke' prijs de rechtssfeerwaarde wordt bedoeld.<sup>399400</sup>

Het staat partijen vrij afspraken te maken over wat de waarderingsgrondslagen dienen te zijn en dus de wijze waarop een deskundigenonderzoek moet worden ingericht. De rechter is in beginsel aan die afspraken gebonden vanwege zijn lijdelijkheid.<sup>401</sup> Indien de partijen niet tot een overeenstemming kunnen komen, neemt de rechter op basis van het debat<sup>402</sup> een beslissing waarna de deskundigen aan de hand van deze beslissing kunnen waarden.

---

en dat de kosten voor rekening van de eiser komen indien gedaagde geen verweer heeft gevoerd. Zie Hof Amsterdam (OK) 9 februari 1989, *NJ* 1990/174 (*Vereenigde Glasfabrieken*).

<sup>394</sup> J.M.M. Maeijer, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, *Asser 2-II De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 686.

<sup>395</sup> In Nederland is er een grote groep specialisten op het gebied van waardebepaling. Zo zijn er Register Valuators ingeschreven bij het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) en zijn er gerechtelijke deskundigen op het gebied van Business Valuation ingeschreven in het landelijk register van gerechtelijke deskundigen (LRGD). Uit de praktijk blijkt echter dat er regelmatig gekozen wordt voor adviseurs die slechts sporadisch betrokken zijn bij het uitvoeren van waardebepalingen. Het is geen vereiste dat de deskundige staat ingeschreven bij een instituut of dat deze zich enkel bezighoudt met waarden. Van belang is dat de deskundige op de hoogte is en blijft van de ontwikkelingen op het gebied van waardebepaling, zodat hij de waardebepaling kan voorzien van een goede onderbouwing. Zie G. Slopsema, *Waardebepaling van aandelen in ondernemingen bij gerechtelijke procedures*, Trema nr. 10, 2010, Sdu Uitgevers, p. 541.

<sup>396</sup> Zie A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen In de juridische praktijk*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 26. In het aangaan van transacties komt een (ruil)prijs tot stand, waarmee volgens het neoliberale denken een objectieve ruilprijs wordt bepaald. Indien er sprake is van een efficiënte markt (met een groot aantal aanbieders en vragers, die allen volledig geïnformeerd zijn), komt een 'fair' value tot stand. Een echte efficiënte markt bestaat echter niet. Er treden altijd marktverstoringen op. Bovendien wordt er vaak gehandeld naar emotie.

<sup>397</sup> Hof Amsterdam (OK) 14 maart 1991, *NJ* 1991/619, r.o. 3.2 (*INHAM*). Zowel objectieve als subjectieve factoren dienen te worden meegenomen. Wat bijvoorbeeld ook meespeelt is de mate van professionaliteit van partijen of de mate waarin de partijen zich laten bijstaan door deskundigen.

<sup>398</sup> R. Kooger, 'Ondernemingswaarde voorbehouden aan bedrijfseconomen?', in: R. Kooger, e.a., *Verdeling in de notariële praktijk*, Preadvies KNB 2012, p. 188-190.

<sup>399</sup> A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen In de juridische praktijk*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 37.

<sup>400</sup> Voor meer informatie omtrent de waarderingscontext zie: A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), MetaLibri Digital Library 2007, p. 28 en S.W. van den Berg, 'Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures', *Ondernemingsrecht* 2017/125, p. 124-133.

<sup>401</sup> HR 13 maart 2015, *ECLI:NL:HR:2015:599*. Vgl. artt. 19 en 24 Rv.

<sup>402</sup> T. Salemink, '5.3 Waarderingsmethoden', *GS Rechtspersonen* 2013. De bidder van een voorafgaand bod dient voor de aandelenwaardering door de rechter in ieder geval de volgende stukken te overleggen waarop hij zijn uiteindelijke

De waarderingsdeskundigen zullen in beginsel met de volgende aspecten die van belang zijn voor de waardebepaling geconfronteerd worden:<sup>403</sup>

- 1 De financiële positie en vooruitzichten van het object van waardering;<sup>404</sup>
- 2 De te hanteren waardemaatstaf<sup>405</sup>;
- 3 De te hanteren waarderingsmethode<sup>406</sup>;
- 4 Peildatum van de waardering;
- 5 De toe te passen kortingen en premies;
- 6 De procedure van het waarderingsproces;
- 7 De prijsvaststelling.

Nadat waarderingsdeskundigen in een rapport hun bevindingen en conclusies hebben uitgebracht, kunnen in het debat tussen de partijen de elementen die gegeven de rechtssfeerwaarde relevant zijn voor de waarde nog ingebracht worden. De rechter beslist uiteindelijk op basis van het gevoerde debat. De elementen die nog in de waardering betrokken moeten worden gegeven de juridische context, moeten tussen partijen gevoerd worden. Indien een stelling niet weerlegd is, staat deze in beginsel voor de rechter vast. De beslissing van de rechter omtrent de waardebepaling kan in beginsel niet in cassatie op juistheid worden getoetst, omdat deze berust op de keuze en waardering van de feitenrechter.

#### §5.5.1.2 – Waarderingsmethoden

Zoals reeds vermeldt heeft de rechter de discretionaire bevoegdheid te kiezen vanuit welke optiek en op welke manier hij aandelen gaat waarderen. Het komen tot de meest ‘objectieve’ waarde zal daarbij het voornaamste doel van de rechter zijn. Dit houdt in dat wordt beoogd de meest gevoelsmatig juiste methode(n) te gebruiken met betrekking tot beide partijen.

In de waarderingspraktijk kan gebruik worden gemaakt van verschillende waarderingsmaatstaven en -methoden, afhankelijk van de specifieke situatie waarin de onderneming verkeerd. Ten eerste is er de maatstaf van de economische waarde van het eigen vermogen. Hierbij ligt de focus voornamelijk op toekomstige resultaten of geldstromen. Daarnaast kan vanuit het perspectief van de boekwaarde van het eigen vermogen gewaardeerd worden; hierbij speelt de financiële historie een belangrijke

---

beslissing mede kan baseren: de jaarrekeningen over de 3 meest recente boekjaren en (indien mogelijk) de reeds bekende halfjaarcijfers; het biedingsbericht, met daarin in ieder geval de aanbevelingen van het bestuur en de RvC en een door een onafhankelijke partij opgestelde *fairness opinion*; en een verklaring van een onafhankelijk deskundige dat de waarde van de aandelen sinds het openbaar bod niet is gestegen.

<sup>403</sup> S.W. van den Berg, ‘De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma’s voor waarderingsdeskundigen’, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 571 e.v.

<sup>404</sup> Ook van belang zijnde voor het vaststellen van een prijs, is het object van waardering. De ondernemingsactiviteit wekt de toekomstige kasstromen op door inzet van activa en arbeid. De onderneming als economische activiteit is het primaire onderwerp van de waardering. Onder het ondernemingsvermogen vallen de activa en passiva die tot een onderneming behoren en dienstbaar zijn aan de activiteiten. Zie: A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen. In de juridische praktijk*, Paris 2017, p. 43.

<sup>405</sup> De waarderingsmaatstaf houdt in dat kan worden gewaardeerd vanuit verschillende perspectieven. Zo kan men de economische waarde van het eigen vermogen (waarbij de focus ligt op toekomstige resultaten of geldstromen) berekenen of de boekwaarde van het eigen vermogen (waarbij de financiële historie een belangrijke rol speelt en die kan worden berekend aan de hand van de balans en jaarrekeningen van voorgaande jaren). Zie Van Borssum, Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014, p. 57.

<sup>406</sup> De waarderingsmaatstaf is het ‘standpunt’ dat de waarderingsdeskundige inneemt. De waarderingsmethode is vervolgens de bijpassende rekenmethode om de waarde van de onderneming, rekening houdend met het standpunt, vast te stellen.

rol. De keuze voor één van de twee perspectieven hangt af van het toekomstperspectief. Wanneer er de verwachting is dat aandelen in de toekomst in waarde zullen stijgen, zal eerder uit worden gegaan van een waardering op basis van de economische waarde van het eigen vermogen.<sup>407</sup>

Nadat er een waarderingsmaatstaf/perspectief is gekozen, dient er een passende waarderingsmethode te worden toegepast. Dit betreft de rekenformule om de waarde van de onderneming vast te stellen. De waarderingsmethoden kunnen worden onderscheiden in 3 categorieën: de intrinsieke waarde en liquiditeitswaarde (ook wel de vermogensmethoden); economische waarderingsmethoden en de marktmethoden.

De *intrinsieke waarderingsmethode* en de *liquidatiemethode* gaan in beginsel enkel uit van de waarde van de aanwezige activa en passiva. Ze betreffen het gegeven eigen vermogen van de onderneming per waarderingsmoment. Ze verschaffen geen inzicht over de toekomstige winstgevendheid van de onderneming. Boekhoudkundig is dit de som van alle activa minus het vreemd vermogen. Zij besteden in hun zuivere vorm geen aandacht aan het feit dat een onderneming een organisatorisch verband is van kapitaal en arbeid en dat de meerwaarde juist door dit organisatorisch verband ontstaat. Bij de *liquidatiemethode*<sup>408</sup> wordt de goodwill buiten beschouwing gelaten, aangezien de goodwill geen waarde meer heeft wanneer er geen sprake meer is van continuering van het bedrijf. Bij de *intrinsieke methode*<sup>409</sup> tracht men nog wel enige rekening te houden met de goodwill en daarmee met het element van organisatorisch verband. Getracht wordt de 'werkelijke' boekwaarde van het eigen vermogen vast te stellen.<sup>410</sup> Alle activa en passiva op de balans dienen om die reden geherwaardeerd te worden, zodat zij een juiste afspiegeling vormen van de actuele, werkelijke waarde van de onderneming.<sup>411</sup> Een nadeel van deze methodes is dat er activa aanwezig kan zijn in een onderneming die zich moeilijk op waarde laat schatten.<sup>412</sup> Met betrekking tot zeer courante activa<sup>413</sup> die eenvoudig over te dragen zijn, zal de intrinsieke waarde niet moeilijk vast te stellen zijn.

Een *marktmethode* is in beginsel geen zelfstandige methode van waardering. De waarde wordt afgeleid uit de marktwaarden van andere (gelijksoortige) ondernemingen.<sup>414</sup> Hierbij zijn echter wel kanttekening te plaatsen, zo is de markt niet altijd efficiënt. Inefficiëntie wordt onder andere veroorzaakt doordat partijen niet over gelijke informatie beschikken, men vaak handelt naar emoties in plaats van rationeel. Dit speelt de laatste tijd voornamelijk bij innovatieve bedrijven, waar door (overspannen) emoties de prijzen de pan uit stijgen. Een ander nadeel is dat het lastig is om vergelijkbare ondernemingen te vinden die soortgelijke activiteiten exploiteren. Dit alles neemt echter niet weg dat de methode gebruikt kan worden om de uitkomst van de economische waarde berekeningen te ondersteunen.

Men beschouwt de *economische waarderingsmethoden* als de theoretisch sterkst gefundeerde methoden. Voor toepassing van deze methoden zijn de toekomstverwachtingen ten aanzien van de

---

<sup>407</sup> Van Borssum, Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014, p. 57.

<sup>408</sup> Liquidatiewaarde: directe opbrengstwaarde -/- schulden en kosten. Zie R. Van Oeveren, 'WAARDE OP WAARDE GESCHAT', *Finance & ControlPE* juni 2007, p. 27.

<sup>409</sup> Intrinsieke waarde: eigen vermogen + stille reserves. Er is sprake van een stille reserve indien een post op de balans lager gewaardeerd wordt dan deze in werkelijkheid is.

<sup>410</sup> Van der Zanden, 'Waardering van (aandelen in) ondernemingen', *WPNR* 2016/7119, p. 708.

<sup>411</sup> A.N.G Janssen & P.A. de Ruijter, *Prijs en waarde van ondernemingen*, Amsterdam: De Ruijter 2017, p. 9.

<sup>412</sup> Bijvoorbeeld immateriële activa zoals intellectuele eigendomsrechten.

<sup>413</sup> Vaak de aandelen op een beursvennootschap.

<sup>414</sup> R. Van Oeveren, 'WAARDE OP WAARDE GESCHAT', *Finance & ControlPE* juni 2007, p. 28.

resultaten dan wel kasstromen en de rendementseis die koper en verkoper aan investering stellen essentieel. Inschattingen zullen worden gemaakt van de toekomstige in- en uitgaande kasstromen uit hoofde van de operationele activiteiten en vanuit de voor de operationele activiteiten noodzakelijke investeringen. Deze gegevens zullen worden ontleend aan de administratieve gegevens, met name boekhoudkundige gegevens, waaruit het causale verband tussen de kasstromen en de bedrijfsactiviteiten blijken. Vanuit deze causale relatie en de prognose van de toekomstige bedrijfsactiviteiten kunnen de toekomstige kasstromen worden opgesteld.

Er zijn verschillende subcategorieën onder de *economische waarderingsmethode*<sup>415</sup>. Ten eerste is er de rentabiliteitswaarde waarbij veelal een genormaliseerde resultatenrekening<sup>416</sup> als uitgangspunt wordt genomen. Deze methode wordt in de praktijk minder vaak toegepast en is gebaseerd op de veronderstelling dat een onderneming 'eeuwigdurend' een bepaalde (vaak van het verleden afgeleide) winstgevendheid realiseert.<sup>417</sup> Ten tweede is er de *discounted cash flow*-methode (hierna: 'DCF-methode'). Bij deze methode worden de aandelen gewaardeerd aan de hand van de (contante) waarde van de in de toekomst te verwachten resultaten en kasstromen. De huidige waarde van de onderneming wordt bepaald door de te verwachte toekomstige kasstromen te corrigeren door het bijbehorende risico en de tijds waarde in geld.<sup>418,419</sup>

## §5.6 - Waardebepaling van aandelen bij uitstoot in de rechtspraak

In het BW is met betrekking tot alle uitstootprocedures niets gecodificeerd over de wijze waarop een onderneming moet worden gewaardeerd.<sup>420</sup> Er is dan ook bijvoorbeeld geen wettelijk vastgelegde minimum uitkoop prijs.<sup>421</sup> De parlementaire wetsgeschiedenis maakt enkel duidelijk dat de prijzen billijk<sup>422</sup> dienen te zijn en dat alle omstandigheden die relevant (kunnen) zijn voor de waarde betrokken moeten worden in het oordeel van de rechter.<sup>423</sup>

Bij de wettelijke uitkoopregelingen geldt dat de gevorderde uitkoop prijs van de bidder, de ondergrens van de waarde is.<sup>424</sup> Wanneer de aandelenwaarde na de datum van dagvaarding daalt,

---

<sup>415</sup> In deze thesis zullen er slechts twee worden behandeld. Voor meer informatie over economische methoden zie: R. Van Oeveren, 'WAARDE OP WAARDE GESCHAT', *Finance & ControlPE* juni 2007.

<sup>416</sup> Jaarrekening waarin alle activa en passiva die het resultaat van de onderneming incidenteel hebben beïnvloed of niet als normatief worden beschouwd, worden geschrapt. Bijvoorbeeld een eenmalig bedrijfsfeest.

<sup>417</sup> R. Van Oeveren, 'WAARDE OP WAARDE GESCHAT', *Finance & ControlPE* juni 2007, p. 27.

<sup>418</sup> De methode heeft als voordeel dat de waardering gericht is op de toekomst en niet gebaseerd is op een moment opname. Deze methode kan dan ook rekening houden met alle mogelijke factoren die de toekomstige opbrengst mogelijk beïnvloeden. Een nadeel van deze methode is dat het maken van een prognose van verwachte toekomstige resultaten en kasstromen af kan hangen van vele variabelen. Dit maakt de methode zeer arbeidsintensief en ingewikkeld en om die reden brengt het dan ook vaak hogere kosten met zich mee. Bovendien heeft de keuze van de factoren veelal een grote invloed op de uiteindelijke waardering. Tevens kan het feit dat het toekomstgericht is nadelig zijn. Vaak leiden DCF-methodes tot hoge waarderings. Dit komt doordat waarderingsdeskundigen onrealistische prognoses stellen. Het is om die reden dan ook erg van belang dat men bij toepassing van deze methode zo realistisch mogelijk is met betrekking tot de verwachte kasstromen. Zie: Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 83.

<sup>419</sup> Verdere uitweiding omtrent de methoden valt buiten de reikwijdte van deze scriptie. Ze zijn slechts kort besproken in het kader van de uitstootprocedure in de volgende paragraaf. Raadpleeg voor meer informatie omtrent de waarderingsmethoden: A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van ondernemingen In de juridische praktijk*, Paris 2017.

<sup>420</sup> H.T. Verhaar, 'De verbeterde geschillenregeling: meer potentieel dan wellicht wordt gedacht', *O&F* 2012, afl. 3, p. 26-36; R.M. Tamminga, 'De uitstootregeling van art. 2:359c BW nader beschouwd', *V&O* 2009, afl. 2, p. 21-25.

<sup>421</sup> *Kamerstukken II* 1985/86, 18 904, nr. 6, p. 2.

<sup>422</sup> HR 11 september 1996 (ro. 4.3.1 en 4.6.1), *NJ* 1996/176; *JOR* 1996/113 (*Nationale Nederlanden*). Onder redelijke waarde moet de objectieve werkelijke dan wel reële waarde worden verstaan.

<sup>423</sup> *Kamerstukken II* 1987/88, 18 904, nr. 41a, p. 3.

<sup>424</sup> Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, *JOR* 2012/43 (*Draka*), r.o. 3.16.



laat de OK deze waardedaling buiten beschouwing. Een rechter mag in beginsel niet meer of iets anders toewijzen dan gevorderd.<sup>425</sup> Bij een waardestijging stelt de OK echter wel een hogere prijs vast. De bieder kan de nadelen van waardedalingen enigszins ondervangen door op grond van art. 130 Rv zijn eis te vermeerderen en de vaststelling van een lagere prijs te vorderen.<sup>426</sup>

#### §5.6.1 - Richtlijnen bij prijsvaststelling

Uit jurisprudentie blijkt dat de prijsvaststelling geschiedt uitgaande van werkelijke feiten, waarbij moet worden gelet op alle omstandigheden die de waarde bepalen, zoals onder andere de balans, tussentijdse cijfers, winstvooruitzichten, de aard van de onderneming<sup>427</sup> en waarbij dus de “werkelijke waarde” wordt vastgesteld.<sup>428</sup> Dit betekent dat een waardeberekening van aandelen uitsluitend op grondslag van de intrinsieke waarde niet zonder meer aanvaard kan worden.<sup>429</sup> De betaalde prijs voor de aandelen moet in redelijkheid gerelateerd kunnen worden aan de waarde van de aandelen.<sup>430</sup>

In de rechtspraak zijn enkele richtlijnen gecreëerd met betrekking tot de vaststelling van de “werkelijke waarde”. Het traditioneel uitgangspunt<sup>431</sup> met betrekking tot nog aan de beurs genoteerde aandelen, is dat de OK de prijs van de aandelen vaststelt “*op de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum in het economisch verkeer hebben, 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*”.<sup>432</sup> De prijs is dan gebaseerd op een fictie van een gewillige koper, een gewillige verkoper en een competitieve markt.<sup>433</sup> Het uitgangspunt betekent echter niet dat er zich in de praktijk geen belangrijke redenen kunnen voordoen waardoor de prijs die tussen redelijk handelende partijen zou zijn overeengekomen bepalend kan worden geacht.<sup>434</sup> Afwijken in de statuten of overeenkomsten kan tot een andere uitkomst leiden indien de rechter dat billijk acht.<sup>435</sup> De wetgever heeft hiermee beoogd de vrijheid van partijen te waarborgen. De overeengekomen prijs dient echter wel redelijk te zijn. Of deze als redelijk kan worden beschouwd, hangt af van de omstandigheden van het geval.<sup>436</sup> De wetgever geeft hierbij aan dat moet worden gekeken naar of de aandelenoverdracht vrijwillig tot stand komt of dat deze onder dwang plaatsvindt.<sup>437</sup> Wanneer er sprake is van een uitstootprocedure, vindt de overdracht onder dwang plaats. De minderheid staat immers voor een voldongen feit. In dat geval wordt een aan een openbaar bod voorafgegane overeengekomen prijs die afwijkt van het uitgangspunt dus niet billijk geacht.

---

<sup>425</sup> Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, *JOR* 2012/43 (*Draka*), r.o. 3.16.

<sup>426</sup> Hof Amsterdam (OK) 9 maart 2010, *JOR* 2010/154, r.o. 3.13 (*Rodamco Europe*). Vgl. T. Saleminck, ‘Uitkoop van minderheidsaandeelhouders’, *VDHI* 2014/125, 9.2.2.e. & 9.2.2.f.

<sup>427</sup> Hof Amsterdam (OK) 22 november 1990, *NJ* 1991/618 (*Nierstrasz*).

<sup>428</sup> HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176, *JOR* 1996/113, r.o. 4.6.1. (*Offerhaus/ING*).

<sup>429</sup> Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2008, *ARO* 2008/70, r.o. 3.7 (*Bronnebad Nieuweschans-Bunde*).

<sup>430</sup> EHRM 16 januari 2001, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*).

<sup>431</sup> Rechtspraak gewezen op grond van art. 2:92a BW is ook van toepassing ten aanzien van de prijsbepaling van de bijzondere uitkoopregeling. Zie T. Saleminck, ‘Uitkoop van minderheidsaandeelhouders’, *VDHI* 2014/125, p. 182.

<sup>432</sup> Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197, r.o. 3.11 (*Euronext*) en Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36, r.o. 3.3 (*Shell*). In laatstgenoemd arrest werd aangesloten bij de koers van een vergelijkbaar aandeel.

<sup>433</sup> Hof Amsterdam (OK), 16 februari 2010, *LJN* BL8336.

<sup>434</sup> HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176, *JOR* 1996/113, r.o. 4.6.1. (*Offerhaus/ING*).

<sup>435</sup> *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103 (MvT).

<sup>436</sup> *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103 (MvT).

<sup>437</sup> *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103-104 (MvT).

Het uitgangspunt betreft een redelijk open waarderingsgrondslag, die door middel van verschillende waarderingsmethoden kan worden ingevuld. Een fictieve meestbiedende gegadigde kan namelijk door middel van verschillende factoren<sup>438</sup> tot de maximale prijs komen. Het uitgangspunt waarbij de waarde gelijk staat aan de prijs die een onafhankelijke meest biedende gegadigde zou betalen indien er sprake zou zijn van een vrijwillige overdracht, zou niet moeten gelden in uitstootprocedures. Wanneer er sprake is van een uitstootprocedure gaat het om aandelen die een minderheid vertegenwoordigen. Bij een vrijwillige overdracht zou een onafhankelijke derde hiervoor minder willen betalen (een minderheidsd cote<sup>439</sup>). De reden hiervoor is dat de derde minder synergievoordelen zou kunnen verwezenlijken door zijn kleinere invloed op het beleid van de onderneming. Tevens bestaat voor een minderheidsaandeelhouder het gevaar benadeeld te worden door de meerderheidsaandeelhouder. Mijns inziens zou het minderheidsd cote niet meegewogen moeten worden aangezien deze de minderheidsaandeelhouders onevenredig treft. De aandelen worden namelijk niet overgenomen door een willekeurige derde, maar door de bieder die hierdoor *full control* over de onderneming verkrijgt.

Ook Salemink betoogt dat de waarde in het economisch verkeer geen geschikt uitgangspunt vormt voor aandelenwaardering bij (alternatieve) uitstootprocedures. Er wordt hierbij volgens hem namelijk geen rekening gehouden met de mate van verhandelbaarheid van de aandelen. Er bestaat een onderscheid tussen de waardering van de courante aandelen en incurante aandelen.<sup>440</sup> Aandelen zijn courant indien zij verhandeld kunnen worden op de markt. Dit zijn vaak beursgenoteerde aandelen. Bij courante aandelen kan de OK voor de waardering door middel van een referentiepunt in de markt, zoals een actuele of recente beurskoers<sup>441</sup> of de tegenprestatie van een voorafgaand bod<sup>442</sup>, aansluiting zoeken bij de waarde in het economisch verkeer. Hierbij is het effect van het aan de aandelen verbonden zeggenschap in de waarde verdisconteerd. De beurskoers wordt in beginsel beschouwd als een objectieve waarderingsmethode.<sup>443</sup> De beurskoers houdt echter geen methode in; het geeft slechts de prijs weer en die prijs wordt geacht een objectieve benadering van de waarde te zijn. Om voor de waarde bij de beurskoers aan te sluiten, is vereist dat sprake is van een transparante markt. De beurskoers is in geval er een openbaar bod heeft plaatsgevonden echter zelden een goed aanknopingspunt door het ontbreken van een *fair market*.<sup>444</sup> Bij uitkoopzaken is namelijk in veel gevallen de doelvennootschap van de beurs gehaald dan wel vindt er geen beurshandel meer plaats, waardoor niet vaak meer bij de beurskoers kan worden aangesloten. Aansluiting bij een voorafgaand openbaar bod is dan ook een meer geschikte methode. Hiervoor is in ieder geval vereist dat 1) het openbaar bod op grote schaal is aanvaard, 2) tussen het uitbrengen dan wel gestanddoening van het bod en de datum van het arrest beperkte tijd is verstreken (een jaar is

---

<sup>438</sup> Zo kan deze grote waarde hechten aan de in de onderneming aanwezige activa, maar ook aan de verwachte toekomstige kasstromen. De keuze voor een bepaalde waarderingsmaatstaf vindt per geval plaats. Vaak hangt de keuze van een waarderingsmaatstaf af van het doel van de waardering van aandelen. Wanneer er gebruik wordt gemaakt van een (alternatieve) uitstootmethode waarbij de bieder beoogt de doelvennootschap in te lijven binnen zijn concern om synergie- en schaalvoordelen te behalen, zal de waarde voor de bieder hoger uitvallen dan wanneer de bieder probeert de doelvennootschap zelfstandig tot een succes te maken. Voor beide geldt dat het voor de hand zal liggen dat de maatstaf die de focus heeft liggen op het toekomstperspectief de voorkeur heeft. Hier wordt namelijk getracht de economische waarde van het eigen vermogen te waarderen aangezien deze hoger zal uitvallen dan de boekwaarde.

<sup>439</sup> Tegenovergestelde van een controlepremie ter verwerving van een controlerend belang in een onderneming.

<sup>440</sup> T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Deventer: Kluwer 2014, p. 197 en 204.

<sup>441</sup> Hof Amsterdam (OK) 19 juni 2012, *JOR* 2012/250, r.o. 3.14 (*NWR*).

<sup>442</sup> Hof Amsterdam (OK) 8 april 2014, *JOR* 2014/163 (*D.E. Master Blenders*).

<sup>443</sup> HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176; *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*).

<sup>444</sup> Van een "*fair market*" is geen sprake indien de beurskoers is gemanipuleerd of indien er onvoldoende handel is in het aandeel. Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/687.

nog recentelijk) en 3) er geen redenen zijn te veronderstellen dat de waarde van de aandelen sinds het gestanddoening van het bod is gestegen.<sup>445</sup> Met betrekking tot het tweede vereiste is in een aantal arresten afwijkend geoordeeld. De OK meent dus dat ook indien niet kort na het openbare bod een procedure is gestart, de biedprijs een goede indicatie van waarde kan zijn.<sup>446</sup>

Indien de aandelen nog beursgenoteerd zijn of er met de aandelen vergelijkbare aandelen aan de beurs worden verhandeld en er *geen* voorafgaand openbaar bod heeft plaatsgevonden, kan er volgens de OK voor die reële waarde aansluiting bij de beursprijs worden gezocht.<sup>447</sup> Indien er wel een openbaar bod aan de uitstoot vooraf is gegaan, wordt in beginsel aangesloten bij de biedprijs. Ter waardering van aandelen waarbij de marktwaarde ontbreekt, wijkt de OK echter veelal af van het traditionele uitgangspunt en geschiedt de prijsvaststelling bij uitstoting op basis van door de uitkoper overgelegde stukken, waaronder een beredeneerde verklaring omtrent de waarde van een onafhankelijke, naar professionele kwaliteitseisen erkende, waarderingsdeskundige<sup>448</sup> of door middel van een door de OK gelast deskundigenonderzoek.<sup>449</sup> Om de waarde zonder deskundigenbericht te kunnen vaststellen, verlangt de OK in ieder geval de jaarrekeningen over de 3 meest recente boekjaren en een beredeneerde verklaring van een onafhankelijk, naar professionele kwaliteitseisen erkende, waarderingsdeskundige (bijv. een registeraccountant) over de waarde van de aandelen per een zo recent mogelijke datum.<sup>450</sup> De waarde per aandeel naar evenredigheid van de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming (*de pro rata parte*-waarde) geldt hier uitgangspunt.<sup>451</sup> Dit kan ook weer op verscheidene manier ingevuld worden. De rechter past geen correcties toe op deze waarde in verband met het gebrek aan verhandelbaarheid en het gebrek aan zeggenschap van de betreffende minderheidsaandelen. Er wordt dus geen rekening gehouden met een waardedrukkende invloed van een minderheidsbelang, bijvoorbeeld vanwege de omstandigheid dat aan dit belang geen controlerende zeggenschap is verbonden of dat de aandelen incurant zijn geworden.<sup>452</sup> Tevens wordt geen rekening gehouden met een waardeverhogende '*nuisance value*' van het minderheidsbelang. Welke methode de voorkeur heeft bij het bepalen van de *pro rata parte*-waarde, hangt af van de omstandigheden van het geval. De OK schrijft geen specifieke waarderingsmethode voor.<sup>453</sup> De meest geschikte waarderingsmethode kan per aandelen waardering verschillen. De algemene opvatting in de huidige literatuur is dat de DCF-methode het meest geschikt is.<sup>454</sup>

Mijns inziens kan indien aan de uitstootprocedure een (recent) verplicht openbaar bod vooraf is gegaan, aansluiting worden gezocht bij dat openbaar bod. Voor een verplicht openbaar bod geldt

---

<sup>445</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, p. 211 e.v.

<sup>446</sup> Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, *ARO* 2007/159 (*Seagull*); Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, *ARO* 2007/160 (*Verosol*) en Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2007, *ARO* 2007/113 (*McGregor*).

<sup>447</sup> Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36, m.nt. Van der Korst (*Shell*), r.o. 3.4; Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, *JOR* 2008/335 m.nt. Bartman (*Numico*); HR 11 september 1996, *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*). De peildatum voor deze aandelen betreft de datum van het eindarrest. Zie: Hof Amsterdam (OK) 23 maart 2000, *JOR* 2000/101 (*Euromast*).

<sup>448</sup> Hof Amsterdam (OK) 31 mei 1990, *NJ* 1991/617, r.o. 3.4 (*VBF*)(*Hoogovens*).

<sup>449</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 12.

<sup>450</sup> Hof Amsterdam (OK) 28 juli 2015, *JOR* 2015/261(*Nagron*). In dit arrest stelde de OK de waarde van de aandelen vast mede op basis van een brief van een registeraccountant.

<sup>451</sup> Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, *NJ* 1991/620 (*Steenbezit*). Vgl. T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 1024/125, 9.3.3.b.

<sup>452</sup> Hof Amsterdam (OK) 13 april 2000, *JOR* 2000/168, r.o. 3.7 (*FGH*).

<sup>453</sup> Dit geeft de rechter de mogelijkheid te bewegen met de steeds veranderende normen in de praktijk omtrent aandelenwaardering.

<sup>454</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, 9.3.3.b.

namelijk al de verplichting dat er een billijke prijs dient te worden betaald.<sup>455</sup> Ten aanzien van het vrijwillige openbaar bod kan worden gesteld dat ten tijde van het openbaar bod de bieder als onafhankelijke derde kan worden gezien. Tevens zal er waarschijnlijk een overnamepremie mee gepaard zijn gegaan, wat ten goede komt voor de minderheidsaandeelhouder. Aangezien de onderneming ten tijde van een vrijwillig openbaar bod echter in een slechte marktpositie kan verkeren, kan het voorkomen dat een vrijwillig openbaar bod alsnog geen billijke prijs inhoudt. Mijns inziens kan de rechter bij uitstoting na een vrijwillig openbaar bod niet uitgaan van de billijkheid van dat bod. Wanneer er geen aansluiting kan worden gevonden bij een (recent) verplicht openbaar bod en er niet is gebleken van een mogelijkheid tot een vrijwillige overeenkomst tot overdracht tussen eiser en minderheidsaandeelhouder, kan een benadering van de waarde die de waarde van de aandelen voor de overdrager reflecteert, wanneer er geen gedwongen overdracht zou plaatsvinden en er sprake zou zijn van continuering van de onderneming, een juist uitgangspunt zijn. Deze waarde is wezenlijk niets anders dan een proportioneel aandeel in de huidige waarde van de in de toekomst verwachte resultaten van de onderneming. Het uitgangspunt van de *pro rata parte-waarde* hoeft hiervoor niet aan de kant worden geschoven. Prijsaanpassingen, zoals minderheidsdecotés en controlepremies, blijven geheel buiten beschouwing. Synergie- en schaalvoordelen en andere verwachte resultaten voortvloeiend uit *'going concern'* verwachtingen van de doelvennootschap dienen mijns inziens tevens buiten beschouwing te worden gelaten. Dit zal namelijk de incentive ontnemen voor de minderheidsaandeelhouder om zijn aandelen niet onder het bod aan te melden en deze als pressiemiddel te gebruiken (*hold-out problem*). Indien de meerderheidsaandeelhouder namelijk tot uitstoot over gaat, zal de rechter bij een eventuele waardevaststelling, eventuele positieve resultaten en synergiën die in de toekomst mogelijk verwezenlijkt worden door de nieuwe 'eigenaar' niet meenemen in de te verwachten toekomstige resultaten.

Al met al heeft de rechter tot op heden niet één algemene waarderingsmethode aangewezen. De rechter laat zich tevens, indien dit niet noodzakelijk is, niet uit over de in acht te nemen grondslagen van de waardeberekening. Volstaan wordt met een zinsnede als 'voldoende ingelicht' of 'de berekening is tot stand gekomen op basis van redelijke uitgangspunten'.<sup>456</sup> De rechter is hiertoe bevoegd, aangezien de waardebepaling een arbitrair karakter heeft. De flexibiliteit waarover de rechter beschikt, geeft hem de mogelijkheid te bewegen met de steeds veranderende normen in de praktijk omtrent aandelenwaardering. Mijns inziens is het echter niet wenselijk met betrekking tot de rechtszekerheid dat, ondanks dat de wetgever de rechter de vrijheid heeft willen geven, de rechter zelf zo pragmatisch oordeelt. Enige rechtszekerheid voor de praktijk is dan ook gewenst.

#### §5.6.2 - Peildatum waardering van aandelen

Met betrekking tot het laatste vereiste van Saleminck voor aansluiting bij het openbaar bod als billijke prijs dient de uitkoper een verklaring van een onafhankelijk deskundige (bijvoorbeeld een registeraccountant) te overleggen waaruit blijkt dat eventuele ontwikkelingen na de gestanddoening van het bod geen hogere prijs dan de biedprijs rechtvaardigen.<sup>457</sup> Dit vereiste geldt mogelijk niet langer, omdat de OK sinds het arrest Unit4<sup>458</sup> de datum van betaalbaarstelling onder het bod en niet

---

<sup>455</sup> Ter vaststelling van deze billijke prijs dient dan wel van referentiepunten in de markt te worden uitgegaan (zie par. 5.1.2), echter hierbij gaat het wel over een periode van één jaar. Dit is mijns inziens een ruim genoeg tijdsbestek om niet meer van een 'onredelijk' lage prijs te spreken.

<sup>456</sup> Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2007, ARO 2007/58 (*Encore Media System*).

<sup>457</sup> Hof Amsterdam (OK) 11 november 2008, JOR 2008/336 (*Grolsch*).

<sup>458</sup> Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, JOR 2015/234 (*Unit4*).

langer de datum van het eindarrest als peildatum hanteert. Ook de bepaling van de waarderingsdatum is aldus overgelaten aan de rechtspraak.<sup>459</sup>

Wanneer er sprake is van een uitkoopprocedure sluit de OK in beginsel aan bij de datum van de betaalbaarstelling dan wel moment van overdracht van de aandelen.<sup>460</sup> Dit is dus een historische peildatum. De gedachte is dat het risico voor de waardeverandering van de aandelen voor rekening moet komen van degene die de aandelen houdt.<sup>461</sup> Salemink is van mening dat deze redenering dogmatisch niet klopt en dat de dag van het eindarrest als peilmoment zou moeten gelden.<sup>462</sup>

Bij wettelijke uitkoopprocedures is het vaststellen van de prijs door de rechter in eerste aanleg wettelijk vastgelegd. Een beroep door de uitkoper op een wettelijke uitstootprocedure wordt vaak pas gedaan indien hij zeker is dat hij daartoe bevoegd is. De rechter heeft hiertoe slechts een checklist van concrete vereisten die hij moet afvinken in verband met de ontvankelijkheid. Hij is niet bevoegd zelf een belangenafweging te maken omtrent de uitstoting *an sich*. Vaak staat wanneer er een beroep op de wettelijke uitstootprocedure wordt gedaan, het feit dat er wordt uitgestoten dus vast. Bij alternatieve uitstootmethodes komt er in beginsel geen rechter aan te pas. Slechts indien een minderheidsaandeelhouder na het besluit tot een alternatieve uitstootprocedure het niet met het besluit eens is, is het mogelijk de rechter erbij te betrekken. Ook in die gevallen betreft het voornamelijk geschillen omtrent de vastgestelde prijs. Mijns inziens zou de peildatum het moment moeten zijn waarop wordt besloten of de minderheid al dan niet wordt uitgestoten. Dit is namelijk het moment tot waar zij mijns inziens het risico van waardeinstijgingen dan wel dalingen moeten dragen van hun risicodragend kapitaal.

### §5.7 - Tussenconclusie

Uit de eerste paragraaf van dit hoofdstuk blijkt dat de bieder een billijke prijs moet betalen voor de aandelen van minderheidsaandeelhouders bij gebruik van een uitstootmethode. Maar op welke wijze dienen deze billijke prijzen te worden vastgelegd? Met andere woorden: hoe dienen de aandelen te worden gewaardeerd? Uit het onderzoek in dit hoofdstuk blijkt dat over de wijze waarop de rechter de aandelen dient te waarderen tot op heden nog niets gecodificeerd is. Hiertoe heeft de rechter tot op heden een discretionaire bevoegdheid. Wanneer een meerderheidsaandeelhouder wil uitstoten met behulp van een wettelijke uitkoopregeling, een minderheidsaandeelhouder de rechter inschakelt tegen een besluit tot alternatieve uitstoot door de bieder, partijen het niet eens worden over de prijs en de prijs aldus wordt betwist of de rechter het ambtshalve nodig acht, zal de rechter zelf de prijs vaststellen. Waardering van aandelen betreft aldus rechtersrecht. Ondanks het ontbreken van een wettelijke regeling omtrent waardering, zijn er wel enkele richtlijnen uit de

---

<sup>459</sup> *Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr. 3 (MvT), p. 8.*

<sup>460</sup> Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, *JOR* 2015/234 m.nt. Salemink (*Unit4*); Hof Amsterdam (OK) 21 april 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:1461 (*Ziggo*) Hieruit blijkt dat de OK in beginsel aansluit bij de prijs in het biedingsbericht.

<sup>461</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 12. De peildatum is van wezenlijke invloed op de hoogte van de vast te stellen uitkoopprijs. Alle waardeveranderingen tot aan de peildatum, neemt de OK mee bij de waardering van de aandelen. Gebeurtenissen nadien hebben geen invloed meer op de vast te stellen uitkoopprijs. De peildatum met betrekking tot de aandelenwaardering bepaalt voor wiens rekening de waardeinstijgingen dan wel -dalingen van de aandelen komen. Wanneer de waardeverandering plaatsvindt voor de peildatum valt dit onder het risico van de minderheidsaandeelhouder; in geval het na de peildatum optreedt dan komt het voor rekening van de meerderheidsaandeelhouder.

<sup>462</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI*, 2014/125, afl. 12. Op dat moment verspringt het economisch risico van de waardeverandering van de over te dragen aandelen van de minderheidsaandeelhouder naar de uitkoper, aangezien dat het moment betreft waarop de verplichting ontstaat om zijn aandelen over te dragen.

parlementaire wetgeschiedenis en jurisprudentie te destilleren. In het *Offerhaus/ING*-arrest<sup>463</sup> heeft de HR bepaald dat aandeelhouders recht hebben op een reële prijs voor hun aandelen en dat wordt beoogd om de werkelijke waarde van de aandelen vast te stellen. Om tot de werkelijke waarde te komen dienen alle voor de waarde relevante feiten te worden meegewogen. In beginsel geldt een openbaar bod als richtlijn van de billijke prijs. Wanneer er geen (recent) openbaar bod aan het besluit tot uitstoting vooraf is gegaan, wordt er in beginsel, indien er sprake is van courante aandelen die nog aan de beursgenoteerd zijn, dan wel waarvan vergelijkbare aandelen die aan de beurs genoteerd zijn, aansluiting gezocht bij de beursprijs. Indien een marktwaarde echter ontbreekt, geschiedt de prijsvaststelling bij uitstoting op basis van door de uitkoper overgelegde stukken of door middel van een door de OK gelast deskundigenonderzoek.<sup>464</sup> De waarde per aandeel naar evenredigheid van de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming (*de pro rata parte*-waarde) geldt hier uitgangspunt.<sup>465</sup>

Mijns inziens kan indien aan de uitstootprocedure een (recent) verplicht openbaar bod vooraf is gegaan, aansluiting worden gezocht bij dat openbaar bod. Een vrijwillig openbaar bod hoeft echter niet per se een billijke prijs in te houden. Wanneer er geen aansluiting kan worden gevonden bij een (recent) verplicht openbaar bod en er niet is gebleken van een mogelijkheid tot een vrijwillige overeenkomst tot overdracht tussen eiser en minderheidsaandeelhouder, kan een benadering van de waarde vanuit het perspectief van de minderheidsaandeelhouder, wanneer er geen gedwongen overdracht zou plaatsvinden en er sprake zou zijn van continuering van de onderneming, een juist uitgangspunt zijn. Deze waarde betreft een proportioneel aandeel in de huidige waarde van de in de toekomst verwachte resultaten van de onderneming. Het uitgangspunt van de *pro rata parte*-waarde hoeft hiervoor niet aan de kant worden geschoven. Prijsaanpassingen, zoals minderheidsdecotés en controlepremies, blijven geheel buiten beschouwing. Synergie- en schaalvoordelen en andere verwachte resultaten voortvloeiend uit '*going concern*' verwachtingen van de doelvennootschap dienen mijns inziens tevens buiten beschouwing te worden gelaten. Dit zal namelijk de incentive ontnemen voor de minderheidsaandeelhouder om zijn aandelen niet onder het bod aan te melden en deze als pressiemiddel te gebruiken (*hold-out problem*).

Verder is in dit hoofdstuk besproken dat enkel bij de wettelijke uitkoopprocedures er sprake is van een ex ante justitiële toetsing door de rechter ten opzichte van de aandelenwaardering bij uitstoting. Deze justitiële toetsing vindt bij de alternatieve uitstootmethoden slechts plaats indien de minderheidsaandeelhouder op eigen initiatief een zaak aanhangig maakt bij de rechter. Deze vindt ex post aan het besluit van de bieder tot uitstoting van de minderheidsaandeelhouder plaats. Deze bevinding is van belang met betrekking tot het volgende hoofdstuk.

---

<sup>463</sup> HR 11 september 1996, *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*).

<sup>464</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 12.

<sup>465</sup> Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, *NJ* 1991/620 (*Steenbezeit*). Vgl. T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 1024/125, 9.3.3.b.

## 6. Rechtsvergelijking met de Verenigde Staten

*In dit hoofdstuk zal worden onderzocht hoe er vanuit de Verenigde Staten, meer specifiek vanuit Delaware<sup>466</sup>, wordt omgegaan met de problematiek omtrent de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de nasleep van het openbaar bod. Middels de rechtsvergelijking met deze jurisdictie wordt getracht adequatere oplossingen voor de ‘uitstootproblematiek’ te vinden en zodoende een positieve bijdrage aan de Nederlandse wet- en regelgeving te leveren. Allereerst zal in dit hoofdstuk begonnen worden met een korte introductie van de historische achtergrond van het Amerikaans recht. Dit is noodzakelijk om een goed begrip te krijgen over de verschillen tussen het Nederlandse recht, dat op het gebied van het openbaar bod voornamelijk zijn oorsprong vindt in het Europees recht, en het recht van de Verenigde Staten. Daarna zullen de verschillende uitstotingsmogelijkheden voor de meerderheidsaandeelhouder tegen de minderheidsaandeelhouders worden besproken. Vervolgens zal worden onderzocht welke waarborgen de wetgeving van Delaware de minderheidsaandeelhouders biedt.*

### §6.1 – Inleiding

De vormgeving en inhoud van het ondernemingsrecht in de Verenigde Staten is sterk beïnvloed door de juridische bevoegdheidsverdeling tussen de federale Amerikaanse overheid en de individuele Amerikaanse staten. De vennootschapsrechtelijke onderwerpen, waaronder vraagstukken over de vennootschapsrechtelijke inrichting en bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsrechtelijke organen, komen in beginsel primair tot stand op deelstatelijk niveau. Het effectenrecht van de Verenigde Staten daarentegen, dat tevens van belang is met betrekking tot de vraagstukken omtrent het openbaar bod, is een rechtsgebied dat voornamelijk is geregeld op federaal niveau.<sup>467</sup>

In Delaware geldt de Delaware General Corporation Law (‘DGCL’). Deze bevat onder titel 8 van hoofdstuk 1, regels die van toepassing zijn op fusies (*mergers*). Daarnaast is er de federale Securities Exchange Act 1934 (‘Exchange Act’)<sup>468</sup> die van toepassing is bij transacties van aandelen en openbare biedingen. De *Securities Exchange Commission* (‘SEC’) is de federale toezichhoudende instantie op de naleving van de Exchange Act. Naast opsporing en het opleggen van sancties beschikken zij over de regelgevende bevoegdheid.<sup>469</sup> De regulering van overnamebiedingen (*tender offers*)<sup>470</sup> wordt voornamelijk geregeld in de Williams Act, onderdeel van de Exchange Act. § 14(d) en (e) van de Exchange Act en de door de SEC opgestelde regels reguleren de *disclosureverplichtingen*<sup>471</sup> wanneer er een *tender offer* wordt gedaan.

---

<sup>466</sup> De vaststelling van het ondernemingsrecht is een bevoegdheid die is toebedeeld aan de staten. Hierdoor kan het ondernemingsrecht per staat verschillen. Zie: F.A. GEVURTZ, *Corporation law*, St. Paul, West, 2000, p. 35.

<sup>467</sup> J.B.S. Hijink, ‘De verhouding tussen het Amerikaanse — statelijke vennootschapsrecht en — federale — effectenrecht’, Publicatieverplichtingen beursvennootschappen (IVOR nr. 74) 2010/2.1.

<sup>468</sup> De Exchange Act is later aangevuld met de Williams Act en is opgenomen onder titel 15 van de United States (U.S.C.).

<sup>469</sup> Zie de Code of Federal Regulations (‘CFR’) welke door federale instanties is opgesteld en een aanvulling vormt van de U.S.C.

<sup>470</sup> Invulling van het begrip *tender offer* is overgelaten aan de SEC en aan rechters. Vgl. S. Rep. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. 2 (1967). In M.J. van Ginneken, ‘Openbare biedingen (tender offers) (§ 14(d) en 14(e) Exchange Act)’, Vijandige overnames (IVOR nr. 79) 2010/5.2.3 en *Wellman v. Dickinson*, 475 F.Supp. 783, 823-24 (S.D.N.Y.1979). Ten aanzien van *tender offers* geldt de *best-price rule*. Zie G.R.G. Driessen en J.W. de Jong, ‘De best price rule. Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel’, *Onderneming en Financiering*, 2009/1.

<sup>471</sup> Voorbeelden zijn een *Schedule TO* (17 CFR §240.14d-100), een *Schedule 13D* (15 U.S.C. §78m(d) (1)(C)) en biedingsberichten (17 CFR §240.14d-10(a)(1)).

## §6.2 - Best-price rule

Ten aanzien van *tender offers* is er met het oog op de bevordering van de gelijke behandeling van aandeelhouders de *best-price rule*.<sup>472</sup> Deze houdt in dat de prijs die op grond van het openbaar bod aan de beleggers wordt betaald, de hoogste vergoeding dient te zijn die de bieder gedurende het openbaar bod aan enig aandeelhouder heeft betaald.<sup>473</sup> Tevens houdt de *best-price rule* in dat het verboden is voor een bieder om na gestanddoening van het openbaar bod resterende effecten te verwerven in de doelvennootschap tegen gunstiger voorwaarden dan vermeld in bod.<sup>474</sup> Er zit geen eindtermijn aan het verbod en geldt dus in tegenstelling tot in Nederland niet slechts voor één jaar na gestanddoening of sluiting van de aanmeldingstermijn van het bod.<sup>475</sup> Er zijn echter uitzonderingen op de *best-price rule*.<sup>476</sup> Het gaat daarbij om personeels- en managementbeloningen en vertrekregelingen. Een voorwaarde is dat de begunstigden van die extra beloning of vertrekregeling, werknemers of bestuursleden zijn van de doelvennootschap en tevens aandelen houden in die doelvennootschap. Daarnaast is er een goedkeuring nodig van een onafhankelijke commissie of RvC.<sup>477</sup> Ook maakt de SEC een uitzondering wanneer blijkt dat de regel in een concreet geval niet het algemeen belang dan wel de bescherming van een aandeelhouder dient.<sup>478</sup>

De *best-price rule* houdt tevens in dat een bieder gedurende het openbaar bod geen effecten van de doelvennootschap onderhands, buiten het bod om, mag kopen. Ervoor en erna mag wel, zij het echter tegen de hoogste onder het openbare bod betaalde vergoeding. Tevens houdt de regel in dat het verboden is om gedurende de looptijd van het bod '*any arrangement to purchase*' te maken.<sup>479</sup> Dit betekent dat het verboden is ten tijde van het openbaar bod een overeenkomst te sluiten waarin men afspreekt om na gestanddoening van het bod de effecten onderhands over te nemen.<sup>480</sup>

## §6.3 - Uitstootmethoden Delaware

In Delaware kent men, in tegenstelling tot Nederland, geen wettelijke regeling die een bieder het recht geeft om na gestanddoening van een openbaar bod en na het voldoen aan bepaalde voorwaarden, van een minderheidsaandeelhouder te vorderen dat deze haar aandelen overdraagt. Tevens bestaat er geen wettelijk vastgesteld uittreedrecht voor de minderheidsaandeelhouders in de nasleep van een openbaar bod, zodat zij geen verplichte verkoop kunnen vorderen.

### §6.3.1 - Cash merger

Hoewel Delaware geen wettelijke regeling van uitstoot kent, kan er wel hetzelfde resultaat worden bereikt. Namelijk door gebruik van de zogenaamde '*cash merger*'. Na een openbaar bod kan de bieder in plaats van gebruik te maken van een wettelijke uitkoopprocedure, fuseren met de

---

<sup>472</sup> 17 CFR §240.14d-10(a)(2).

<sup>473</sup> M.J. van Ginneken, 'Openbare biedingen (tender offers) (§ 14(d) en 14(e) Exchange Act)', *Vijandige overnames (IVOR nr. 79) 2010/5.2.3.*

<sup>474</sup> SEC Release nos. 34-54684; IC-27542; File No. S7-11-05; Rin 3235-AJ 50, 'Amendments to the tender offer best-price rules'.

<sup>475</sup> De bieder en aandeelhouders die hun aandelen als pressiemiddel willen gebruiken, kunnen deze regeling aldus niet 'ontduiken' door middel van een tijdsrestrictie.

<sup>476</sup> SEC Amendments to the tender offer best-price rules 2006, p. 12.

<sup>477</sup> G.R.G. Driessen en J.W. de Jong, 'De best price rule. Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel', *Onderneming en Financiering*, 2009/1.

<sup>478</sup> 17 CFR §240.14d-10(f).

<sup>479</sup> Regel 10b-13 Securities Exchange Act 1934.

<sup>480</sup> M.J. Ginneken, 'Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten', *UvA-DARE* 2010.



doelvennootschap. Hierbij kan hij ervoor kiezen geld ter vergoeding van de aandelen in de voormalige doelvennootschap te geven in plaats van nieuwe aandelen in (een groepsmaatschappij van) de verkrijgende vennootschap.

Volledige *cash mergers* zijn in Nederland niet toegestaan.<sup>481</sup> De gedachte hierachter is dat het eigendomsrecht van de aandeelhouders niet slechts bij een gewone meerderheid en zonder toestemming kan worden afgenomen.<sup>482</sup> Dit staat in contrast met de Amerikaanse visie met betrekking tot aandeelhouders van beursvennootschappen, waarin aandeelhouders investeerders zijn die slechts geïnteresseerd zijn in de financiële waarde van hun aandelen.<sup>483</sup> Voor het tot stand laten komen van de hierna te bespreken *long-form merger*, hoeft slechts over 50% van de uitstaande effecten, een gewone meerderheid, te worden beschikt. Dit is aanzienlijk lager dan bij de in het Nederlands recht vastgelegde wettelijke uitkoopmethoden waarbij men over 95% van het geplaatst kapitaal moet beschikken.

### §6.3.2 - Short-form merger & long-form merger

De wegen die tot een uitstoot kunnen leiden betreffen de *short-form merger*<sup>484</sup>, de *long-form merger*<sup>485</sup> en de *second-step merger*<sup>486</sup>.

Om een *short-form merger* te kunnen laten plaatsvinden, dient de meerderheidsaandeelhouder ten minste 90% van de aandelen in de beursgenoteerde vennootschap te houden.<sup>487</sup> Bij deze vorm van fusie kan de verdwijnende vennootschap niet fuseren met een groepsmaatschappij van de meerderheidsaandeelhouder; een driehoeksfusie is hier dus niet mogelijk. Naast het belang van 90% is er een '*certificate of such ownership*' en een bestuursbesluit van de meerderheidsaandeelhouder nodig. In het fusiebesluit dient de vergoeding voor de uit te stoten minderheid te worden vermeld.<sup>488</sup> De meerderheidsaandeelhouder kan besluiten tot een vergoeding in aandelen of, zoals hiervoor vermeld, (geheel) in contanten. Een vergoeding in geld is het meest gebruikt, aangezien zo de minderheidsaandeelhouders eenvoudig enig vorm van zeggenschap compleet kan worden ontnomen binnen het concern. Goedkeuring van de AVA van de fuserende vennootschappen en van het bestuur van de doelvennootschap is niet nodig. Dit maakt de *short-term merger* tot een tijd- en kostenbesparende uitstootmogelijkheid van minderheidsaandeelhouders.<sup>489</sup>

Wanneer de meerderheidsaandeelhouder niet beschikt over de vereiste drempel van 90% van de aandelen in de doelvennootschap, komt hij niet in aanmerking voor de *short-form merger*. Er staat echter nog een mogelijkheid open voor de meerderheidsaandeelhouder om volledige zeggenschap te verkrijgen over de doelvennootschap. Deze mogelijkheid betreft de *long-form merger*.<sup>490</sup> Bij een

---

<sup>481</sup> Art. 2:325 BW.

<sup>482</sup> M. Ventrizzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 878. De aandeelhouder wordt namelijk beschermd via de liability rule.

<sup>483</sup> M. Ventrizzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 911-912.

<sup>484</sup> §253(a) DGCL.

<sup>485</sup> §251(a) van de DGCL. Tevens kan de minderheidsaandeelhouder worden uitgestoten via de bedrijfsfusie, echter hier wordt weinig gebruik van gemaakt waardoor de focus in deze scriptie zal liggen op de andere twee methodes. Uit rechtspraak blijkt dat een fusie mag worden gebruikt om een minderheidsaandeelhouder uit te stoten. Zie *Paramount Communications, Incorporation. v. QVC Network, Incorporation*, 637 A.2d 34, 48 (Del. 1994).

<sup>486</sup> §251(h) DGCL.

<sup>487</sup> §253(a) DGCL.

<sup>488</sup> §253(a) DGCL.

<sup>489</sup> S. Kenyon-Slade, *Mergers and takeovers in the US and UK. Law and practice*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 11-13 en 61-63. Wanneer een aandeelhouder de drempel van 90% van de geplaatste aandelen bezit, kan deze de resterende minderheidsaandeelhouders uitstoten.

<sup>490</sup> §251 DGCL.

*long-form merger* zullen twee vennootschappen fuseren op basis van een fusieovereenkomst. Dit vereist dat er een bestuursbesluit is van de fuserende vennootschappen ter goedkeuring van het fusievoorstel<sup>491</sup> en dat de meerderheid van de aandeelhouders van beide vennootschappen de fusie goedkeurt<sup>492</sup>. Aangezien eenieder na een geslaagd openbaar bod vaak over een meerderheidsbelang beschikt en een meerderheidsaandeelhouder bevoegd is de meerderheid van de bestuurders te benoemen<sup>493</sup>, kan deieder het bestuur beïnvloeden om goedkeuring van het fusievoorstel te geven. Hierdoor kan deze vorm van fusie dus niet door een minderheidsaandeelhouder worden tegengehouden.

In 2013 is een nieuwe uitstootmogelijkheid toegevoegd aan de twee voornoemde opties, namelijk de *second-step merger*. Deze mogelijkheid tot fusie kan plaatsvinden nadat een aandeelhouder door middel van een openbaar bod ten minste de helft van het geplaatst aandelen kapitaal van de doelvennootschap heeft verkregen.<sup>494</sup> Het voordeel deze optie is dat er geen extra aandeelhoudersvergadering nodig is. Daarentegen is wel vereist dat de doelvennootschap beursgenoteerd is of dat dat het aandelenbezit wijdverspreid is<sup>495</sup>. Verder is vereist dat 1) er een statutaire bepaling is die fusie zonder stemming toestaat; 2) de fusieovereenkomst de fusie toestaat en aangeeft dat de fusie zo snel mogelijk na de gestanddoening van het bod zal plaatsvinden; 3) dat het openbaar bod gedaan is ten aanzien van alle uitstaande aandelen die stemrecht gehad zouden hebben bij de fusie en 4) dat het aantal aandelen in het bezit van deieder gelijk is aan de hoeveelheid stemmen dat benodigd is om een 'normale' fusie te aanvaarden.<sup>496</sup> Aandeelhouders zullen na de fusie in ruil voor hun aandelen dezelfde vergoeding ontvangen als die onder het openbaar bod geboden werd.<sup>497</sup> Dit alles maakt dat over het algemeen de grootaandeelhouder sneller tot uitstoot kan overgaan door middel van de *second-step merger* dan door middel van de hiervoor besproken *short-form merger*. De statuten kunnen hier echter wel een stokje voorsteken, door te bepalen dat er een hoger percentage voor fusie nodig is.

Alle uitstootmogelijkheden betreffen rechten en geen verplichtingen. Hierdoor zou de minderheid dus bekneld kunnen blijven zitten wanneer de grootaandeelhouder niet besluit om van deze uitstootmogelijkheid gebruik te maken. De minderheidsaandeelhouder zal dit tijdens zijn afweging om al dan niet in te gaan op een openbaar bod mee moeten wegen.

## **§6.4 - Bescherming minderheidsaandeelhouders**

### **§6.4.1 - Appraisal-procedure**

Een minderheidsaandeelhouder die zich bekneld voelt door de gevolgen van een fusie, overname of herkapitalisatie, heeft naar Amerikaans recht de mogelijkheid om de rechter te verzoeken de '*fair value*' vast te stellen van zijn aandelen.<sup>498</sup> Van oudsher had de procedure voornamelijk ten doel om

---

<sup>491</sup> §251(b) DGCL. Het fusievoorstel omvat onder andere de (wijze van) compensatie (aandelen of contanten) voor de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap(pen).

<sup>492</sup> §251(c) DGCL.

<sup>493</sup> §141(k) DGCL.

<sup>494</sup> §251(h) DGCL.

<sup>495</sup> Daarvan is sprake indien er meer dan 2.000 aandeelhouders zijn.

<sup>496</sup> §251(h) DGCL.

<sup>497</sup> §251(h) DGCL.

<sup>498</sup> §262 DGCL. Zie W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014 (22) 1, p. 47.

minderheidsaandeelhouders een garantie te verschaffen dat ze niet 'opgesloten' zouden komen te zitten in een vennootschap die fundamenteel verschilde ten opzichte van de onderneming in de tijd waarin ze de aandelen gekocht hadden.<sup>499</sup> Tegenwoordig wordt de procedure vaak gebruikt als bescherming tegen uitstootprocedures. Aangezien de procedure hier oorspronkelijk niet voor in het leven is geroepen, is het niet verwonderlijk dat het recht slechts een *fair value* garandeert en geen recht voor de minderheidsaandeelhouder inhoudt om de fusie en de eventueel daaruit volgende uitstoot door de meerderheidsaandeelhouder te blokkeren. Tevens omvat het ook geen algemeen verkooprecht voor de minderheidsaandeelhouder.

Verwijtbaarheid van het bestuur van de doelvennootschap vormt geen voorwaarde om voor de *appraisal*-procedure in aanmerking te komen. Wel wordt gekeken of het bestuur zich voldoende heeft ingespannen om de beste prijs te bedingen ten behoeve van de minderheidsaandeelhouders. *Appraisal* moet worden beschouwd als een waarderingskwestie waarop een beroep kan worden gedaan door de uit te stoten minderheidsaandeelhouder wanneer deze twijfelt over of de geboden prijs wel een reële prijs is en dus een juiste weerspiegeling vormt van de waarde van zijn aandelen.<sup>500</sup> De *fair value* van de aandelen wordt vastgesteld op grond van de '*going concern*' basis.<sup>501</sup> De waarde vaststelling geschiedt tevens zonder dat de aankondiging van de fusie, de daaruit volgende synergievoordelen en controlepremiums worden meegenomen.<sup>502</sup> Daarbij dienen wel alle andere relevante feiten en omstandigheden te worden meegewogen, waaronder marktwaarde, intrinsieke waarde, omzet, cashflow, dividend en toekomstperspectief<sup>503</sup> van de onderneming.<sup>504</sup> Het meewegen van het toekomstperspectief op '*going concern*' basis houdt in dat er rekening wordt gehouden met de omstandigheden waarin de onderneming verkeerde tijdens de bekendmaking van een overname. Was er sprake van een slecht beursklimaat of betreft het een strategische fusie aan de hand van speculatie die werkelijkheid wordt, dan kan de prijs worden aangepast om tot een *fair value* te komen.<sup>505</sup>

Het is afhankelijk van de uitstootmethode of, en onder welke voorwaarden, de *appraisal* procedure inzetbaar is als waarborg voor de minderheidsaandeelhouders. Zo heeft de minderheidsaandeelhouder bij toepassing van een *short-form merger* in enkele gevallen in plaats van de in het fusiebesluit geboden vergoeding, recht op de uitbetaling in contanten van de *fair value* van zijn aandelen.<sup>506</sup> Bij de *short-form merger* dienen de minderheidsaandeelhouders om gebruik te kunnen maken van het *appraisal right*, te bewijzen dat zij tijdens de AVA tegen de fusie hebben gestemd.<sup>507</sup> Indien er geen AVA aan deze fusie is voorafgegaan, dient de vennootschap binnen 10 dagen na de *short-form merger* de minderheidsaandeelhouders in te lichten over hun *appraisal*

---

<sup>499</sup> M. Ventrizzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 855, R.B. Thompson, 'Exit, majority and liquidity rule: appraisal's role in corporate law', *The Georgetown Law Journal* 1995, (1) 4, p. 18 and 28 en B.M. Wertheimer, 'The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value', *Duke Law Journal* 1998, p. 615.

<sup>500</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014 (22) 1, p. 48.

<sup>501</sup> J. Eisenhofer & M. Barry, *Shareholder activism handbook*, New York: Aspen Publishers (losbl.), hoofdstuk 11 & W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014 (22) 1, p. 48. Vgl. §262 (h) DGCL. Vgl. §262 (h) DGCL.

<sup>502</sup> §262 (h) DGCL.

<sup>503</sup> *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

<sup>504</sup> J. Eisenhofer & M. Barry, *Shareholder activism handbook*, New York: Aspen Publishers (losbl.), hoofdstuk 11.

<sup>505</sup> M.I. Steinberg, 'Short-form mergers in Delaware', *Delaware Journal of Corporate Law* 2002, p. 490-498.

<sup>506</sup> *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 247-248 (Del. 2001).

<sup>507</sup> §262(a) DGCL.

*rights*.<sup>508</sup> Na deze inlichting dienen de minderheidsaandeelhouders binnen 20 dagen schriftelijk kenbaar te maken of ze al dan niet gebruik van hun rechten willen maken.<sup>509</sup> Zijn ze voornemens een *appraisal procedure* aanhangig te maken bij de *Court of Chancery*, dan dienen ze dat binnen 120 dagen na de *short-form merger* te doen.<sup>510</sup>

Ook bij een *second step merger* kunnen minderheidsaandeelhouders zich beroepen op hun *appraisal rights*. Voorwaarde is dat er geen aandeelhoudersvergadering is geweest met betrekking tot stemming over de fusie. Bovendien is er een drempelvoorwaarde met betrekking tot het doen van een geslaagd beroep op een *appraisal procedure*. Indien slechts aan minder dan één procent van de, onmiddellijk voorafgaand aan de *merger* beursgenoteerde, aandelen een recht van *appraisal* kleeft en de geboden vergoeding in totaal minder dan \$1 miljoen bedraagt, wijst de rechter de claim af.<sup>511</sup>

Tevens kunnen minderheidsaandeelhouders bij de *long-form merger* een recht van *appraisal* hebben. In tegenstelling tot bij de *short-form merger* en de *second step merger*, is dit echter vaker uitzondering dan regel. De oorzaak is gelegen in de *market-out* exceptie<sup>512</sup>. Indien een exit via de beurs tot de mogelijkheden behoort, dienen aandeelhouders van deze mogelijkheid gebruik te maken. Voorwaarde voor de *market-out* exceptie is echter wel dat de aandeelhouders de keuze hebben tussen een vergoeding in contanten en/of aandelen bij toepassing van een *mergervorm*<sup>513</sup> en dat hun compensatie bestaat uit aandelen in een andere vennootschap met een wijdverspreid aandelenbezit.<sup>514</sup> Bovendien geldt ook bij deze *merger* de drempelvoorwaarde genoemd onder de *second step merger*.<sup>515</sup>

De ex ante bescherming van de procedure zou in Nederland zeker niet misstaan.<sup>516</sup> Zoals hiervoor aangegeven is één van de belangrijkste redenen om niet op het openbaar bod in te gaan, de hoogte van de prijs. Deze zou voor de afwijzende minderheidsaandeelhouders geen juiste weerspiegeling zijn van de waarde van de aandelen. De kans dat zich dat voordoet is niet gering. Zo dient het bestuur te handelen naar 'het vennootschappelijk belang' wat een scala aan belangen inhoudt en niet slechts naar het belang van de aandeelhouders. De belangen van de aandeelhouders zouden dus wel eens het onderspit kunnen delven. De bescherming geboden aan de minderheidsaandeelhouder in art. 2:359d BW is ook niet altijd toereikend. Deze gaat te veel uit van de billijkheid van het openbaar bod. Voorts beschermt het artikel niet wanneer minderheidsaandeelhouders door een alternatieve manier uitgestoten worden.

De *appraisal*-procedure wordt echter vaak tevens als een inefficiënt beschouwd.<sup>517</sup> De eerste reden hiervan is dat de procedurele vereisten voor een geslaagd beroep op de procedure erg strikt zijn.

---

<sup>508</sup> §262(d)(2) DGCL

<sup>509</sup> §262(d)(2) DGCL.

<sup>510</sup> §262(e) DGCL.

<sup>511</sup> §262(g) DGCL.

<sup>512</sup> §262 (b)(1) DGCL.

<sup>513</sup> *Krieger v. Wesco Financial Corp.*, 30 A.3d 54 (Del. Ch. 2011).

<sup>514</sup> §262(b)(2) DGCL.

<sup>515</sup> Ter bescherming van de *long-form merger* wordt wel de *entire-fairness test* toegepast.

<sup>516</sup> M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, 'Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 43 en E.H. Rebers en R.H. Maatman, 'De rol van aandeelhouders bij een openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Kluwer: Deventer 2008.

<sup>517</sup> M. Ventoruzzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 841.

Gedurende de procedure en tot de fusie zich voltrekt mag er geen verandering in het aandelenkapitaal plaatsvinden van degene die zich op de procedure beroep. Tevens beschikken de aandeelhouder tijdens de procedure niet over dividendrecht en stemrecht<sup>518</sup>.

Naast de hiervoor genoemde strenge procedurele eisen, is er ook een belangrijke uitzondering op de procedure. Deze uitzondering behelst de zogenaamde *market-out* exceptie.<sup>519</sup> Wanneer de minderheidsaandeelhouder via de markt zijn aandelen kwijt kan, heeft hij geen recht om zich te beroepen op de procedure. Er komt geen recht van *appraisal* toe aan aandeelhouders waarvan hun compensatie bestaat uit aandelen in beursgenoteerde ondernemingen of in een vennootschap met een wijdverspreid aandelenbezit.<sup>520</sup> Deze uitzondering geldt echter niet bij de toepassing de *short-form merger*.<sup>521</sup> De achterliggende gedachte is dat minderheidsaandeelhouders via hun stemrecht geen mogelijk heden hebben om te protesteren tegen een fusie bij een *short-form merger* in verband met het ontbreken van een aandeelhoudersvergadering. Het recht op *appraisal* is door de *market-out* exceptie vaak niet beschikbaar bij *long-form mergers*. Ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders is om die reden besloten dat er bij deze fusievorm wel de *entire fairness* test moet worden doorlopen.<sup>522</sup>

Een ander nadeel van de procedure is dat het vaak jaren in beslag neemt en om die reden relatief duur is.<sup>523</sup> Daarnaast kan er geen gezamenlijk beroep op de procedure worden gedaan door verschillende aandeelhouders waardoor de kosten ook niet verdeeld kunnen worden.<sup>524</sup>

Een laatste nadeel, betoogd door Wertheimer<sup>525</sup>, betreft het feit dat de bepaling van de *fair value* van de aandelen tijdens de procedure vaak nadelig voor de minderheidsaandeelhouders uitpakt. Rechtbanken maken bij de bepaling van de *fair value* namelijk vaak gebruik van de beursprijs. Deze marktprijs fluctueert echter sterk. Dit geeft de meerderheidsaandeelhouder de mogelijkheid de uitstoting van de minderheidsaandeelhouders te plannen wanneer de koers laag is. De meerderheidsaandeelhouder kan tevens de markt manipuleren om zo de koers eventueel nog lager te krijgen. Tevens weerspiegelt de beursprijs een 'minderheidskorting'. Deze zou niet mee moeten wegen bij het bepalen van de *fair price* van de aandelen.<sup>526</sup>

In de zaak *Weinberger*<sup>527</sup> heeft de rechter geoordeeld dat elke waarderingmethode die in het maatschappelijk verkeer is geaccepteerd toegestaan is. Echter, dit neemt niet weg dat er geen eventuele waardevermeerdering naar aanleiding van de fusie wordt meegewogen.

---

<sup>518</sup> § 262(a) DGCL.

<sup>519</sup> § 262(b)(1) DGCL.

<sup>520</sup> Hiervan is sprake wanneer er meer dan 2.000 aandeelhouders zijn in de doelvennootschap.

<sup>521</sup> §262(b)(2) jo. (g) DGCL.

<sup>522</sup> *Weinberger v. UOP Inc.*, 457 A.2d 701, 709 n.7 (Del. 1983).

<sup>523</sup> F.A. Gevurtz, *Corporation law*, St. Paul, West, 2000, p. 773-774.

<sup>524</sup> §263 DGCL.

<sup>525</sup> M. Ventrizzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. (841) 857-858. B.M. Wertheimer, 'The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value', *Duke Law Journal* 1998, p. 635-640.

<sup>526</sup> B.M. Wertheimer, 'The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value', *Duke Law Journal* 1998, p. 641. In principe weegt de jurisdictie in Delaware de minderheidskorting niet mee.

<sup>527</sup> *Weinberger v. UOP Inc.*, 457 A.2d 701, 709 n.7 (Del. 1983).

#### §6.4.2 - Breach of fiduciary duties

Zoals hierboven besproken vormt de *appraisal* procedure geen effectieve waarborg voor minderheidsaandeelhouders om zich te beschermen tegen uitstootmogelijkheden. De procedure zorgt er enkel voor dat de minderheidsaandeelhouder ex ante aan een eventuele uitstoot, de rechter kan verzoeken de *'fair value'* van hun aandelen vast te stellen. In Delaware bestaat er echter nog een andere waarborg voor de minderheidsaandeelhouder, namelijk: *fiduciary duties*.

Deze *fiduciary duties* houden in dat bestuurders en meerderheidsaandeelhouders<sup>528</sup> niet slechts in hun eigen belang mogen handelen, maar dat zij moeten handelen naar het vennootschappelijk belang van de onderneming. De *fiduciary duties* zijn in twee vormen te onderscheiden. Ten eerste is er de *'duty of care'*, wat inhoudt dat handelingen met redelijke zorgvuldigheid dienen te worden gedaan. Dit maakt dat bij het nemen van besluiten voldoende informatie moet worden ingewonnen om zo tot een door middel van alle relevante informatie afgewogen en hierdoor een zorgvuldig genomen besluit te komen. Ten tweede is er de *'duty of loyalty'*, wat inhoudt dat er moet worden gehandeld in het belang van de vennootschap. Dit betekent dat de belangen van alle belanghebbenden moeten worden meegewogen en dus niet enkel die van de meerderheidsaandeelhouder dan wel het bestuur van de doelvennootschap. Indien er zich belangenverstremming voordoet, kan dit een inbreuk van de *fiduciary duty of loyalty* betekenen.

In tegenstelling tot de *appraisal* procedure, kunnen minderheidsaandeelhouders bij een beroep op inbreuk van de *fiduciary duties* gezamenlijk een zaak aanspannen.<sup>529</sup> Tevens een verschil is dat bij een geslaagd beroep op inbreuk van de *fiduciary duties*, de traditionele uitspraak vaak ongedaan making van de fusie luidt. Aangezien deze oplossing in de praktijk tot groot nadeel van andere belanghebbenden kan leiden, wordt er echter vaak gekozen om de uitgestoten minderheidsaandeelhouders een schadevergoeding toe te kennen.<sup>530</sup> Deze schadevergoeding zal vaak hoger uitkomen dan de *'fair value'* van de *appraisal* procedure, omdat de aandelen voor het bepalen van de schadevergoeding worden gewaardeerd ten tijde van het toekennen van die schadevergoeding en niet met terugwerkende kracht op het moment van de fusie. Hierdoor kunnen minderheidsaandeelhouders tevens vaak profiteren van de waardevermeerdering van de onderneming als gevolg van de fusie.

In de zaak *Singer*<sup>531</sup> heeft *the Delaware Supreme Court* geoordeeld dat uitstoting van de minderheidsaandeelhouders in strijd is met de verplichting van bestuurders en meerderheidsaandeelhouders om te handelen naar het vennootschappelijk belang, wanneer de overdracht geen *"business purpose"* betreft anders dan het uitstoten van de minderheidsaandeelhouders. In deze zaak is voor het eerst geoordeeld dat de *appraisal* procedure niet een exclusieve waarborg is voor de minderheidsaandeelhouders en dat dus tevens een beroep op *'breach of fiduciary duties'* tot de mogelijkheden behoort. De rechter overwoog dat de

---

<sup>528</sup> *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977), p. 976.

<sup>529</sup> F.A. Gevurtz, *Corporation law*, St. Paul, West 2000, p. 774.

<sup>530</sup> F.A. Gevurtz, *Corporation law*, St. Paul, West 2000, p. 773. De rechter kan zelf besluiten om *"rescissory"* schadevergoeding toe te kennen, die aan de uitgestoten minderheidsaandeelhouders hun positie die ze hadden voor de inbreuk teruggeeft.

<sup>531</sup> *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

controlerende aandeelhouder een fiduciaire verplichting heeft tegenover de minderheidsaandeelhouder.

De rechter is later in de zaak *Weinberger*<sup>532</sup> van dit standpunt afgeweken en oordeelde dat er met betrekking tot uitstoot van minderheidsaandeelhouders slechts aan de “*entire fairness test*” hoeft te worden voldaan. De *entire fairness* houdt in dat er sprake moet zijn van zowel procedurele eerlijkheid als inhoudelijke eerlijkheid. Dit is dus een wezenlijk verschil met de *appraisal* procedure waar slechts wordt gekeken of er wel een *fair value* is en dus niet wordt gekeken of er wel een eerlijke procedure is geweest. Volgens de rechter wordt er voor de vraag of er van een eerlijk proces sprake is, gekeken naar: wanneer de fusie tot stand kwam; hoe deze tot stand kwam, gestructureerd en onderhandeld was en naar de bestuurders bekend werd gemaakt; en hoe de goedkeuring voor de fusie van zowel de bestuurders als de aandeelhouders werden verkregen.<sup>533</sup> Om sprake te zijn van een eerlijk proces dienen alle partijen dan ook bekend te zijn met alle relevantie (interne) informatie. Inhoudelijke eerlijkheid houdt in dat er sprake moet zijn van een *fair price* die is vastgesteld door middel van moderne waarderingmethoden. Zowel het proces als de prijs moeten dus eerlijk zijn.

In de zaak *Rosenblatt v. Getty Oil*<sup>534</sup> heeft de *Delaware Supreme Court* geoordeeld dat de bewijslast bij betwisting door de minderheidsaandeelhouder van de *entire fairness* van uitstoting moet worden gedragen door de bestuurder dan wel de meerderheidsaandeelhouder (verweerder). De bewijslast komt echter wel bij de minderheidsaandeelhouder (eiser) te liggen, wanneer de uitstoting via stemming de ‘goedkeuring’ heeft verkregen van de meerderheid van goed geïnformeerde minderheidsaandeelhouders<sup>535</sup> óf goedkeuring is verkregen door een *special committee* van onafhankelijke commissarissen met een vetorecht ten aanzien van het besluit.<sup>536</sup> Wanneer beiden de fusie goedkeuren toetst de rechter de fiduciaire plicht aan de *business judgment rule*.<sup>537</sup> Dit houdt in dat het uitgangspunt is dat het bestuur de vrijheid heeft om zelf het beleid te bepalen. Hierbij geldt dat wordt vermoed dat het bestuur van een onderneming bij het nemen van besluiten, te goeder trouw, zorgvuldig dan wel op basis van alle relevante informatie en in de overtuiging is dat hij in het belang van de onderneming handelde.<sup>538</sup> Wanneer de rechter dit uitgangspunt van toepassing acht zal de bewijslast liggen bij degene die zich tegen een besluit van het bestuur dan wel meerderheidsaandeelhouder beroept. Door het uitgangspunt van de *business judgement rule* zal de bewijslast om de aansprakelijkheid van het bestuur te bewijzen tevens zwaarder wegen voor de minderheidsaandeelhouder. Een bestuurder kan niet voor een besluit aansprakelijk worden gesteld indien het een zakelijk besluit betreft waarbij de bestuurder geen belang had. Over het algemeen zal een rechter echter, waar het gaat om een potentiële belangenverstremming, toetsen aan de *entire fairness* van de fusie.<sup>539</sup>

Het besluit van de rechter voor de keuze van één van de twee testen is van belang de uitkomst van de procedure. Zo zal wanneer de rechter de *business judgement rule* van toepassing acht uitgaan van

---

<sup>532</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

<sup>533</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

<sup>534</sup> *Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

<sup>535</sup> Direct na een openbaar bod met dezelfde voorwaarden van een onafhankelijke partij kan het openbaar bod als goedkeuring worden gezien van de meerderheid van de minderheidsaandeelhouders.

<sup>536</sup> *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

<sup>537</sup> *MFW Shareholders Litigation*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013) en *Kahn v. M&F Worldwide Corporation*, 88 A.3d 635, 654 (Del. 2014).

<sup>538</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), 812. *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

<sup>539</sup> *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994).

de vrijheid van de bestuurder. Hierbij slaagt normaal gesproken een beroep op een inbreuk van *fiduciary duties* niet, tenzij de minderheidsaandeelhouders met bewijs van misbruik dan wel erge nalatigheid komt.<sup>540</sup>

#### §6.4.3 - At arm's length

In de zaak *Weinberger v. UOP, incorporation*<sup>541</sup> heeft de rechter geoordeeld dat een transactie *at arm's length*<sup>542</sup> behoort te zijn. De verzetsmogelijkheden - *appraisal right* en *fiduciary duty* – worden dan ook door dit beginsel ingekleurd.

In situaties waarbij de bieder, die vóór het openbaar bod nog geen meerderheidsbelang had, kort<sup>543</sup> na het openbaar bod tot uitstoting van de minderheidsaandeelhouder overgaat, zal de biedprijs veelal als billijke uitstootprijs worden bevonden.<sup>544</sup> De uitstootprijs wordt in deze situaties veronderstelt *at arm's length* te zijn. De prijs is namelijk geaccepteerd door de meerderheid van de aandeelhouders. Hierbij dient wel sprake te zijn van een vrijwillige acceptatie van het bod door goed geïnformeerde aandeelhouders. Tevens dient deze meerderheid niet te bestaan uit één enkele meerderheidsaandeelhouder.<sup>545</sup>

Wanneer uitstoting niet kort na een openbaar bod plaatsvindt en/of er (aldus) geen uitsluiting bij de biedprijs kan worden gevonden, zal het besluit tot uitstoting *at arm's length* zijn indien het aan de 'entire fairness test' dan wel 'business judgement rule' voldoet. Wanneer de *business judgement rule* van toepassing is, wordt het besluit geacht *at arm's length* te zijn door de goedkeuring van de commissie en de meerderheid van de minderheid van het besluit.

De minderheidsaandeelhouder zal te allen tijde een beroep op het *appraisal right* kunnen doen. Zelfs indien het besluit tot uitstoting *at arm's length* oogt. Reden hiervoor is dat het recht van *appraisal* als extra waarborg dient te worden gezien.<sup>546</sup>

#### §6.5 - Rechtsvergelijking met Nederland

In vergelijking met Nederland beschikken de Verenigde Staten over een zeer flexibel instrument om de minderheidsaandeelhouders uit te kunnen stoten, namelijk de *cash merger*. Om voor een *cash merger* in aanmerking te kunnen komen, hoeft een aandeelhouder in het voor hem voordeligste geval slechts over een meerderheid van de aandelen te beschikken. In Nederland beschikt men door middel van de wettelijke uitkoopregelingen slechts over de bevoegdheid de minderheid tegen geld uit te kopen, wanneer over 95% of meer van de aandelen van de doelvennootschap wordt beschikt. Er zijn in de praktijk in Nederland echter wel alternatieve uitstootmethoden ontwikkeld. Ondanks dat deze methoden meer complex van aard zijn<sup>547</sup>, kunnen ze wel hetzelfde resultaat bereiken als de Amerikaanse *cash merger*. Ze kunnen, wanneer er aan voorwaarden genoemd in hoofdstuk 2 is

<sup>540</sup> B.S. Sharfman, 'The importance of the business judgement rule', *Journal of Law & Business* 2017, Vol. 14/1, p. 50 – 52.

<sup>541</sup> *Weinberger v. UOP, Incorporation*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

<sup>542</sup> Transacties dienen op een marktconforme basis te geschieden.

<sup>543</sup> In deze thesis zal onder 'kort na het openbaar bod' worden verstaan: tot en met 2 maanden na het openbaar bod. Zie N. McCarthy, 'Will M&A Start Doing The Two-Step?', *CCBJ* 2006.

<sup>544</sup> V. Brudney & M.A. Chirelstein, 'A Restatement of Corporate Freezeouts', *Yale Law Journal* 1978, Vol. 87, p. 1359 – 1365.

<sup>545</sup> R.S. Reder, 'Delaware Chancery Court Extends "Cleansing Effect" of Stockholder Approval Under KKR to Two-Step Acquisition Structure', *Vanderbilt Law Review En Banc* 2016, Vol. 69, p. 228 – 231.

<sup>546</sup> *Books-A-Million, Incorporation Stockholders Litigation*, C.A. No. 11343-VCL, 2016 WL 5874974, 17 (Del. Ch. 2016).

<sup>547</sup> Een vergoeding voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouder mag namelijk niet enkel uit geld bestaan, waardoor de methoden om een minderheid uit te stoten anders moeten worden gestructureerd.



voldaan, bij een drempel lager dan 95% van de aandelen de minderheidsaandeelhouders uitstoten. Bij toepassing van de alternatieve uitstootmethoden, kan de vergoeding voor de over te dragen aandelen echter niet volledig uit geld bestaan. Wel kan na toepassing van een alternatieve uitstootmethode het belang van minderheidsaandeelhouders verwateren tot 5% of minder waardoor deze minderheidsaandeelhouder alsnog middels toepassing van een wettelijke uitkoopregeling volledig tegen geld kan worden uitgestoten.

Zowel in de Verenigde Staten als in Nederland geldt als vereiste dat de minderheidsaandeelhouders worden uitgestoten tegen een *fair price*/ billijke prijs. Hoe een billijke prijs moet worden vastgesteld en wat eronder moet worden verstaan verschilt echter wel. Zo wordt in Delaware vermoed dat er sprake is van *entire fairness* van de prijs wanneer deze prijs door een simpele meerderheid van de minderheid is goedgekeurd. Indien tevens een *special committee* van de onafhankelijke bestuurders goedkeuring hebben gegeven, ziet de rechter vaak af van prijsbeoordeling. In Nederland is er slechts een wettelijk vermoeden vastgelegd met betrekking tot de specifieke uitkoopregeling. De rechter stelt echter vaak zelf de prijs vast en kan tevens van het enkele wettelijk vastgesteld vermoeden afwijken. De prijs wordt dus voornamelijk vastgesteld door de rechter en eventueel opgeroepen deskundigen.

In Nederland heeft de HR<sup>548</sup> geoordeeld dat uitstoting die enkel dient ter uitstoting van de minderheidsaandeelhouders in strijd is met de redelijkheid en billijkheid. De rechter stelde als vereiste voor een geoorloofde uitstoting dat er op zijn minst één andere 'bijkomende reden' aanwezig is.<sup>549</sup> Dit komt overeen met de vroegere *business purpose test*<sup>550</sup> uit de Verenigde Staten. De Amerikaanse rechter is hiervan echter afgeweken in de zaak *Weinberger*, waardoor de *business purpose* irrelevant werd. Dit is in lijn met de Amerikaanse gedachtegang dat een minderheidsaandeelhouder belegger is, die enkel interesse heeft in het verkrijgen van een *fair value* van zijn investering.<sup>551</sup> Het recht zou volgens deze visie en naar de theorie van Calabresi en Melamed<sup>552</sup>, een garantie op het verschaffen van een *fair value* aan de minderheidsaandeelhouder voor zijn aandelen moeten geven. Niet relevant is wat de reden voor uitstoot is, aangezien de minderheid simpelweg uit moet kunnen worden gestoten.

Ook de mogelijkheden die minderheidsaandeelhouders hebben om op te treden tegen een uitstoot verschillen. Zo is er in Nederland de mogelijkheid het besluit tot uitstoot te laten vernietigen door de rechter op grond van art. 2:15 BW wanneer de uitstoot in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid. Tevens kan de minderheidsaandeelhouder de uitstoot proberen te voorkomen door een enquêteprocedure te starten bij de OK. In Amerika beschikt men over het recht van *appraisal*, die de uitstootmethode kan tegenhouden noch blokkeren. Het geeft de minderheidsaandeelhouder echter wel het recht op een ex ante justitiële toetsing met betrekking tot het vaststellen van een billijke vergoeding voor zijn aandelen. Tevens beschikt de minderheid over de mogelijkheid om de uitstoot nietig te laten verklaren door de rechter wanneer er sprake is van strijdigheid met de fiduciaire

---

<sup>548</sup> HR 14 september 2007, JOR 2007/237 m.nt. Assink (*HR Versatel I*).

<sup>549</sup> Ondanks dat deze verplichting kan worden omzeild door bijkomende redenen op te geven als: de integratie van de onderneming in het concern, is de verplichting in tegenstelling tot de Verenigde Staten er wel.

<sup>550</sup> *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977), p. 980.

<sup>551</sup> M. Ventrizzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010, p. 911-912.

<sup>552</sup> G. Calabresi & A.D. Melamed, 'Property rules, liability rules and inalienability: one view of the cathedral', *Harvard Law Review* 1972.

plicht. Hoewel nietigheid tot de mogelijkheden behoort, besluit de rechter echter vaak, zoals hierboven al aangegeven, over te gaan tot het laten betalen van schadevergoeding.

Verder verschilt tevens de wijze van prijsvaststelling. In Nederland is in het *Offerhaus/ING*-arrest<sup>553</sup> door de HR bepaald dat aandeelhouders recht hebben op een reële prijs voor hun aandelen en dat de werkelijke waarde van de aandelen wordt beoogd te worden vergoed. Om tot de werkelijke waarde te komen dienen alle voor de waarde relevante feiten te worden meegewogen. In beginsel geldt een openbaar bod als richtlijn van de billijke prijs. Wanneer er geen (recent) openbaar bod aan het besluit tot uitstoting vooraf is gegaan, wordt er, indien er sprake is van courante aandelen die nog aan de beursgenoteerd zijn dan wel waarvan vergelijkbare aandelen aan de beurs genoteerd zijn, aansluiting gezocht bij de beursprijs. Indien een marktwaarde echter ontbreekt, geschiedt de prijsvaststelling bij uitstoting op basis van door de uitkoper overgelegde stukken of door middel van een door de OK gelast deskundigenonderzoek.<sup>554</sup> De waarde per aandeel naar evenredigheid van de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming (*de pro rata parte*-waarde) geldt hier uitgangspunt.<sup>555</sup>

De huidige *appraisal* procedure in Delaware heeft ten doel te zorgen dat de aandeelhouder een billijke prijs krijgt die is gebaseerd op de intrinsieke waarde van de onderneming op ‘*going concern*’ basis.<sup>556</sup> Daarbij dienen alle relevante feiten en omstandigheden te worden meegewogen, waaronder marktwaarde, intrinsieke waarde, omzet, cashflow, dividend en toekomstperspectief<sup>557</sup> van de onderneming.<sup>558</sup> De waardevaststelling van de aandelen geschiedt dus zonder dat de aankondiging van de fusie en de daaruit volgende synergievoordelen worden meegenomen. De praktijk laat echter een ander beeld zien. De bepaling van de *fair value* van de aandelen pakt vaak nadelig uit voor de minderheidsaandeelhouders. Rechtbanken maken bij de bepaling van de *fair value* namelijk vaak gebruik van de beursprijs.

## §6.6 - Tussenconclusie

In de Verenigde Staten kunnen minderheidsaandeelhouders middels een *cash merger* al volledig tegen *cash* worden uitgestoten door een aandeelhouder met een belang 50% of meer. In situaties waarbij de bieder, die vóór het openbaar bod nog geen meerderheidsbelang had, kort<sup>559</sup> na het openbaar bod tot uitstoting van de minderheidsaandeelhouder door middel van een *cash merger* overgaat, kan het besluit naar de regels van de Verenigde Staten in beginsel worden gerechtvaardigd en zal de biedprijs veelal als billijke uitstootprijs worden bevonden.<sup>560</sup> Hier kan immers het openbaar bod worden gezien als goedkeuring van “de meerderheid van de minderheidsaandeelhouders”. Is er echter een langere termijn verstreken<sup>561</sup> sinds de meerderheidsaandeelhouder de controle over de vennootschap heeft verworven, dan is het risico op misbruik door deze meerderheidsaandeelhouder

<sup>553</sup> HR 11 september 1996, *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*).

<sup>554</sup> T. Salemink, ‘Uitkoop van minderheidsaandeelhouders’, *VDHI* 2014/125, afl. 12.

<sup>555</sup> Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, *NJ* 1991/620 (*Steenbezit*). Vgl. T. Salemink, ‘Uitkoop van minderheidsaandeelhouders’, *VDHI* 1024/125, 9.3.3.b.

<sup>556</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, ‘De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod’, *O&F* 2014 (22) 1, p. 48. Vgl. §262 (h) DGCL.

<sup>557</sup> *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

<sup>558</sup> J. Eisenhofer & M. Barry, *Shareholder activism handbook*, New York: Aspen Publishers (losbl.) 2006, hoofdstuk 11.

<sup>559</sup> In deze thesis zal onder ‘kort na het openbaar bod’ worden verstaan: tot en met 2 maanden na het openbaar bod. Zie N. McCarthy, ‘Will M&A Start Doing The Two-Step?’, *CCBJ* 2006.

<sup>560</sup> V. Brudney & M.A. Chirelstein, ‘A Restatement of Corporate Freezeouts’, *Yale Law Journal* 1978, Vol. 87, p. 1359 – 1365.

<sup>561</sup> Langer dan twee maanden na het openbaar bod. Zie N. McCarthy, ‘Will M&A Start Doing The Two-Step?’, *CCBJ* 2006.

groter en dient er voor goedkeuring van de fusie tevens een comité van onafhankelijke bestuurders te worden aangesteld dat de fusie goedkeurt. Hierdoor wordt er in het recht van de Verenigde Staten een balans gevonden tussen enerzijds flexibiliteit en anderzijds de bescherming van aandeelhouders. In Nederland ligt de drempel om de minderheidsaandeelhouder(s) volledig tegen geld uit te kunnen kopen veel hoger; namelijk bij 95% van de aandelen. Er zijn in de praktijk in Nederland echter wel alternatieve uitstootmethoden ontwikkeld, die ondanks hun complexere aard<sup>562</sup>, wel hetzelfde resultaat kunnen bereiken als de Amerikaanse *cash merger*. Middels deze methoden kunnen minderheidsaandeelhouders door meerderheidsaandeelhouders met een aandelenbelang van minder dan 95% worden uitstoten. Bij toepassing van de alternatieve uitstootmethoden, kan de vergoeding voor de over te dragen aandelen echter niet volledig uit geld bestaan. Om hetzelfde effect als de *cash merger* te bewerkstelligen dient na toepassing van een alternatieve uitstootmethode het belang van minderheidsaandeelhouders verwateren tot 5% of minder waardoor deze minderheidsaandeelhouder alsnog middels toepassing van een wettelijke uitkoopregeling volledig tegen geld kan worden uitgestoten. In Nederland is er echter nog steeds een 'bijkomende reden voor fusie'<sup>563</sup> nodig.

Ter bescherming van minderheidsaandeelhouders zijn er in de Verenigde Staten het recht van *appraisal*, dat de uitstootmethode kan tegenhouden noch blokkeren, en *fiduciary duties*. Het *appraisal right* geeft de minderheidsaandeelhouder het recht op een ex ante justitiële toetsing met betrekking tot het vaststellen van een billijke vergoeding voor zijn aandelen. Middels *fiduciary duties* beschikt de minderheid over de mogelijkheid om de uitstoot nietig te laten verklaren door de rechter wanneer er sprake is van strijdigheid met de fiduciaire plicht. Hoewel nietigheid tot de mogelijkheden behoort, besluit de rechter echter vaak, zoals hierboven al aangegeven, over te gaan tot het laten betalen van schadevergoeding. Het recht van *appraisal* zou mijns inziens een goede toevoeging zijn binnen het Nederlandse rechtssysteem. De minderheidsaandeelhouder verkrijgt zo het recht op een billijke compensatie die gelijk staat aan de werkelijke waarde van hun aandelen, zonder dat zij het recht verkrijgen op het tegenhouden van de uitstoting.<sup>564</sup> Ten aanzien van de alternatieve uitstootmethoden zou het tevens een ex ante justitiële toetsing omtrent de prijsvaststelling bieden.

Al met al kan worden geconcludeerd dat de Verenigde Staten veel flexibeler zijn ten aanzien van uitstoting, dit komt mijns inziens ten goede van het algemeen belang en aldus de efficiëntie.

---

<sup>562</sup> Een vergoeding voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouder mag namelijk niet enkel uit geld bestaan, waardoor de methoden om een minderheid uit te stoten anders moeten worden gestructureerd.

<sup>563</sup> In de Verenigde Staten spreekt men van een *business purpose*.

<sup>564</sup> Wat tot op heden dus nog steeds tot de mogelijkheden behoort in Nederland, maar wat mijns inziens niet juist is gezien mijn bevindingen in hoofdstuk 4 met betrekking tot de efficiëntie.

## 7. Conclusie en aanbevelingen

In dit afsluitende hoofdstuk zal op basis van de bevindingen uit de voorgaande hoofdstukken een antwoord op de hoofdvraag worden geformuleerd. Tevens zullen er aanbevelingen worden gedaan op basis van de bevindingen uit deze scriptie.

### Hoofdstuk 2

Ter beantwoording van de eerste deelvraag is in hoofdstuk 2 bestudeerd hoe (de nasleep van) het openbaar bod (wettelijk) is gereguleerd. Het openbaar bod op een beursgenoteerde vennootschap betreft een middel om een vennootschap over te nemen. Deze mogelijkheid tot overname biedt echter geen garantie dat (alle) aandeelhouders akkoord gaan met het bod. Het staat de aandeelhouders van de doelvennootschap namelijk vrij zelfstandig een belangafweging te maken die tot gevolg kan hebben dat zij, om welke reden dan ook, hun aandelen niet aanmelden onder het openbaar bod. Indien het bod wel is geslaagd en gestanddoening van het bod plaatsvindt, kunnen er nog minderheidsaandeelhouders zijn overgebleven in de onderneming. Dit kan *nuisance value*<sup>565</sup> voor de bieder tot gevolg hebben. De wetgever biedt de bieder de mogelijkheden om op een effectieve wijze de negatieve waarde weg te werken. Deze wettelijke uitkoopprocedures<sup>566</sup> vormen echter niet in alle gevallen een oplossing. Zo dient degene die er een beroep op doet minimaal 95% van de aandelen tot zijn beschikking te hebben. Voor de gevallen waarin de toepasbaarheid van de door de wetgever aangereikte instrumenten zijn uitgesloten, zijn er in de praktijk alternatieve uitstootmethodes ontwikkeld. Om hiervan gebruik te kunnen maken dient er echter wel aan de in de jurisprudentie ontwikkelde voorwaarden te worden voldaan.

### Hoofdstuk 3

Vervolgens is in hoofdstuk 3 de positie van de minderheidsaandeelhouder in (de nasleep van) een openbaar bod onderzocht. Daarbij is geconcludeerd dat het bestuur de dagelijkse leiding heeft over de onderneming bij beursvennootschappen. Er schuilt het gevaar dat het bestuur na een openbaar bod in lijn handelt met de wensen van de bieder die meerderheidsaandeelhouder is geworden van de vennootschap. Het bestuur kan namelijk reeds vervangen zijn door een nieuw bestuur dat dezelfde denkwijze heeft als de meerderheidsaandeelhouder of het bestuur handelt in lijn met de wensen uit angst op ontslag. De meerderheidsaandeelhouder kan op deze manier zijn beleid en strategie doordrukken. Het Nederlandse ondernemingsrecht biedt de minderheidsaandeelhouder bescherming tegen de meerderheidsaandeelhouder; zo beschikt de minderheidsaandeelhouder over zeggenschapsrechten, dividend recht en over verschillende exit-mogelijkheden. Tevens is er de waarborg van art. 2:8 BW en indien het bestuur dan wel meerderheidsaandeelhouders hiermee in strijd handelen, beschikt de minderheidsaandeelhouder over de verzetsmogelijkheden van het enquêterecht en art. 2:15 BW. Deze bovengenoemde waarborgen bieden enerzijds bescherming aan de minderheidsaandeelhouders, maar zorgen anderzijds voor kosten aan de zijde van de meerderheidsaandeelhouder (de eerdergenoemde *nuisance value*). Er dient dan ook een balans te worden gevonden tussen de positie van de meerderheidsaandeelhouder en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder.

---

<sup>565</sup> Hieronder wordt verstaan: bepaalde kostbare en tijdrovende procedurele vereisten ten aanzien van de bescherming van minderheidsaandeelhouders. Zie par. 1.1 en hoofdstuk 3 voor voorbeelden.

<sup>566</sup> Artt. 2:359c en 2:92a BW.

#### Hoofdstuk 4

Middels een rechtseconomische analyse is in hoofdstuk 4 onderzocht of deze *nuisance value* (alternatieve) uitstoot rechtvaardigt. Vanuit de rechtseconomie kunnen rechtsregels worden gerechtvaardigd indien zij de efficiëntie dienen. Voor de beoordeling of iets efficiënt is, is gekeken of de totale baten hoger zijn dan de totale lasten.<sup>567</sup> Volgens de *principal-agent-theory* handelt het bestuur dat de dagelijkse leiding van een onderneming heeft, niet altijd in het belang van de aandeelhouders, waardoor de waarde van de aandelen niet gemaximaliseerd wordt. Volgens de economische theorie is een dergelijke beursvennootschap aantrekkelijk voor potentiële bidders omdat zij verwachten de waarde van de vennootschap te kunnen verhogen. Wanneer een potentiële bidder verwacht dat niet alle aandeelhouders hun aandelen zullen verkopen, bijvoorbeeld vanwege het *free-rider* dan wel *hold-out* probleem, zal de bidder minder snel - of zelfs helemaal niet - een openbaar bod uitbrengen; immers vormen de na het openbaar bod overgebleven minderheidsaandeelhouders een *nuisance value* en dus een kostenpost voor de bidder. Als hierdoor minder (of zelfs geen) openbare biedingen worden gedaan, zal het bestuur ook geen (extra) incentive meer hebben om de waarde van de aandelen zo hoog mogelijk te houden. Hierdoor vormt de *market for corporate control* niet (altijd) een effectief mechanisme om het *principal-agent* probleem op te lossen. De (alternatieve) uitstootmethodes, die de *nuisance value* weg kunnen werken en hierdoor openbare biedingen stimuleren, bieden hiertoe aldus een oplossing. Dit betreft echter wel een inbreuk op het eigendomsrecht van minderheidsaandeelhouders. Deze inbreuk is juridisch geoorloofd indien aan art. 1 EP EVRM is voldaan. Hieraan wordt aan voldaan indien er (1) een wet of beginsel is die de inbreuk toestaat, (2) het algemeen belang wordt gediend en (3) dat het in balans is met de belangen van de minderheidsaandeelhouders. Om ervoor te zorgen dat er ook nog een balans is tussen de uitstoot, die in de Nederlandse rechtspraak is toegestaan en de efficiëntie dient<sup>568</sup>, en de belangen van de minderheidsaandeelhouder, dient de minderheidsaandeelhouders ter vergoeding van de gedwongen verkoop van zijn aandelen een billijke vergoeding aandelen te ontvangen. Al met al is geconcludeerd dat de vrije marktwerking het meest efficiënt is en dat het eigendomsrecht niet aan (alternatieve) uitstootmethoden in de weg staat. Ondanks dat de inbreuk door uitstootprocedures is toegestaan, dient de minderheidsaandeelhouder ter vergoeding van de gedwongen verkoop van zijn aandelen een redelijke en objectief vastgestelde prijs te ontvangen; bescherming van de minderheidsaandeelhouder geschiedt namelijk middels de *liability rule*.<sup>569</sup> Dit is begrijpelijk aangezien de transactiekosten relatief hoog en de kosten van rechtspleging en proceskosten relatief laag zouden uitvallen indien deze vorm van bescherming zou missen.

#### Hoofdstuk 5

In Nederlandse rechtspraak geldt dat de minderheidsaandeelhouders die worden uitgestoten op zijn minst een billijke vergoeding dienen te verkrijgen (*liability rule*); deze praktijk is onderzocht in hoofdstuk 5. Over de wijze waarop de rechter de aandelen dient te waarderen is tot op heden echter nog niets gecodificeerd. Hiertoe heeft de rechter een discretionaire bevoegdheid. Wanneer een meerderheidsaandeelhouder wil uitstoten met behulp van een wettelijke uitkoopregeling, een minderheidsaandeelhouder de rechter inschakelt tegen een besluit tot alternatieve uitstoot door de bidder, partijen het niet eens worden over de prijs en de prijs aldus wordt betwist of de rechter het ambtshalve nodig acht, zal de rechter zelf de prijs vaststellen. Waardering van aandelen betreft aldus

---

<sup>567</sup> Kaldor-Hicks efficiëntie.

<sup>568</sup> Aan de eerste twee vereisten is aldus voldaan.

<sup>569</sup> De redelijke en objectieve prijsvaststelling is bij de alternatieve uitstootprocedures niet gegarandeerd. Deze vaststelling gebeurt namelijk niet ex ante in eerste aanleg. Hier zal in hoofdstuk 5 en 6 verder op worden ingegaan.

rechtersrecht. Ondanks het ontbreken van een wettelijke regeling omtrent waardering, zijn er in de parlementaire wetgeschiedenis en jurisprudentie wel enkele richtlijnen geformuleerd. In het *Offerhaus/ING*-arrest<sup>570</sup> heeft de HR bepaald dat aandeelhouders recht hebben op een reële prijs voor hun aandelen en dat wordt beoogd om de werkelijke waarde van de aandelen vast te stellen. Om tot de werkelijke waarde te komen dienen alle voor de waarde relevante feiten te worden meegewogen. In beginsel geldt een openbaar bod als richtlijn van de billijke prijs. Wanneer er geen (recent) openbaar bod aan het besluit tot uitstoting vooraf is gegaan, wordt er in beginsel, indien er sprake is van courante aandelen die nog aan de beursgenoteerd zijn, dan wel waarvan vergelijkbare aandelen die aan de beurs genoteerd zijn, aansluiting gezocht bij de beursprijs. Indien een marktwaarde echter ontbreekt, geschiedt de prijsvaststelling bij uitstoting op basis van door de uitkoper overgelegde stukken of door middel van een door de OK gelast deskundigenonderzoek.<sup>571</sup> De waarde per aandeel naar evenredigheid van de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming (*de pro rata parte*-waarde) geldt hier uitgangspunt.<sup>572</sup>

Mijns inziens kan indien aan de uitstootprocedure een (recent) verplicht openbaar bod vooraf is gegaan, aansluiting worden gezocht bij dat openbaar bod. Een vrijwillig openbaar bod hoeft echter niet per se een billijke prijs in te houden.<sup>573</sup> Wanneer er geen aansluiting kan worden gevonden bij een (recent) verplicht openbaar bod en er niet is gebleken van een mogelijkheid tot een vrijwillige overeenkomst tot overdracht tussen eiser en minderheidsaandeelhouder, kan een benadering van de waarde vanuit het perspectief van de minderheidsaandeelhouder, wanneer er geen gedwongen overdracht zou plaatsvinden en er sprake zou zijn van continuering van de onderneming, een juist uitgangspunt zijn. Deze waarde betreft een proportioneel aandeel in de huidige waarde van de in de toekomst verwachte resultaten van de onderneming. Het uitgangspunt van de *pro rata parte*-waarde hoeft hiervoor niet aan de kant worden geschoven. Prijsaanpassingen, zoals minderheidsdecotés en controlepremies, blijven geheel buiten beschouwing. Synergie- en schaalvoordelen en andere verwachte resultaten voortvloeiend uit '*going concern*' verwachtingen van de doelvennootschap dienen mijns inziens tevens buiten beschouwing te worden gelaten. Dit zal namelijk de incentive ontnemen voor de minderheidsaandeelhouder om zijn aandelen niet onder het bod aan te melden en deze als pressiemiddel te gebruiken (*hold-out problem*).

### Hoofdstuk 6

Deze bevindingen zijn vervolgens, in hoofdstuk 6, vergeleken met de uitstootpraktijk in de Verenigde Staten. In de Verenigde Staten kunnen minderheidsaandeelhouders middels een *cash merger* al volledig tegen *cash* worden uitgestoten door een aandeelhouder met een belang 50% of meer. In situaties waarbij de bieder, die vóór het openbaar bod nog geen meerderheidsbelang had, kort<sup>574</sup> na het openbaar bod tot uitstoting van de minderheidsaandeelhouder door middel van een *cash merger* overgaat, kan het besluit naar de regels van de Verenigde Staten in beginsel worden gerechtvaardigd en zal de biedprijs veelal als billijke uitstootprijs worden bevonden.<sup>575</sup> Hier kan immers het openbaar bod worden gezien als goedkeuring van "de meerderheid van de minderheidsaandeelhouders". Is er

---

<sup>570</sup> HR 11 september 1996, *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*).

<sup>571</sup> T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125, afl. 12.

<sup>572</sup> Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, *NJ* 1991/620 (*Steenbeitz*). Vgl. T. Salemink, 'Uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 1024/125, 9.3.3.b.

<sup>573</sup> Vgl. T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Deventer: Kluwer 2014, p. 197 en 204.

<sup>574</sup> In deze thesis zal onder 'kort na het openbaar bod' worden verstaan: tot en met 2 maanden na het openbaar bod. Zie N. McCarthy, 'Will M&A Start Doing The Two-Step?', *CCBJ* 2006.

<sup>575</sup> V. Brudney & M.A. Chirelstein, 'A Restatement of Corporate Freezeouts', *Yale Law Journal* 1978, Vol. 87, p. 1359 – 1365.

echter een langere termijn verstrekken<sup>576</sup> sinds de meerderheidsaandeelhouder de controle over de vennootschap heeft verworven, dan is het risico op misbruik door deze meerderheidsaandeelhouder groter en dient er voor goedkeuring van de fusie tevens een comité van onafhankelijke bestuurders te worden aangesteld dat de fusie goedkeurt. Hierdoor wordt er in het recht van de Verenigde Staten een balans gevonden tussen enerzijds flexibiliteit en anderzijds de bescherming van aandeelhouders. In Nederland ligt de drempel om de minderheidsaandeelhouder(s) volledig tegen geld uit te kunnen kopen veel hoger; namelijk bij 95% van de aandelen. Er zijn in de praktijk in Nederland echter wel alternatieve uitstootmethoden ontwikkeld, die ondanks hun complexere aard<sup>577</sup>, wel hetzelfde resultaat kunnen bereiken als de Amerikaanse *cash merger*. Middels deze methoden kunnen minderheidsaandeelhouders door meerderheidsaandeelhouders met een aandelenbelang van minder dan 95% worden uitstoten. Bij toepassing van de alternatieve uitstootmethoden, kan de vergoeding voor de over te dragen aandelen echter niet volledig uit geld bestaan.<sup>578</sup> Om hetzelfde effect als de *cash merger* te bewerkstelligen dient na toepassing van een alternatieve uitstootmethode het belang van minderheidsaandeelhouders verwateren tot 5% of minder waardoor deze minderheidsaandeelhouder alsnog middels toepassing van een wettelijke uitkoopregeling volledig tegen geld kan worden uitgestoten. In Nederland is er tevens een 'bijkomende reden voor fusie'<sup>579</sup> nodig.

Ter bescherming van minderheidsaandeelhouders zijn er in de Verenigde Staten: het recht van *appraisal*, dat de uitstootmethode kan tegenhouden noch blokkeren<sup>580</sup>, en *fiduciary duties*. Het *appraisal right* geeft minderheidsaandeelhouders het recht op een ex ante justitiële toetsing met betrekking tot het vaststellen van een billijke vergoeding voor zijn aandelen. Waar het recht van *appraisal* in de Verenigde Staten van toepassing op alle uitstootmethodes, is in Nederland een ex ante justitiële toetsing van de prijs slechts bij de wettelijke uitkoopregelingen van toepassing. De ex ante justitiële toetsing kan in Nederland door middel van het enquêterecht worden verkregen, echter hier kan niet slechts de prijs mee worden aangepast. De ex ante justitiële toetsing met enkel een prijsaanpassing tot gevolg is er zodoende niet met betrekking tot alle (alternatieve) uitstootmethoden. De juridische (driehoeks)fusie en de ruziesplitsing beschikken daarentegen wel over de wettelijke waarborg dat er een billijke vergoeding moet worden vastgesteld door onafhankelijke experts. Deze vaststelling door experts biedt echter slechts een sterkere positie voor de minderheidsaandeelhouder bij een eventuele ex post toetsing door de rechter. De activa- passiva transactie beschikt zelfs daar niet over. De in de Verenigde Staten aanwezige *appraisal procedure* zou een oplossing kunnen bieden.

Middels *fiduciary duties* beschikt de minderheid over de mogelijkheid om de uitstoot nietig te laten verklaren door de rechter wanneer er sprake is van strijdigheid met de fiduciaire plicht. Hoewel nietigheid tot de mogelijkheden behoort, besluit de rechter echter vaak over te gaan tot het laten

---

<sup>576</sup> Langer dan twee maanden na het openbaar bod. Zie N. McCarthy, 'Will M&A Start Doing The Two-Step?', *CBBJ* 2006.

<sup>577</sup> Een vergoeding voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouder mag namelijk niet enkel uit geld bestaan, waardoor de methoden om een minderheid uit te stoten anders moeten worden gestructureerd.

<sup>578</sup> De rechter oordeelde dat er bij alternatieve uitstootmethodes slechts sprake is van ex post justitiële toetsing ten opzichte van de vergoeding. Hierdoor oordeelde de rechter dat indien de vergoeding volledig uit cash zou bestaan, dit in strijd zou zijn met art. 2:8 BW. Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36, r.o. 3.25 en 3.27 (*Shell*).

<sup>579</sup> In de Verenigde Staten spreekt men van een *business purpose*.

<sup>580</sup> Ex ante bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen het besluit tot uitstoting is tot op heden nog steeds mogelijk in Nederland (lees: enquête procedure), maar gezien mijn bevindingen in hoofdstuk 4 met betrekking tot de efficiëntie van uitstoting betreft dit een te diepe inmenging in de *market for corporate control*.

betalen van schadevergoeding. In Nederland wordt het besluit indien de uitstoot niet billijk wordt geacht echter vernietigd en niet in stand gelaten waarbij ‘slechts’ schadevergoeding wordt toegekend aan de minderheidsaandeelhouders. Deze praktijk in Delaware laat duidelijk zien dat wordt getracht de minderheidsaandeelhouder te beschermen via de *liability rule*.<sup>581</sup> Dit is mijns inziens correct, gelet op de maatschappelijke efficiëntie van het in stand laten van de uitstotingsmethoden.

Kortom, de minderheidsaandeelhouder in de Verenigde Staten kan, na een openbaar bod, makkelijker worden uitgestoten dan in Nederland, hierbij beschikken ze wel over een ex ante waarborg ter verkrijging van een billijke prijs. Dit is, zoals geconcludeerd in hoofdstuk 4, bevorderend ten aanzien van het algemeen belang dan wel efficiëntie.

#### Beantwoording van de centrale onderzoeksvraag

*‘Biedt het huidig juridisch kader in Nederland de minderheidsaandeelhouder voldoende bescherming vanuit een juridisch, rechtseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief wanneer gebruik wordt gemaakt van de wettelijke uitkoopregelingen of alternatieve uitstootmethodes, specifiek in de nasleep van een openbaar bod?’*

Er kan aan de hand van de uitkomsten van bovenstaande deelvragen worden geconcludeerd dat het niet wenselijk is om minderheidsaandeelhouders extra bescherming te geven ten aanzien van het behouden van hun eigendomsrecht. Dit zou namelijk de werking van de *market for corporate control* frustreren, wat tot inefficiëntie leidt. Om de minderheidsaandeelhouders niet onredelijk te benadelen, zullen er daarentegen wel billijke vergoedingen ter compensatie voor de door dwang overgedragen aandelen moeten worden betaald.<sup>582</sup> Op basis van de Nederlandse wet en jurisprudentie dient dit ten opzichte van alle uitstootmethoden te geschieden. Bij alternatieve uitstootmethodes is er echter geen garantie met het verkrijgen tot een billijke prijs door het missen van een ex ante justitiële toetsing. De minderheidsaandeelhouder dient hier een betere bescherming te verkrijgen.

---

<sup>581</sup> In Nederland is dit slechts sterk te zien bij de wettelijke uitkoopprocedures. Bij uitstoting door middel van alternatieve uitstootprocedures, die de rechter schoorvoetend heeft gedoogd, zijn er in jurisprudentie tal van waarborgen geformuleerd waaraan moet worden voldaan.

<sup>582</sup> Vanuit rechtseconomische visie kan worden gezegd dat eigendomsbescherming via de *liability rule*, waarbij de uitkoper geen toestemming voor uitstoot nodig heeft, maar wel een billijke vergoeding dient te betalen, het meest efficiënt is aangezien de transactiekosten relatief hoog uit zouden vallen indien deze vorm van eigendomsbescherming zou missen.



## Aanbevelingen

### *Onafhankelijke commissarissen*

Hoewel de OK in *Versatel II*<sup>583</sup> een onmiddellijke voorziening had getroffen tot benoeming van onafhankelijke commissarissen en de HR dit oordeel in stand had gelaten, wat tot gevolg had dat er in de praktijk onafhankelijke commissarissen werden aangesteld dan wel aangehouden met een eventueel vetorecht, kan in theorie een volledige RvC bestaan uit niet-onafhankelijke commissarissen. Om tot een balans te komen tussen de bescherming van de minderheidsaandeelhouders en de mogelijkheid tot het benoemen van meer dan één niet-onafhankelijke leden van de RvC, zou er mijns inziens door middel van een wettelijke regeling moeten worden vastgelegd dat ten minste de helft van de RvC, of bij een *one-tier board*, de helft van de niet-uitvoerende bestuurders, onafhankelijk dient te zijn in de zin van de NCGC. Enkel een onafhankelijk lid zou hierbij mogen beschikken over bijzondere goedkeurings- of vetorechten.

### *Informatieasymmetrie*

- Het is mijns inziens niet wenselijk om de minderheidsaandeelhouders in de nasleep van een openbaar bod meer rechten toe te delen met betrekking tot het behouden van hun eigendom. Dit zou namelijk het vestigingsklimaat in Nederland minder aantrekkelijk kunnen maken<sup>584</sup> en daarmee het algemeen belang kunnen frustreren. Wel lijkt het mij wenselijk om de minderheidsaandeelhouders beter in te lichten omtrent het openbaar bod en de mogelijk daaruit vloeiende gevolgen. Een wettelijke regeling die de bieder verplicht volledig transparant te zijn in het biedingsbericht omtrent een concreet te volgen stappenplan na een eventuele gestanddoening van het openbaar bod betreft mijn eerste aanbeveling. Hiermee wordt bedoeld dat in ieder geval 1) de vermoedelijk toe te passen (alternatieve) uitstootmethode, 2) de maatregelen die de bieder treft ter waarborging van de minderheidsaandeelhouders en andere stakeholders en 3) de wijze waarop een billijke vergoeding na een eventuele uitstoting zal worden vastgesteld, dienen te worden vermeld.<sup>585</sup> Deze wettelijke aanvullingen zorgen voor een beter geïnformeerde aandeelhouder die tot een zorgvuldig genomen besluit zijn aandelen al dan niet onder het openbaar bod aan te bieden kan komen. Deze aanvullingen vormen aldus een compensatie voor de minderheidsaandeelhouders die bekneld blijven zitten wanneer ze geen exit mogelijkheden meer hebben na gestanddoening van het openbaar bod. Tevens kunnen de maatregelen voorkomen dat aandeelhouders op grond van onjuiste of onvolledige informatie niet op het bod ingaan, wat dus tevens in het belang is van de bieder dan wel doelvennootschap.
- Een tweede aanbeveling om de informatieasymmetrie tussen insiders en de minderheidsaandeelhouder te verminderen betreft het wettelijk verplichten dat een onafhankelijke accountant dan wel deskundige<sup>586</sup> een onderzoek dient te verrichten naar de prijs en een verklaring dient te geven over de redelijkheid van de ruilverhouding bij alle alternatieve uitstootmethoden. Momenteel is dit nog niet wettelijk verplicht voor de bedrijfsfusie. De accountant dan wel deskundige dient onafhankelijk te zijn. Om de onafhankelijkheid van de accountant dan wel

---

<sup>583</sup> Hof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7, r.o. 3.6. (*OK Versatel II*).

<sup>584</sup> Minderheidsaandeelhouders zorgen voor *nuisance value* en indien minderheidsaandeelhouders meer rechten zouden verkrijgen, zal het minder aantrekkelijk worden voor een potentiële bieder om in Nederland een openbaar bod te doen.

<sup>585</sup> W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014/22, p. 45.

<sup>586</sup> Uit de systematiek van de Nederlandse wettekst volgt dat het een accountant dient te zijn. Zie art. 2:328 lid 1 BW. Mijns inziens kan het echter ook geschieden door een onafhankelijke deskundige.

deskundige te waarborgen pleit ik ervoor om de aanwijzing van de accountant door het bestuur<sup>587</sup> aan goedkeuring van een rechterlijke of administratieve instantie<sup>588</sup> te onderwerpen. Een dergelijk procedurevoorschrift stelt een bepaalde drempel voor besluitvorming. Dit biedt minderheidsaandeelhouders een hogere mate van bescherming, ten koste van de meerderheidsaandeelhouder. Indien er niet aan is voldaan, komt het besluit immers niet tot stand. Deze prijsvaststelling door experts dient mijns inziens echter nog steeds slechts een sterkere positie voor de minderheidsaandeelhouder bij een eventuele ex post toetsing door de rechter te bieden.

#### *Appraisal Right*

Uit bovenstaande hoofdstukken kan worden geconcludeerd dat het belang van de meerderheidsaandeelhouder met betrekking tot het wegnemen van de *nuisance value*, zwaarder weegt dan het enkel financiële belang van de minderheid om haar aandelen te behouden. De gedwongen overdracht is daarom gerechtvaardigd, mits aan de huidige waarborgen is voldaan en tevens de uitgekochte aandeelhouders een compensatie ontvangen voor het verlies van dit financiële belang. Een voorwaarde voor de gedwongen overdracht van de aandelen is dat de belangen van de minderheidsaandeelhouder voldoende beschermd zijn. Het is naar mijn mening in ieder geval noodzakelijk dat een onafhankelijke derde op verzoek van de minderheidsaandeelhouders ex ante aan de gedwongen overdracht kan toetsen of de gedwongen overdracht is toegestaan en dat de minderheidsaandeelhouder een reële en redelijke vergoeding voor haar aandelen ontvangt. Het recht van *appraisal* ten aanzien van alle alternatieve uitstootmethoden zou mijns inziens passen binnen het Nederlandse rechtssysteem. De minderheidsaandeelhouder verkrijgt zo het recht op een ex ante justitiële toetsing met betrekking tot de 'billijke' prijs van hun aandelen, waarbij het oordeel kan luiden dat de prijs moet worden aangepast. Zij verkrijgen hierdoor echter niet het recht op het tegenhouden van de uitstoting.

---

<sup>587</sup> Art. 2:328 lid 1 BW.

<sup>588</sup> In Nederland betreft dat de OK.

## Literatuurlijst

### Literatuur

#### **Armour, Hansmann en Kraakman 2009.**

J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, 'Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement', *ECGI* 2009.

#### **Assink 2008**

B.F. Assink, 'Kroniek van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware - Deel I', *Ondernemingsrecht* 2008/16, p. 51.

#### **Bainbridge, Anabtawi, Kim & Park 2018**

S.M. Bainbridge, I. Anabtawi, S.H. Kim & J. Park, *Can Delaware Be Dethroned?: Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*, Cambridge University Press 2018.

#### **Bartman, Dorresteyn en Olaerts 2016.**

S.M. Bartman, A.F.M. Dorresteyn en M. Olaerts, *Van het Concern*, Deventer: Kluwer 2016.

#### **Berle & Means 1932**

A. Berle & G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmil Lan 1932, New York.

#### **Brudney & Chirelstein 1978**

V. Brudney & M.A. Chirelstein, 'A Restatement of Corporate Freezeouts', *Yale Law Journal* 1978, Vol. 87.

#### **Bulten 2011**

C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Deventer: Kluwer 2011.

#### **Calabresi & Melamed 1972**

G. Calabresi & A.D. Melamed, 'Property rules, liability rules and inalienability: one view of the cathedral', *Harvard Law Review* 1972.

#### **Coase 1937**

R.H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Vol. IV Issue 16*, November 1937.

#### **Cohen 1991**

L. Cohen, 'Holdouts and free riders', *The Journal of Legal Studies* 1991.

#### **Corten 2003**

P.E.B. Corten, 'Het openbaar bod en de biedingsregels', *O&F* november 2003/58.

#### **Dantuma 2008**

J.W.J. Dantuma, 'De uitkoopregeling ex art. 2:359c BW, iets nieuws onder de zon?', *O&F* 2008, nr. 77/78.

#### **Davidoff 2011**

S.M. Davidoff, 'Takeover Theory and the Law and Economics Movement', *RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW*, April 4th 2011.

**De Brauw 2017**

C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2017.

**De Kam 1994**

F. de Kam, 'Uitkoop en waardering van aandelen', *NV* 1994, 72/3, p. 66-73.

**Den Boogert 2005**

M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005/8.

**De Serière 2002**

V.P.G. de Serière, 'Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2002.

**De Vries 2010**

P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Deventer: Kluwer 2010.

**Douma 2013**

S. Douma & H. Schreuder, *ECONOMIC APPROACHES TO ORGANISATIONS*, PEARSON 2013.

**Driessen en De Jong 2009**

G.R.G. Driessen en J.W. de Jong, 'De best price rule. Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel', *Onderneming en Financiering* 2009/1.

**Eikelboom 2017**

F. Eikelboom, 'Informatierechten als strijdmiddel in aandeelhoudersconflicten', *Bb* 2017/64.

**Eisenhofer & Barry 2006**

J. Eisenhofer & M. Barry, *Shareholder activism handbook*, New York: Aspen Publishers (losbl.) 2006, hoofdstuk 11.

**Fama 1970**

E. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, Vol. 25 Issue 1 (May 1970).

**Fama & Jensen 1983**

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of ownership and control', *Journal of Law and Economics*, Vol. 26/2, June 1983.

**Frentrop 2002**

Paul Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, Corporate Governance 1602-2002*, Amsterdam: Prometheus 2002.

**Gevurtz 2000**

F.A. Gevurtz, *Corporation law*, St. Paul, West 2000.

**Ginneken 2010**

M.J. Ginneken, 'Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten', *UvA-DARE* 2010.

**Grossman en Hart 1980**

S.J. Grossman en O.D. Hart, 'Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980).

**Grundmann-Van de Krol 2010**

C.M. Grundmann-Van de Krol, *Koersen in de mist: op weg naar transparante wetgeving?*, Den Haag: Bju 2010.

**Hijink 2010**

J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2010/74.

**Hijink 2010**

J.B.S. Hijink, 'De verhouding tussen het Amerikaanse — statelijke vennootschapsrecht en — federale — effectenrecht', *Publicatieverplichtingen beursvennootschappen (IVOR nr. 74) 2010/2.1*.

**Hooghoudt & Groothuis 2008**

R.H. Hooghoudt & L.F. Groothuis, 'Het bod, de vergoeding en de voorwaarden', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008.

**Janssen & De Ruijter 2017**

A.N.G. Janssen & P.A. de Ruijter, *Prijs en waarde van ondernemingen*, Amsterdam: De Ruijter 2017.

**Jensen & Meckling 1976**

M.C. Jensen & W. H. Meckling, 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.

**Kenyon-Slade 2004**

S. Kenyon-Slade, *Mergers and takeovers in the US and UK. Law and practice*, Oxford: Oxford University Press 2004.

**Kuipers & Van der Krans 2014**

W.B. Kuipers & A. van der Krans, 'De positie van minderheidsaandeelhouders en het openbaar bod', *O&F* 2014/22.

**Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017**

A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van Ondernemingen. In de juridische praktijk*, Paris 2017.

**Lafarre, Schippers, Van der Bosch, Van der Elst & Van der Sangen 2018**

A.J.F. Lafarre, B.C.J. Schippers, S.F.W. Van der Bosch, C.F. Van der Elst & G.J.H. Van der Sangen, *Doelbereiking en effectiviteit van de wet aanpassing enquêterecht in de praktijk* (WODC-rapport 2791), Tilburg University Departement Business Law 2018.

**Maeijer, Nieuwe Weme en Van Solinge 2009**

Maeijer, Nieuwe Weme en Van Solinge, *Asser 2-II De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 677 & 686.

**Manne 1965**

H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', April 1965, vol. 73, *Journal of Political Economy*.

**McCarthy 2006**

N. McCarthy, 'Will M&A Start Doing The Two-Step?', *CCBJ* 2006.

**Meijer 2005**

G.C. Meijer, 'Over de juridische fusie na een openbaar bod', *V&O* 2005/10.

**Pagano & Röell 1998**

Pagano and Röell, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public", *The Quarterly Journal of Economics* 1998/113.

**Raaijmakers 2008**

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Uitstoting minderheid na gestanddoening van een openbaar overnamebod: Inspiratie uit Nederland?', in: H. de Wulf en C.F. van der Elst, C. (red.), *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen/Oxford: Intersentia 2008.

**Raaijmakers & Van der Schee 2008**

M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, 'Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Deventer: Kluwer 2008.

**Rebers en Maatman 2008**

E.H. Rebers en R.H. Maatman, 'De rol van aandeelhouders bij een openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming en Recht, deel 46), Kluwer: Deventer 2008.

**Reder 2016**

R.S. Reder, 'Delaware Chancery Court Extends "Cleansing Effect" of Stockholder Approval Under KKR to Two-Step Acquisition Structure', *Vanderbilt Law Review En Banc* 2016, Vol. 69.

**Salemink 2011**

T. Salemink, 'Kroniek Uitkoopregeling 2007-2010', *JRV* 2011/353, afl. 37.

**Salemink 2013**

T. Salemink, '5.3 Waarderingsmethoden', *GS Rechtspersonen* 2013.

**Salemink 2014**

T. Salemink, 'Uitkoop van de Minderheidsaandeelhouders', *VDHI* 2014/125.

**Schenk 2010**

H. Schenk, 'Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?', *O&F* 2010/3.

**Schild 2012**

A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2012.

**Sharfman 2017**

B.S. Sharfman, 'The importance of the business judgement rule', *Journal of Law & Business* 2017, Vol. 14/1.

**Sijnja 2006**

H.R. Sijnja, 'De nieuwe biedingsregels met betrekking tot het openbaar bod', *O&F*, mei 2006/70.

**Slopsema 2010**

G. Slopsema, *Waardebepaling van aandelen in ondernemingen bij gerechtelijke procedures*, Tremar nr. 10, 2010, Sdu Uitgevers.

**Smith 2007**

A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), MetaLibri Digital Library 2007.

**Steinberg 2002**

M.I. Steinberg, 'Short-form mergers in Delaware', *Delaware Journal of Corporate Law* 2002.

**Stevens & De Vlaam 2003**

T.M. Stevens en A.V.V. de Vlaam, 'Beëindiging van beursnoteringen', *Ondernemingsrecht* 2003/9.

**Tamminga 2009**

R.M. Tamminga, 'De uitstootregeling van art. 2:359c BW nader beschouwd', *V&O* 2009/2.

**Teerink 2008**

H.J. Teerink, 'Stakebuilding in het kader van openbare biedingen', *V&O* mei 2008/5.

**Thompson 1995**

R.B. Thompson, 'Exit, majority and liquidity rule: appraisal's role in corporate law', *The Georgetown Law Journal* 1995, (1) 4.

**Timmerman 2003**

L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen een meerderheidsaandeelhouder in een rechtsvergelijkend perspectief' in: L.J. Hijmans van der Bergh, G. van Solinge (e.a.), *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Deventer: Kluwer 2003.

**Valk 2013**

O. Valk, 'Wijzigingen in de Nederlandse regelgeving rondom het openbaar bod: verleden, heden en toekomst', *Bb* 2013/41.

**Van Borssum, Waalkes & Van der Schrans 2014**

Van Borssum, Waalkes & Van der Schrans, 'Prijs- en waardebeepaling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014/2.

**Van den Berg 2001**

P.F. van den Berg, 'De weg naar volledige fusie', *Ondernemingsrecht* 2001/14.

**Van den Berg 2013**

S.W. van den Berg, 'De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen', *Ondernemingsrecht* 2013/16.

**Van den Berg 2017**

S.W. van den Berg, 'Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures', *Ondernemingsrecht* 2017/125.

**Van den Nieuwenhuijzen, Galle en Soppe 2010**

S.J. van den Nieuwenhuijzen, J.G.C.M. Galle en A.B.M. Soppe, 'Shareholder Management- Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?', *TvOB* 2010/1.

**Van der Elst & Van den Steen 2006**

C. Van der Elst & L. van den Steen, 'Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out', *Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper 2006*, Nr. 12.

**Van der Heijden en Van der Grinten 1992**

E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten (m.m.v. H.J.M.N. Honée & Th. C.M. Hendriks-Jansen), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

**Van der Zanden 2016**

Van der Zanden, 'Waardering van (aandelen in) ondernemingen', *WPNR* 2016/7119.

**Van Dongen 2013**

M.C.P. van Dongen, 'De nieuwe tegenstrijdig belangregeling nader beschouwd', *TvOB* 2013/2.

**Van Ginneken 2010**

M.J. van Ginneken, 'Openbare biedingen (tender offers) (§ 14(d) en 14(e) Exchange Act)', Vijandige overnames (*IVOR* nr. 79) 2010/5.2.3.

**Van Ginneken 2012**

Van Ginneken, 'oratie Rotterdam', *Ondernemingsrecht* 2012/134.

**Van Leeuwen 2011**

P.H.C. van Leeuwen, 'De activa/passiva-transactie als uitstotingsmethode', *V&O* 2011.

**Van Oeveren 2007**

R. Van Oeveren, 'WAARDE OP WAARDE GESCHAT', *Finance & ControlPE* 2007.

**Van Schilfgaarde**

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013.

**Van Solinge 2000**

G. van Solinge, 'Ruziesplitsing', p. 67 in A.F.J.A. Leijten, L. Timmerman, J.H.M. Willems, R.A.A. Duk, G. van Solinge, P.J. Dortmund en O.L.O. de Witt Wijnen, *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000.

**Ventoruzzo 2010**

M. Venotruzzo, 'Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals', *Virginia Journal of International Law* 2010.

**Verhaar 2012**

H.T. Verhaar, 'De verbeterde geschillenregeling: meer potentieel dan wellicht wordt gedacht', *O&F* 2012/3.

**Wertheimer 1998**

B.M. Wertheimer, 'The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value', *Duke Law Journal* 1998.

**Weterings 2007**

W.C.T. Weterings, *De economische analyse van het recht*, Den Haag: BJu 2007.



## Zebregs 2008

B.J.A. Zebregs, 'Settlement en openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. 2008.

## Jurisprudentie

### Europees Hof van Justitie

HvJ EU 23 december 2015, C-250/14 (*Brit Air/Air France-KLM*).

### Europees Hof voor de Rechten van de Mens

EHRM 23 september 1982, appl. nr. 7152/75 (*Sporrong and Lönnroth v. Sweden*).

EHRM 5 januari 2000, NJ 2000/571 (*Beyeler/Italië*).

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

EHRM 25 juli 2002, JOR 2003/111 (*Sovtransavto/Oekraïne*).

EHRM 7 november 2002, JOR 2003/112 (*Olczak/Polen*).

### Hoge Raad

HR 10 januari 1990 NJ 1990/466 (*Ogem*).

HR 11 september 1996, JOR 1996/113 (*Offerhaus/ING*).

HR 11 september 1996, NJ 1997/176 (*Internationale Nederlanden Groep*).

HR 11 september 1996, NJ 1997/176; JOR 1996/113 (*Nationale Nederlanden*).

HR 10 januari 1997, NJ 1997/360 (*Staleman/Van de Ven*).

HR 28 juni 2002, BNB 2002/343 (*de staatssecretaris van Financiën/X B.V.*).

HR 16 januari 2004, NJ 2004/184 (*Goglio*).

HR 30 maart 2007, NJ 2007/293 (*ATR*).

HR 13 juli 2007, JOR 2007/178 (*ABN AMRO*).

HR 14 september 2007, JOR 2007/237 (*HR Versatel I*).

HR 12 juli 2013, NJ 2013/461 (*VEB/KLM*).

HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancun*).

HR 11 april 2014, NJ 2014/296 (*Slotervaartziekenhuis*).

### Gerechtshof Amsterdam (OK)

Hof Amsterdam (OK) 9 februari 1989, NJ 1990/174 (*Vereenigde Glasfabrieken*).

Hof Amsterdam (OK) 7 september 1989, NJ 1989/429 (*Verenigde Bioscopen*).

Hof Amsterdam (OK) 31 mei 1990, NJ 1991/617 (*Hoogovens*).

Hof Amsterdam (OK) 22 november 1990, NJ 1991/618 (*Nierstrasz*).

Hof Amsterdam (OK) 14 maart 1991, NJ 1991/619 (*INHAM*).

Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, NJ 1991/620 (*Steenbezit*).

Hof Amsterdam (OK) 21 mei 1992, NJ 1992/698 (*Holec*).

Hof Amsterdam (OK) 20 oktober 1994, NJ 1995/458 (*Sintelmolen*).

Hof Amsterdam (OK) 17 april 1997, JOR 1997/81 (*Bobel*).

Hof Amsterdam (OK) 23 maart 2000, JOR 2000/101 (*Euromast*).

Hof Amsterdam (OK) 13 april 2000, JOR 2000/168 (*FGH*).

Hof Amsterdam (OK) 19 juli 2001, JOR 2001/182 (*Reckitt Benckiser*).

Hof Amsterdam (OK) 24 april 2003, JOR 2003/166 (*EMBA I*).

Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, JOR 2005/272 (*OK Versatel I*).

Hof Amsterdam (OK) 16 november 2005, JOR 2006/5 (*Jonker/UMI Beheer BV*).

Hof Amsterdam (OK) 14 december 2005, JOR 2006/7 (*OK Versatel II*).

Hof Amsterdam (OK) 1 februari 2006, JOR 2006/122 (*Van der Veldt/Van Baarsen Halfweg BV*)

Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2007, *JOR* 2007/69 (*OK Versatel III*).  
Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2007, *ARO* 2007/58 (*Encore Media System*).  
Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2007, *ARO* 2007/113 (*McGregor*).  
Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, *ARO* 2007/159 (*Seagull*).  
Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, *ARO* 2007/160 (*Verosol*).  
Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36 (*Shell*).  
Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2008, *ARO* 2008/70 (*Bronnebad Nieuweschans-Bunde*).  
Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/196 (*ABN Amro*).  
Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197 (*Euronext*).  
Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, *JOR* 2008/334 (*VEB/ Schuitema*).  
Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, *JOR* 2008/335 (*Numico*).  
Hof Amsterdam (OK) 11 november 2008, *JOR* 2008/336 (*Grolsch*).  
Hof Amsterdam (OK) 9 maart 2010, *JOR* 2010/154 (*Rodamco Europe*).  
Hof Amsterdam (OK) 13 april 2010, *JOR* 2010/184 (*Getronics*).  
Hof Amsterdam (OK) 5 oktober 2010, *JOR* 2011/212 (*Schuitema*).  
Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, *JOR* 2012/43 (*Draka*).  
Hof Amsterdam (OK) 19 juni 2012, *JOR* 2012/250 (*NWR*).  
Hof Amsterdam (OK) 5 november 2013, *ARO* 2014/25 (*Mediq*).  
Hof Amsterdam (OK) 8 april 2014, *JOR* 2014/163 (*D.E. Master Blenders*).  
Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, *JOR* 2015/234 (*Unit4*).  
Hof Amsterdam (OK) 28 juli 2015, *JOR* 2015/261 (*Nagron*).  
Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, *JOR* 2017/651 (*Royal Reesink*).  
Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*Elliott/AkzoNobel*).

#### **Rechtbank**

Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174 (*Vendex/KBB*).  
Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002/61 (*Leyinvest/KBB*).

#### **Delaware Supreme Court**

*Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).  
*Weinberger v. UOP, Incorporation*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).  
*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).  
*Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).  
*Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).  
*Paramount Communications, Incorporation. v. QVC Network, Incorporation*, 637 A.2d 34, 48 (Del. 1994).  
*Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).  
*Glassman v. Unocal Exploration Corporation*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).  
*Kahn v. M&F Worldwide Corporation*, 88 A.3d 635, 654 (Del. 2014).

#### **Delaware Chancery Court**

*Krieger v. Wesco Financial Corp.*, 30 A.3d 54 (Del. Ch. 2011).  
*MFW Shareholders Litigation*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).  
*Books-A-Million, Incorporation Stockholders Litigation*, C.A. No. 11343-VCL, 2016 WL 5874974, 17 (Del. Ch. 2016).

## Officiële publicaties

*Kamerstukken II* 1984/85, 18 903, nr. 3,  
*Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3 & 6.  
*Kamerstukken II* 1987/88, 18 904, nr. 41a.  
*Kamerstukken II* 1999/00, 27 172, nr. 3.  
*Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3 & 8.  
*Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3.  
*Kamerstukken II* 2010/11, 32 887, nr. 3.  
*Kamerstukken II* 2011/12, 32 783, nr. 10.  
*Kamerstukken II* 2011/12, 33 236, nr. 3.  
*Kamerstukken II* 2015/16, 20 080, nr. 667.  
*Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9.  
*Kamerstukken II* 2017/18, 29 826, nr. 97.

*Stb.* 2007, nr. 202.  
*Stb.* 2007, nr. 329.  
*Stb.* 2008, nr. 27.  
*Stb.* 2012, nr. 275.

*Stcrt.* 2007, nr. 201.

## Overige

### **AFM Interpretatie ‘Best price rule’ ex artikel 19 Bob 2008**

Best price rule’ ex artikel 19 Bob (van 17 oktober 2008), Amsterdam: AFM 2008.

<https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/interpretaties-openbare-biedingen>

### **AFM Interpretatie ‘regelmatig beursverkeer’ bij openbaar bod 2014**

Interpretatie ‘regelmatig beursverkeer’ bij openbaar bod (van 26 februari 2014), Amsterdam: AFM 2014.

<https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2014/feb/interpretatie-ob-beursverkeer-biedingsregels>

### **Delaware Division of Corporations 2018**

J.W. Bullock, *Annual Report Statistics. A Message from the Secretary of State*, 2018.

<https://corp.delaware.gov/stats/>

### **Eumedion 2016**

Eumedion, *Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder*, Position Paper d.d. 28 juni 2016.

### **PGGM 2015**

PGGM, *Statement PGGM over corporate Governance Altice*, Statement PGGM d.d. 6 augustus 2015.

### **VEUO/VNO-NCW 2016**

VEUO/VNO-NCW’s visie ten behoeve van aangekondigde nota herziening ondernemingsrecht, d.d. 23 november 2016.