

De uitstootregeling van artikel 2:359c BW nader beschouwd

*Mr. R. M. Tamminga**

Inleiding

De Dertiende Richtlijn¹ verplichtte lidstaten tot implementatie van diverse regelingen met betrekking tot openbare biedingen, waaronder een regeling voor de uitstoot van minderheidsaandeelhouders en een regeling voor de uitkoop door minderheidsaandeelhouders. Op 28 oktober 2007 is de implementatiewet betreffende het openbaar overnamebod² in werking getreden. Deze wet introduceert een uitstootregeling in artikel 2:359c BW en een uitkoopregeling in artikel 2:359d BW. Op zich is het concept van een uitstootregeling niet nieuw in de Nederlandse wetgeving, zie de artikelen 2:92a BW (voor de NV) en 2:201a BW (voor de BV). (In het vervolg van deze bijdrage zal alleen worden gerefereerd aan art. 2:92a BW). Een uitkoopregeling die aandeelhouders in bepaalde gevallen het recht geeft om uitgekocht te worden, was slechts bekend in de specifieke context van de geschillenregeling (art. 2:343 BW). In deze bijdrage beperk ik mij tot de (nieuwe) uitstootregeling.

Een uitstootregeling kan voor een meerderheidsaandeelhouder zeer gewenst zijn. De aanwezigheid van medeaandeelhouders, ook als deze slechts een kleine minderheid vormen, betekent onder meer dat geen fiscale eenheid gevormd kan worden, dat (zonder instemming) geen gebruik gemaakt kan worden van de vrijstellingen ingevolge artikel 2:403 BW, en dat de procedures/formaliteiten voor algemene vergaderingen gevolgd moeten worden. Daarnaast moet rekening worden gehouden met de belangen van de minderheid.³

Artikel 2:359c BW geeft een (of meer) meerderheidsaandeelhouder(s) het recht om minderheidsaandeelhouders uit te kopen. Het feit dat een minderheidsaandeelhouder aldus gedwongen kan worden zijn aandelen over te dragen, betekent dat hiervoor specifieke voorschriften worden gegeven. Op zichzelf is het 'eigendomsrecht' namelijk beschermd, al is het maar onder het Eerste Protocol bij het EVRM.⁴ Artikel 2:359c BW

verschilt op diverse punten van artikel 2:92a BW. Deze verschillen zal ik kort aankaarten. Daarnaast zal ik ingaan op twee zeer recent gewezen vonnissen van de Ondernemingskamer betreffende artikel 2:359c BW en de problematiek van de vaststelling van een billijke prijs.

Artikel 2:92a BW versus artikel 2:359c BW

Artikel 2:92a BW

Een aandeelhouder die voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaft, kan tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering instellen tot overdracht van hun aandelen aan de eiser. Dit geldt ook indien twee of meer groepsmaatschappijen gezamenlijk 95% van het geplaatste kapitaal verschaffen en samen de vordering instellen tot overdracht aan een van hen (art. 2:92a lid 1 BW). De vordering wordt ingesteld bij de Ondernemingskamer en van de uitspraak staat alleen beroep in cassatie open. Er is sprake van een dagvaardingsprocedure met één feitelijke instantie. De Ondernemingskamer dient, indien tegen één of meer gedaagden verstek is verleend, ambtshalve te toetsen of voldaan is aan de vereisten van lid 1. De Ondernemingskamer dient de vordering toe te wijzen als voldaan is aan alle vereisten, behalve als sprake is van een van de limitatief in artikel 2:92a lid 4 BW genoemde gronden. Kortom, indien zich niet een dergelijke grond voordoet, moet de rechter de vordering toewijzen. Het is dan niet de bedoeling dat nog een belangenafweging plaatsvindt (uiteraard kunnen in zeer uitzonderlijke gevallen de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW en/of misbruik van bevoegdheid van art. 3:13 BW nog wel een rol spelen⁵). De grond voor het niet toewijzen van de vordering die relevant is voor dit artikel, is de grond dat er sprake is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht met betrekking tot de zeggenschap binnen de vennootschap verbinden. Het gaat hier meer specifiek om prioriteitsaandelen. Indien de Ondernemingskamer tot de conclusie komt dat de vordering kan worden toegewezen, zal zij zelfstandig de prijs van de aandelen vaststellen op een door haar te bepalen dag. Hierbij kan zij bevelen dat een of drie deskundigen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. Artikel 2:92a BW wordt over het algemeen gezien als een regeling met gebreken. De procedure is lang en kostbaar (mogelijk mede omdat een gedaagde die geen verweer heeft gevoerd, niet veroordeeld wordt in de kosten) indien des-

* Mr. R.M. Tamminga is advocaat bij Loyens & Loeff.

1. Richtlijn nr. 2004/25/EG van 21 april 2004, PbEGL 142 van 30 april 2004.
2. Implementatiewet tot uitvoering van Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.
3. J.W.J. Dantuma, De uitkoopregeling ex artikel 2:359c BW, iets nieuws onder de zon?, O&F 2008, nr. 77-78, p. 12.
4. H.J. Portengen, Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting, in: T.P. van Duuren, H.J. Portengen, E.P.M. Vermeulen & B. Bier, De vereenvoudigde BV, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2006, Deventer: Kluwer 2006, p. 75-76.

5. Asser/Maeijer 2-III, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 512.

kundigen worden aangewezen om te oordelen over de waarde van de aandelen.

Artikel 2:359c BW

Overeenkomstig dit artikel moet een aandeelhouder een openbaar bod hebben uitgebracht en voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal verschaffen en 95% van de stemrechten vertegenwoordigen in de doelvennootschap. De aandeelhouder kan dan een vordering instellen tot overdracht van de aandelen, waarbij dit tevens geldt voor gezamenlijk handelende groepsmaatschappijen (de aandelen dienen dan overgedragen te worden aan de entiteit die het openbaar bod heeft uitgebracht). De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen om de drempelwaarde van 95% los te zien van het openbaar bod. Bekeken moet worden of de bieder na het openbaar bod 95% van de aandelen en stemrechten heeft, ongeacht hoe hij de aandelen heeft verworven. Het hoeft niet zo te zijn dat de 95% is behaald door het bod. Het is ook mogelijk dat voor het bod al een percentage in het bezit was en/of dat naast het bod tijdens de na-aanmeldingstermijn nog aandelen verkregen zijn via het regelmatig beursverkeer (uiteraard tegen maximaal de biedprijs van het openbaar bod). Artikel 2:359c lid 2 BW voorziet in een mogelijkheid tot uitstoot per soort aandelen, waarbij per soort voldaan moet worden aan de diverse criteria. Uit de memorie van toelichting blijkt dat voor uitstoting per soort slechts ten aanzien van die soort aan de drempel behoeft te worden voldaan en geldt de drempel niet voor het gehele geplaatste kapitaal en de stemrechten.⁶ De vordering tot uitstoot moet worden ingesteld binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod. Aangenomen wordt dat de termijn van drie maanden gaat lopen na de na-aanmeldingstermijn.⁷ De vordering zal worden beoordeeld door de Ondernemingskamer. De Ondernemingskamer bepaalt zelfstandig de prijs. Ook hier geldt dat een gedaagde die geen verweer heeft gevoerd, niet veroordeeld wordt in de kosten. Artikel 2:359c lid 6 BW stelt dat indien sprake is van een vrijwillig bod, de waarde van de geboden tegenprestatie bij dat bod geacht wordt billijk te zijn, mits 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had, is verworven. Het gaat er hier derhalve om dat indien een bod zag op alle nog uitstaande aandelen, 90% van de aandelen waarop het bod zag, moet zijn verkregen. Wel kan men zich afvragen of het openbaar bod gericht moet zijn op alle aandelen, of dat het openbaar bod ook gericht kan zijn op een soort aandelen om gebruik te kunnen maken van de uitstootregeling. De tekst van de artikelen 15 en 16 van de Dertiende Richtlijn doet vermoeden dat het eerste geldt. Echter, de ratio van de uitstootregelingen de mogelijkheid om onderscheid te maken naar soorten aandelen doen vermoeden dat het tweede geldt.⁸ Los van deze discussie moet men zich afvragen of, indien 90% van de aandelen waarop het bod zag is verkregen, de veronderstelling van billijkheid van de prijs altijd juist is. Indien het bod zag op alle aandelen, terwijl er meerdere

soorten zijn, en 90% van de aandelen waarop het bod zag, is verkregen, maar niet 90% van de aandelen van een bepaalde soort is verkregen, terwijl voor deze soort toch de drempels van 95% zijn behaald, is de biedprijs voor deze soort aandelen dan per se billijk? Immers, voor deze specifieke soort is niet voldaan aan de 90%-drempel. Deze drempel is behaald, als gekeken wordt naar alle aandelen. Bij een bod met bepaalde soorten aandelen zal meestal voor elke soort aandeel een andere prijs gelden. Het zal sowieso niet zo zijn dat de biedprijs van soort A als billijk gezien kan worden voor soort B. Kan men echter wel stellen dat de biedprijs van soort A billijk is voor soort A zonder dat de drempel van 90% is behaald voor soort A? Het lijkt mij dat er dan geen sprake van zou moeten zijn dat de biedprijs automatisch gezien wordt als billijk, ook niet vanuit doel en strekking van de wet, maar naar de letter van de wet zal toch de tegenovergestelde conclusie getrokken moeten worden.

Wanneer sprake is van een verplicht bod ingevolge artikel 5:70 Wft, geldt de eis van 90% niet en wordt de waarde van de geboden tegenprestatie steeds geacht billijk te zijn. De Ondernemingskamer kan in alle gevallen waarin het vermoeden ontbreekt dat sprake is van een billijke prijs, zoals in het geval dat de grens van 90% niet wordt gehaald, alsmede in gevallen waarin de prijs wordt betwist, bevelen een of drie deskundigen aan te wijzen die zich zullen uitlaten over een billijke prijs.⁹

Waarom de 95%-drempel in het geval van artikel 2:359c BW?

De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen zo veel mogelijk aansluiting te zoeken bij de reeds bestaande uitstootregeling van artikel 2:92a BW. Ingevolge de richtlijn stond het de lidstaten vrij om te kiezen voor een drempel tussen de 90 en 95%. De Nederlandse wetgever heeft gekozen voor toepassing van 95%, om de volgende redenen:

- Het percentage van 95% wordt ook toegepast bij artikel 2:92a BW, welk artikel ook toegepast kan worden na een openbaar bod.
- Een afweging van belangen leidt tot deze keuze. Het is niet in het belang van de minderheidsaandeelhouder wanneer het percentage 90% is, omdat deze dan eerder kan worden onteigend. Het belang van de minderheidsaandeelhouder prevaleert vanwege het ingrijpende effect op zijn goederenrechtelijke positie.¹⁰

Leijten, Hijmans van den Bergh en Dantuma zijn het daarmee niet eens en noemen hiervoor als voornaamste redenen:

- De Nederlandse wetgever miskent het speciale karakter van de uitstootregeling van artikel 2:359c BW. De uitstootregeling van artikel 2:359c BW volgt namelijk na een openbaar bod. Minderheidsaandeelhouders hebben net daarvoor de mogelijkheid gehad om hun aandelen aan te bieden, waarbij een overgrote meerderheid van de aandeelhouders kennelijk ingegaan is op het bod.

6. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 48-49.

7. Zie onder andere: Dantuma 2008, p. 14 en L.J. Hijmans van den Bergh, *Uitstoting en verkoop van minderheidsbelangen na een openbaar bod*, Ondernemingsrecht 2006, p. 228.

8. Hijmans van den Bergh 2006, p. 227-228.

9. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 49.

10. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 47.

- Voor de uitkoopregeling geldt eenzelfde percentage van 95%, wat de minderheidsaandeelhouder benadeelt omdat hij minder snel kan verzoeken tot uitkoop van zijn belang (tegen de biedprijs, terwijl de werkelijke waarde van zijn aandelen hier door de illiquide markt onder kan liggen). De redenering dat de belangen van minderheidsaandeelhouders vóór dienen te gaan, lijkt hier dan ook mank te gaan.
- Indien 90% van de aandelen waarop het vrijwillige bod zag, is verkregen, wordt geacht dat er sprake is van een billijke prijs. Waarom is geen aansluiting gezocht bij dit (lagere) percentage? Kennelijk is er in de situatie dat voldaan is aan de 90%-drempel door de meerderheidsaandeelhouder, een redelijke prijs geboden, dus waarom zouden in dit geval de overige aandeelhouders niet mogen worden uitgestoten? Omgekeerd accepteert de meerderheidsaandeelhouder namelijk ook dat hij het risico loopt dat minderheidsaandeelhouders hem dwingen hun aandelen over te nemen.¹¹

Aan deze argumenten zou ik nog het volgende willen toevoegen:

- Nemen we als uitgangspunt dat ook bij aandelen sprake is van een ‘eigendomsrecht’ dat beschermd moet worden, dan ligt een parallel met andere situaties dat een meerderheid ervoor zorgt dat een minderheid haar aandelen kwijtraakt (bijvoorbeeld bij juridische fusie en ontbinding), voor de hand.¹²
 - Juridische fusie geeft een mogelijkheid tot uitstoting tot maximaal een tiende van het nominale bedrag van de toegekende aandelen indien er krachtens de ruilverhouding geen recht is op aandelen, aldus artikel 2:325 BW. Dit artikel biedt dus een mogelijkheid om aandeelhouders met weinig aandelen uit te stoten (al mag dit niet het hoofddoel zijn, want dat kan in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid). Toch betekent een bijbetaling van maximaal 10% niet dat ook 10% van de aandeelhouders in de verdwijnende vennootschap kan worden uitgestoten door middel van een betaling in geld of schuldvorderingen. Doordat de *fair market value* van de verdwijnende vennootschap over het algemeen hoger ligt dan de nominale waarde zullen de minderheidsaandeelhouders meer geld willen ontvangen voor hun aandelen dan de nominale waarde. Er zijn echter zeker situaties denkbaar waarin wel degelijk 10% van de aandeelhouders kan worden uitgestoten. Het is dan ook niet logisch te noemen dat in deze situatie wel 10% van de aandeelhouders kan worden uitgestoten en bij de uitstootregeling maar 5%. Waarom moet een aandeelhouder bij de uitstootregeling meer bescherming genieten dan bij een juridische fusie?
 - Met een hoger percentage wordt speculatief gedrag in de hand gewerkt. Aandeelhouders bieden hun aandelen niet aan, in de hoop later een betere prijs te kunnen krijgen, omdat de bieder hen niet kan dwingen tot overdracht. Het lijkt mij niet juist als dit gedrag ‘beloond’ wordt.
- De Nederlandse wetgever schijnt een aandeelhouder met maximaal 5% van de aandelen sowieso te zien als een ‘kleine aandeelhouder’ die beschermd moet worden. Uit ervaring is wel gebleken dat kleine aandeelhouders diverse rechten hebben en sterke partijen kunnen zijn (bijvoorbeeld The Children’s Investment Fund, dat net iets meer dan 1% van de aandelen in ABN AMRO N.V. bezat en toch voor aardig wat beroering wist te zorgen). Dient daar niet tegenover te staan dat een aandeelhouder ook enige risico’s heeft (behalve de financiële risico’s)?

Verschillen tussen artikel 2:359c en 2:92a BW

1. Termijn: artikel 2:359c BW geeft een specifieke uitstootregeling indien er een openbaar bod heeft plaatsgevonden. Daarnaast kan maar voor een periode van drie maanden na afloop van de termijn van aanvaarding van het bod gebruikt worden gemaakt van de regeling. Daarna is de meerderheidsaandeelhouder aangewezen op artikel 2:92a BW.
2. Drempel: ook bij artikel 2:359c BW is sprake van een drempelwaarde van 95%, maar deze ziet niet alleen op het geplaatste kapitaal, maar ook op de stemrechten. In de praktijk zal er geen sprake zijn van veel verschil, want in tegenstelling tot sommige andere landen zijn in Nederland de verschillen tussen omvang van zeggenschap en omvang van kapitaal relatief klein.¹³
3. Soort aandelen: ook biedt artikel 2:359c BW de mogelijkheid om aandeelhouders uit te stoten per aandelensoort, mits de eiser ten minste 95% van het kapitaal verschaft en 95% van de stemrechten vertegenwoordigt voor deze soort aandelen (de drempels hoeven dus niet voor het hele geplaatste kapitaal te zijn gehaald). Dit heeft als gevolg dat aandeelhouders met prioriteitsaandelen wel ingevolge artikel 2:359c BW kunnen worden uitgestoten en niet ingevolge artikel 2:92a BW.
4. Prijs: de nieuwe regeling biedt een vermoeden dat de biedprijs een billijke prijs is, indien sprake is van een verplicht bod of indien 90% van de aandelen waarop het vrijwillige bod betrekking had, is verkregen via dit bod. Interessant hierbij is dat de Ondernemingskamer ook in het geval van prijsbepaling in relatie tot artikel 2:92a BW kijkt naar het percentage aandeelhouders dat is ingegaan op een openbaar bod. Uit een recente uitspraak blijkt dat de Ondernemingskamer bij de prijsbepaling liet meewegen dat het openbaar bod op grote schaal was aanvaard (ook keek de Ondernemingskamer naar de waardeontwikkeling van de aandelen na het openbaar bod, waarover hierna meer).¹⁴

Op het bepalen van de prijs ingevolge artikel 2:359c BW zal ik nu nader ingaan aan de hand van de door de Ondernemingskamer recent gewezen vonnissen.

11. Dantuma 2008, p. 13, Hijmans van den Bergh 2006, p. 227 en A.F.J.A. Leijten, Squeeze outs zijn goed, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation, deel 93, Deventer: Kluwer 2007, p. 264.
12. Portengen 2006, p. 77-78.

13. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 49.

14. Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, JOR 2008, 196 (RFS/ABN AMRO).

Danone/Numico¹⁵

Danone heeft op 20 augustus 2007 een openbaar bod gedaan op de gewone aandelen van Numico N.V. (hierna: Numico). Het bod is gestand gedaan op 2 november 2007 met een na-aanmeldingstermijn tot 23 november 2007. Danone heeft niet alleen aandelen verworven via het openbaar bod, maar ook tijdens en na de na-aanmeldingstermijn in het regelmatig beursverkeer en via werknemers van Numico die deelnemen aan een specifiek aandelenplan. Na het openbaar bod wordt Numico van de beurs gehaald en omgezet in een BV. Danone vordert uitstoting primair op basis van artikel 2:359c BW en subsidiair op basis van artikel 2:201a BW. De Ondernemingskamer stelt het volgende vast:

- Er was sprake van een openbaar bod, dus de vordering is in zoverre deugdelijk.
- De eiseressen zijn groepsmaatschappijen en kunnen de vordering dus gezamenlijk instellen.
- Eiseressen hebben 98,9% van het geplaatste kapitaal en de stemrechten en voldoen dus aan de 95%-drempels.
- Alle andere aandeelhouders zijn gedagvaard (de vordering moet namelijk worden ingesteld tegen alle andere aandeelhouders (eventueel van een soort)), en de vordering is ingesteld binnen drie maanden.

De Ondernemingskamer oordeelt op basis van deze overwegingen dat de vordering kan worden toegewezen en dat alleen gekeken moet worden naar de prijs van de over te dragen aandelen. Om te kijken of Danone voldoet aan het billijkheidsvermoeden dat bestaat indien 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had, is verkregen door het openbaar bod, worden onderhandse verwerving van pakketten en aankopen in de gereglementeerde markt niet meegeteld. De Ondernemingskamer komt tot de conclusie dat de 90%-grens niet is bereikt en zal zelf de prijs vaststellen. Danone heeft hiertoe diverse stukken overlegd, zoals jaarstukken, *fairness opinions*, inhoudende dat de biedprijs fair is, en dergelijke. De Ondernemingskamer stelt dat bij afwezigheid van een actuele of recente beurskoers aansluiting kan worden gezocht bij de biedprijs van het openbaar bod, temeer omdat dit bod kort geleden is gedaan en er in de tussentijd geen feiten of omstandigheden zijn geweest die een hogere prijs rechtvaardigen. Gelet op de stukken, het feit dat het bod op grote schaal is aanvaard (ondanks dat de drempel van 90% niet was gehaald, het ging namelijk om 89,1%), en dat de waarde van de aandelen Numico sinds 2 november 2007 geen wijziging in opwaartse zin heeft laten zien (maar dat bij beursgenoteerde aandelen over het algemeen zelfs een daling van waarde te verwachten valt), kan aansluiting worden gezocht bij de biedprijs. De Ondernemingskamer acht zich voldoende voorgelicht om de prijs zelf vast te stellen op de biedprijs van het openbaar bod, en wel per datum van het vonnis. Vanaf dat moment gaat de rente lopen.

Enkele opmerkingen bij deze uitspraak

De Ondernemingskamer stelt dat er geen actuele of recente beurskoers is waarbij aansluiting kon worden gezocht. A contrario leidt dit ertoe dat de Ondernemingskamer anders mogelijk wel naar deze koers zou hebben gekeken. De vraag is wat wij daarmee moeten. Hoewel waarschijnlijk in deze tijden van kapitaalcrisis eigenlijk volstrekt overbodig, wil ik er ten eerste op wijzen dat een beurskoers geen juiste weerspiegeling hoeft te zijn van de waarde van een vennootschap. De Ondernemingskamer stelt dat de waarde van de aandelen geen wijziging heeft ondergaan in opwaartse zin, en dat bij beursgenoteerde aandelen over het algemeen zelfs een daling te verwachten valt (deze zelfde redenering volgt de Ondernemingskamer ook bij RFS/ABN AMRO¹⁶ met betrekking tot artikel 2:92a BW). Naar mijn mening kan hieruit worden afgeleid dat de Ondernemingskamer het bij waarde heeft over de beurskoers, en niet over de waarde van de aandelen als gekeken wordt naar de waarde van de onderliggende onderneming. Dit lijkt mij niet juist. Door een gebrek aan daadwerkelijke verhandelbaarheid (liquiditeit) zal de beurskoers over het algemeen dalen. Men kan zich echter wel afvragen of een correctie omlaag überhaupt mogelijk is bij uitstoting binnen drie maanden. Er is dan toch sprake van een betrekkelijk korte periode, en de vraag is of een daling in deze korte periode wel een lagere prijs voor de aandelen rechtvaardigt. Dat staat echter los van de waarde van de onderneming. Na het bod zou die juist kunnen stijgen door bijvoorbeeld de aanwezigheid van een grootaandeelhouder die een stempel kan drukken op de onderneming, maar ook (zonder dat sprake is van een 100%-aandeelhouder) door synergievoordelen. De waarde van de onderneming kan door synergievoordelen niet alleen direct na het bod zijn gestegen, maar kan ook door blijven stijgen door verdere integratie van de ondernemingen en daarmee verdere synergievoordelen, zoals kostenbesparingen. Voor een juiste waardebeoordeling dient te worden gekeken naar de waarde van de onderliggende onderneming nu de beurskoers vaker niet dan wel een goede reflectie is van de waarde van een onderneming. De lijn van de Ondernemingskamer van de afgelopen jaren is echter duidelijk gericht op de beurskoers voor de bepaling van de waarde van de aandelen en het aantal aandelen dat is aangemeld bij een openbaar bod. De Hoge Raad hanteert ook het standpunt dat bij beursgenoteerde aandelen bij een *going concern* niet te verwachten is dat de intrinsieke waarde een meer objectieve indicatie van de waarde van het vermogen van de vennootschap geeft dan de beurskoers.¹⁷

SAB Miller/Grolsch¹⁸

SAB Miller Netherlands B.V. (hierna: SAB Miller) heeft samen met haar moederverenootschap op 7 januari 2008 een bod uitgebracht op alle aandelen en certificaten van Grolsch N.V. (hierna: Grolsch). Zij vordert uitstoting primair op basis van artikel 2:359c BW en subsidiair op basis van artikel 2:92a BW. Ook hier oordeelt de Ondernemingskamer dat voldaan is aan alle

15. Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, JOR 2008, 335 (Danone/Numico).

16. Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, JOR 2008, 196 (RFS/ABN AMRO).

17. HR 11 september 1996, NJ 1997, 176.

18. Hof Amsterdam (OK) 11 november 2008, JOR 2008, 336 m.nt. Bartman (SAB Miller/Grolsch).

eisen van artikel 2:359c BW om een uitstoot te vorderen. De Ondernemingskamer gaat vervolgens onderzoeken of voldaan is aan de drempel van 90%. Zij komt tot het oordeel dat SAB Miller onvoldoende bescheiden in het geding heeft gebracht om tot een oordeel te komen of voldaan is aan de drempel van 90%. Zij geeft SAB Miller de gelegenheid om deze bescheiden in het geding te brengen. Zij wijst er voorts op dat indien SAB Miller niet slaagt in het bewijzen van haar stellingen, de Ondernemingskamer zelfstandig de prijs zal moeten bepalen. Nu SAB Miller geen verklaring van een registeraccountant in het geding heeft gebracht, die in beginsel vereist is ter vaststelling van de prijs in uitstootzaken, verzoekt de Ondernemingskamer deze desgewenst ook in het geding te brengen.

Bartman maakt in zijn noot bij het vonnis betreffende SAB Miller/Grosch enige kanttekeningen bij beide uitspraken. Hij gaat met name in op het feit dat de Ondernemingskamer zelf de prijs heeft vastgesteld bij Numico/Danone. Bartman stelt dat indien de drempel van 90% niet is behaald, een deskundigenbericht verplicht is. Hiervoor pleiten volgens hem de Nederlandse wetsgeschiedenis en de totstandkomingsgeschiedenis van de Dertiende Richtlijn. Artikel 14 lid 3 van het herziene ontwerp voor de Dertiende Richtlijn uit 2002 stelt dat, behoudens de werking van de 90%-grens, in alle andere situaties de prijs moet worden vastgesteld door een onafhankelijke deskundige. Bartman merkt echter wel op dat deze bepaling niet terugkomt in de definitieve richtlijn. De Nederlandse wetsgeschiedenis zou hiervoor pleiten, omdat de nota naar aanleiding van het verslag¹⁹ stelt dat de rechter aansluiting kan zoeken bij de prijs die in het kader van het openbaar bod is geboden. Deze wordt geacht een billijke prijs in te houden. Volgens de nota naar aanleiding van het verslag mag de rechter echter ook afwijken van dat uitgangspunt én overgaan tot het benoemen van deskundigen. Overigens stelt de wettekst niet met zoveel woorden dat sprake is van een plicht, maar van een keuzemogelijkheid.

De argumentatie van Bartman is niet echt sterk te noemen. De bepaling in het ontwerp waaruit zou volgen dat sprake is van een verplichting, is niet opgenomen in de uiteindelijke richtlijn. Is dat geen duidelijke aanwijzing dat juist geen sprake is van een verplichting tot het aanwijzen van deskundigen? Bovendien heeft de Nederlandse wetgever zelf nadrukkelijk gezegd dat aansluiting wordt gezocht bij artikel 2:92a BW, waar ook sprake is van vrijwilligheid en niet van een plicht tot het aanwijzen van deskundigen.

Conclusie

Artikel 2:359c BW voorziet in een nieuwe uitstootregeling. Op veel punten is de regeling gelijk aan de uitstootregeling van artikel 2:92a BW. Procedureel zijn de regelingen naar mijn mening nagenoeg gelijk. Indien de 90%-drempel niet wordt gehaald, kunnen deskundigen worden benoemd (maar dat hoeft niet). In dat geval heeft ook artikel 2:359c BW dezelfde nadelen als

artikel 2:92a BW, namelijk ten aanzien van de duur en de kosten van de procedure.

Verschillen zijn er ook. De regeling van artikel 2:359c BW ziet specifiek op uitstoting na een openbaar bod en deze mogelijkheid is dan ook beperkt in tijd tot een termijn van drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod. Daarnaast moet worden voldaan aan twee drempels. De bieder moet beschikken over 95% van het geplaatste kapitaal én 95% van de stemrechten. Artikel 2:359c BW voorziet in een aannamemogelijkheid dat de biedprijs billijk is indien voldaan is aan de drempel van 90%. Belangrijkste verschil is misschien wel dat artikel 2:359c BW de mogelijkheid schept tot uitstoting van aandeelhouders met een specifieke soort aandelen.

Doordat artikel 2:359c BW nog redelijk nieuw is, bestaan er onduidelijkheden die verhelderd moeten worden in de rechtspraak. Zeer recent heeft de Ondernemingskamer uitspraak gedaan in Danone/Numico en in SAB Miller/Grosch. Hierbij heeft de Ondernemingskamer enige punten duidelijk(er) gemaakt. Vooropstaat dat de Ondernemingskamer bij de prijsbepaling mee laat wegen welk aantal aandelen is aangemeld naar aanleiding van een openbaar bod en of de waarde van de aandelen na het bod een stijging (dan wel een daling) heeft ondergaan. Deze toets wordt door de Ondernemingskamer zowel bij artikel 2:92a BW als bij artikel 2:359c BW gehanteerd. De Ondernemingskamer dient echter naar mijn mening wel meer rekening te houden met de waarde van de onderneming dan de koers van een aandeel, omdat beurskoers en de onderliggende waarde van een onderneming zeker niet hetzelfde hoeven te zijn. Doordat procedure en prijsbepaling (nagenoeg) gelijk zijn, heeft artikel 2:359c BW maar in twee situaties 'toegevoegde' waarde. Allereerst indien sprake is van verschillende soorten aandelen. Uitstoten is dan eerder mogelijk met gebruikmaking van artikel 2:359c BW, omdat de drempels alleen zien op die soort en niet op alle aandelen. Bovendien kunnen aandeelhouders met prioriteitsaandelen worden uitgestoten. Ten tweede is het mogelijk veel tijd en kosten te besparen indien gebruikgemaakt kan worden van de aanname van een billijke prijs. Indien 90% van de aandelen waarop het bod zag, is verkregen, zullen er geen deskundigen worden benoemd. Tenzij natuurlijk de billijkheid betwist wordt, wat zeker aan de orde kan zijn indien aandeelhouders van een bepaalde soort worden uitgestoten tegen de biedprijs, terwijl de 90%-drempel wel behaald was ten opzichte van alle aandelen, maar niet voor die soort aandelen.

19. Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 8, p 25.