

Uitkoopprocedure na openbaar bod: de 95%- en 90%-drempel nader belicht

*Mr. P. M. Thissen **

Inleiding

Op 21 februari 2012 heeft de Ondernemingskamer (hierna: OK) arrest gewezen in de uitkoopprocedure na openbaar bod inzake Crucell N.V. (hierna: Crucell).¹ De uitspraak inzake Crucell geeft inzicht in de wijze waarop volgens de OK de verschillende procentuele drempels uit artikel 2:359c Burgerlijk Wetboek (BW) berekend dienen te worden.

Alvorens verder in te gaan op de Crucell-casus, zal ik eerst het wettelijk kader schetsen en kort de kenmerken van de uitkoopregeling op grond van artikel 2:359c BW bespreken.² Vervolgens zal ik ingaan op de relevante feiten en de overwegingen van de OK met betrekking tot de 95%- en de 90%-drempel. Tot slot stel ik de vraag aan de orde of de OK deze twee drempels op de juiste wijze heeft berekend.

Uitkoopregeling na openbaar bod: wettelijk kader en kenmerken

Artikel 2:359c BW bevat een bijzondere uitkoopregeling die slechts kan worden toegepast door degene die een openbaar bod op de aandelen of bewilligde certificaten van een beursvennootschap heeft uitgebracht. Deze bijzondere uitkoopregeling is op 28 oktober 2007 in het Nederlandse vennootschapsrecht geïntroduceerd ter implementatie van de dertiende EG-richtlijn.³

Hoewel deze regeling in veel opzichten overeenkomt met de uitkoopprocedure van artikel 2:92a/201a BW, heeft de uitkoopprocedure na een openbaar bod een aantal specifieke kenmerken. De meest relevante kenmerken worden hieronder beschreven.

Uitkoop na openbaar bod

De uitkopende partij kan slechts een vordering tot uitkoop instellen op grond van artikel 2:359c BW nadat deze partij een openbaar bod heeft uitgebracht op de aandelen van een vennootschap waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt als bedoeld in artikel 1:1 Wet op het financieel toezicht (Wft; zie art. 2:359a BW). In het eerste tussenarrest inzake Cascal⁴ heeft de OK bevestigd dat het begrip 'gereguleerde markt' slechts ziet op een gereguleerde markt gelegen binnen de Europese Economische Ruimte (EER). Een uitkoopprocedure gestart na een openbaar bod op aandelen genoteerd aan de *New York Stock Exchange* zal derhalve niet kunnen worden gestoeld op artikel 2:359c BW, maar zal moeten worden beoordeeld op de grondslag van artikel 2:92a BW.⁵

95%: kapitaalzeggenschapsdrempel

Lid 1 van artikel 2:359c BW bepaalt dat degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en als aandeelhouder voor eigen rekening (alleen of samen met groepsmaatschappijen) ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft, alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt, tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een uitkoopvordering kan instellen. Aan het 95%-vereiste moet zijn voldaan op het moment van dagvaarding.⁶ Het is niet vereist dat deze percentages door het openbaar bod zijn verkregen of worden bereikt.⁷

Uitkoop per soort aandelen

Artikel 2:359c lid 2 BW biedt de mogelijkheid om per soort aandeel een uitkoopvordering in te stellen. Voorwaarde daarbij is dat ten aanzien van de soort aandelen die de eiser wenst uit te kopen, de eiser ook 95% van het geplaatste kapitaal verschaft en 95% van de stemrechten vertegenwoordigt. Of deze

* Mr. P.M. Thissen is werkzaam als advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

1. Hof Amsterdam (OK) 21 februari 2012, ARO 2012, 39 (Crucell).
2. Voor een recente bespreking van art. 2:359c BW en bijbehorende jurisprudentie zie T. Salemink, *Kroniek uitkoopregeling 2007-2010*, Ondernemingsrecht 2011, nr. 37 en L.D. Bruining, *Kroniek uitkooprecht en geschillenregeling 2008-2010*, in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Deventer: Kluwer 2010, p. 101.
3. Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004, Pb EG 2004, L 142/12.

4. Hof Amsterdam (OK) 19 april 2011, ARO 2012, 78 (Cascal).

5. Cascal, r.o. 3.1-3.6.

6. Asser/Maaijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 693.

7. Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, JOR 2008, 335 (Numico), r.o. 3.3; Hof Amsterdam (OK) 11 november 2008, JOR 2008, 336 (Grolsch), r.o. 3.4.

eis cumulatief geldt met de 95%-grens uit het eerdergenoemde lid 1 van artikel 2:359c BW is nog de vraag. In de literatuur wordt wel verdedigd dat de eiser niet voor zowel het gehele kapitaal als de relevante soort aandelen de 95%-drempel dient te bereiken.⁸

Driemaandentermijn

De uitkoopvordering moet binnen een termijn van drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod worden ingesteld (art. 2:359c lid 3 BW). De biedingsregeling kent de initiële aanmeldingstermijn, de verlengde aanmeldingstermijn en de na-aanmeldingstermijn (art. 14, 15 en 17 Besluit openbare biedingen; hierna: Bob). Verondersteld wordt dat de driemaandenperiode pas gaat lopen vanaf het moment van afloop van de initiële aanmeldingstermijn of, indien deze is verlengd, de verlengde aanmeldingstermijn.⁹ De vraag daarbij is of rekening moet worden gehouden met de na-aanmeldingstermijn bij het bepalen vanaf wanneer de driemaandentermijn begint te lopen. Het antwoord op deze vraag laat de OK vooralsnog in het midden.¹⁰ Na afloop van deze drie maanden kan de bieder nog wel een beroep doen op artikel 2:92a BW, mocht hij een uitkoopprocedure willen starten.

Billijke prijs en 90%-drempel

Indien voldaan is aan de vereisten van de leden 1 en 2 van artikel 2:359c BW, dient de rechter een billijke prijs vast te stellen. Anders dan artikel 2:92a/201a BW kent de bijzondere uitkoopregeling van artikel 2:359c BW een wettelijk prijsvermoeden. Indien een vrijwillig openbaar bod is uitgebracht (art. 5:74 Wft), wordt de prijs van het openbaar bod geacht een billijke prijs te zijn, mits ten minste 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had, is verworven. Bij een verplicht openbaar bod (art. 5:70 Wft) wordt tevens aangesloten bij de biedprijs, maar geldt de 90%-drempel niet.

Uit de rechtspraak blijkt dat de OK de 90%-drempel als volgt uitlegt:¹¹

- Eiser moet ten minste 90% hebben verworven van de aandelen die hij, of de doelvennootschap, nog niet zelf hield;
- Eiser moet deze 90% hebben verkregen door aanvaarding van het openbaar bod; en

- verwervingen anderszins (zoals aankopen op de gereglementeerde markt of onderhandse verwervingen) dienen in dit verband buiten beschouwing te worden gelaten.

In haar arrest van 20 december 2011 (Draka) oordeelt de OK dat voor de beantwoording van de vraag of ten minste 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had zijn verkregen, niet alleen de aandelen die onder het bod zijn aangemeld meegerekend moeten worden, maar ook de aandelen die de bieder gedurende de na-aanmeldingstermijn heeft verkregen. Hieruit vloeit voort dat, voor toepassing van artikel 2:359c BW, de OK het oorspronkelijke bod en de mogelijkheid tot na-aanmelding kennelijk als één bod ziet.¹²

Om te kunnen vaststellen of aan de 90%-eis is voldaan, dient de uitkoper de OK te voorzien van gegevens over: (1) het aantal geplaatste aandelen, (2) het aantal aandelen dat de bieder al bezat op het moment van het uitbrengen van het openbaar bod, (3) het aantal aandelen waarop het bod betrekking had en (4) het aantal aandelen dat is aangemeld tijdens de (na-)aanmeldingstermijn en vervolgens is verkregen. Deze gegevens moeten door een registeraccountant, een notaris dan wel een persoon met vergelijkbare autoriteit worden geverifieerd.¹³ Het bovenstaande is overigens geen wettelijke eis.

Indien de eiser niet voldoet aan het wettelijk prijsvermoeden – of er niet in slaagt dit vermoeden te bewijzen –, dan stelt de OK zelfstandig de prijs vast.¹⁴

Feiten uitkoopprocedure Crucell

Eiseres in onderhavige zaak, JJC Acquisition Company B.V. (hierna: JJC), groepsvennootschap van Johnson & Johnson, heeft op 8 december 2010 een openbaar bod uitgebracht op ‘all issued and outstanding ordinary shares and all issued and outstanding American depositary shares, each representing one ordinary share of Crucell’. Met het oog op de notering aan de NASDAQ Global Market Select te New York zijn deze *American depositary shares* (hierna: ADSs) uitgegeven door Bank of New York Mellon op grond van een *deposit agreement* tussen Crucell en Bank of New York Mellon van 26 oktober 2000.

De biedprijs onder het openbaar bod bedroeg EUR 24,75 voor elk aandeel en voor elk ADS. Naar aanleiding van dit openbaar bod is JJC bij dagvaarding van 3 mei 2011 een uitkoopprocedure begonnen tegen alle gezamenlijke minderheidsaandeelhouders van Crucell, waarbij onder andere Crucell zelf en Bank of New York Mellon gedaagden zijn.

In het kader van deze uitkoopprocedure is het van belang om de volgende data en cijfers voor ogen te hebben:

8. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, nr. 694; P.D. Olden, Uitstotings- en verkoopprocedure, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), Handboek openbaar bod, Serie Onderneming en Recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 841-842; L.J. Hijmans van den Bergh, Uitstoting en verkoop van minderheidsbelangen na een openbaar bod, Ondernemingsrecht 2006, nr. 68.

9. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, nr. 695; Olden 2008, p. 842.

10. Salemink 2011, par. 4.2; M.G. Kuipers, Uitkopen of uitstoten?, WPNR 6799 (2009).

11. Grolsch, r.o. 3.10; Numico, r.o. 3.11; Hof Amsterdam (OK) 7 december 2010, JOR 2011, 45 (Corporate Express), r.o. 3.14; Hof Amsterdam (OK) 21 december 2010, ARO 2011, 16 (Smit Internationale), r.o. 3.12; Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, JOR 2012, 43 (Draka), r.o. 3.10.

12. Zie punt 5 van de noot van M.W. Josephus Jitta bij Draka.

13. Salemink 2011, par. 4.6.

14. Numico, r.o. 3.14; Grolsch, r.o. 3.14; Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, ARO 2010, 26 (TeleAtlas), r.o. 3.5; Smit Internationale, r.o. 3.14.

1. 8 december 2010, openbaar bod door JJC op aandelen Crucell:
 - het geplaatste kapitaal van Crucell bedroeg EUR 19.618.122,40, verdeeld in 81.742.135 aandelen;
 - JHC Nederland BV, groepsmaatschappij van JJC (hierna: JHC), hield 14.626.984 aandelen van de hierboven genoemde 81.742.135 aandelen; en
 - Bank of New York Mellon hield 14.493.414 aandelen, waarvoor evenveel ADSs waren uitgegeven.
2. 9 december 2010-16 februari 2011, aanmeldingstermijn:
 - 334.250 aandelen uitgegeven op grond van de uitoefening van opties; en
 - 63.113.489 aandelen aangemeld.
3. 22 februari 2011, gestanddoening van het bod:
 - het geplaatste kapitaal van Crucell bedroeg € 21.305.987, 16 verdeeld in 88.774.909 aandelen; en
 - JJC verkrijgt 6.698.524 aandelen Crucell door uitoefening van haar optierechten.
4. 23 februari 2011-8 maart 2011, na-aanmeldingstermijn:
 - 3.352.422 aandelen aangemeld door andere dan groepsmaatschappijen; en
 - 14.626.984 aandelen door JHC aangemeld.
5. 3 mei 2011, dag van dagvaarding:
 - Crucell hield 30.694 aandelen in haar eigen kapitaal;
 - JCC hield 87.791.419 aandelen in het geplaatste kapitaal van Crucell; en
 - het geplaatste kapitaal van Crucell bestond uit 88.774.909 aandelen.

Wijze van berekenen van de 95%- en 90%-drempel

Zoals hiervoor uiteengezet, zijn in een uitkoopprocedure op grond van artikel 2:359c BW twee drempels van belang. Enerzijds geldt de 95%-drempel uit lid 1, aan de hand waarvan wordt getoetst of de eiser wel ontvankelijk is in zijn vordering. Anderzijds dient de OK te beoordelen of aan de 90%-drempel uit lid 6 is voldaan, en daarmee of de biedprijs geacht kan worden een billijke prijs te zijn voor de uit te kopen aandelen. Deze twee drempels hebben niet alleen tot gevolg dat er twee verschillende meetmomenten in acht genomen moeten worden, maar ook dat verschillende aantallen aandelen bij de berekening van de twee drempels betrokken moeten worden.

Uitleg OK 95%-drempel

Eiser in een uitkoopprocedure is slechts ontvankelijk in zijn vordering indien hij ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft, alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt. Deze 95%-drempel dient volgens de OK door middel van de volgende breuk te worden berekend:

het door JJC gehouden aantal aandelen op moment van dagvaarding / (totaal aantal aandelen in geplaatste kapitaal Crucell – aantal door Crucell zelf gehouden aandelen)

Uitleg OK 90%-drempel

In r.o. 3.11 overweegt de OK dat op grond van artikel 2:359c lid 6 BW de waarde van de bij het bod geboden tegenprestatie geacht wordt een billijke prijs te zijn, mits ten minste 90% van de aandelen is verworven waarop het bod betrekking had. In lijn met haar vaste rechtspraak¹⁵ legt de OK in r.o. 3.14 het 90%-vereiste zo uit dat:

- ‘(i) JJC ten minste 90% moet hebben verworven van de geplaatste aandelen die JJC of met haar in een groep verbonden vennootschappen of Crucell zelf nog niet hield;
- (ii) JJC deze 90% moet hebben verkregen door aanvaarding van het bod door (niet in een groep met haar verbonden) derden en verwervingen anderszins, zoals aankopen op de gereguleerde markt of onderhandse verwervingen, buiten beschouwing dienen te worden gelaten, ook al vonden deze plaats tijdens de (na-)aanmeldingstermijn.’

In r.o. 3.17 en 3.18 stelt de OK vast dat JJC 98,58% van de aandelen waarop het bod betrekking had, heeft verworven en komt daarmee tot de conclusie dat JJC meer dan 90% van de aandelen Crucell heeft verworven. Het gevolg hiervan is dat de biedprijs geacht wordt een billijke prijs te zijn voor de uit te kopen aandelen. Dit oordeel baseert de OK op de volgende berekening:

aantal onder het bod verworven aandelen / aantal aandelen waarop het bod betrekking had

Voor een juiste berekening van de teller moet volgens de OK op het totaal aantal aandelen dat tijdens de looptijd van het bod is aangemeld (hieronder vallen niet de aandelen die JJC gedurende de aanmeldingstermijn heeft verkregen door de koop en uitoefening van optierechten) de volgende aandelen in mindering worden gebracht (r.o. 3.16):

- de aandelen Crucell die JHC op de dag van het openbaar bod hield; en
- de aandelen die na de dag waarop het bod is uitgebracht, zijn uitgegeven als gevolg van de uitoefening van optierechten door derden.

Bij de berekening van de noemer – het aantal aandelen waarop het bod betrekking had – vermindert de OK het aantal aandelen waaruit het geplaatste kapitaal van Crucell bestond op de dag waarop het openbaar bod is uitgebracht met de volgende aandelen (r.o. 3.15):

- de aandelen Crucell die JHC op dat moment hield; en
- de aandelen die Crucell ten tijde van het uitbrengen van het bod voor eigen rekening hield en op de dag van dagvaarding nog steeds hield.

15. Grolsch, r.o. 3.10; Numico, r.o. 3.11; Corporate Express, r.o. 3.14; Smit Internationale, r.o. 3.12; Draka, r.o. 3.10.

Hiermee sluit de OK aan bij eerdere arresten¹⁶ waarin zij tevens oordeelde dat de door de doelvennootschap gehouden eigen aandelen buiten beschouwing gelaten moeten worden bij de vaststelling van het aantal aandelen waarop het openbaar bod betrekking heeft.

Wijze van berekening door de OK juist?

Bij de vergelijking van de wijze waarop de OK de 95%- en 90%-drempel berekent, valt op dat de OK in beide gevallen de noemer vermindert met het aantal door Crucell zelf gehouden aandelen. De vraag is of dit voor beide drempels een juiste keuze is.

Mijns inziens gaat de OK er terecht van uit dat bij het bepalen of de 95%-drempel wordt gehaald de noemer wordt vermindert met het aantal door Crucell zelf gehouden aandelen. Immers, op grond van artikel 2:24d BW dient bij de vaststelling in hoeverre het aandelenkapitaal verschaft wordt of vertegenwoordigd is, geen rekening te worden gehouden met aandelen waarvan de wet bepaalt dat daarvoor geen stem kan worden uitgebracht. Aan eigen aandelen die gehouden worden door de vennootschap komt krachtens artikel 2:118 lid 4 BW geen stemrecht toe in de algemene vergadering. Deze aandelen dienen daarom niet te worden betrokken bij de vaststelling van het totaal aantal aandelen in het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap.

De keuze om de noemer in het geval van de 90%-drempel te verminderen met de aandelen die Crucell in haar eigen kapitaal hield, wordt helaas niet door de OK gemotiveerd.¹⁷ Een volledig openbaar bod dient, op grond van artikel 3 lid 1 Bob, te worden gedaan op alle aandelen van de soort waarop geboden wordt. In het geval van Crucell overweegt de OK dat volgens het biedingsbericht het bod is uitgebracht op *'all issued and outstanding Shares'*. JJC heeft derhalve geboden op alle aandelen uit het geplaatste kapitaal van Crucell, dus ook op de aandelen die Crucell zelf hield. Deze aandelen mocht JJC overigens ook niet uitsluiten van het openbaar bod.

De doelvennootschap – in casu Crucell – kan er in beginsel voor kiezen de door haar gehouden aandelen ook onder het bod aan te melden en op die manier haar vermogen te versterken. Daarbij dient te worden opgemerkt dat JJC en Crucell op het moment dat het bod werd uitgebracht geen groepsvennootschappen waren, waardoor niet gesteld kan worden dat JJC (indirect) ook houder was van de door Crucell zelf gehouden eigen aandelen.

Indien de doelvennootschap haar eigen gehouden aandelen aanmeldt onder het bod, worden deze aandelen volgens de OK meegerekend in de teller omdat deze dan kwalificeren als 'aandelen onder het bod verworven'. Dit geldt overigens ook als de doelvennootschap ervoor kiest om deze aandelen ter

beurte te verkopen en de nieuwe aandeelhouder vervolgens besluit deze aandelen onder het bod aan te melden.

Gelet op het bovenstaande oordeelt de OK in het Crucell-arrest dat het door Crucell gehouden eigen aandelenpakket wel in de teller betrokken moet worden, maar niet in de noemer. Dit verschil leidt tot een verlaging van de drempel van 90%. Immers, als de noemer vermindert, maar de teller blijft hetzelfde, zal eenieder eerder 90% van de aandelen verworven hebben waarop het openbaar bod betrekking had.

De strekking van de 90%-drempel is dat pas wanneer 90% van de aandelen door deieder is verworven onder het bod, de biedprijs ook als een billijke prijs wordt gezien voor de aandelen in de uitkoopprocedure. In formele zin zou verlaging van de 90%-drempel dus eerder leiden tot de aanname dat de biedprijs een billijke prijs is voor de uit te kopen aandelen, terwijl in feite minder aandelen onder het bod zijn aangemeld. Echter, materieel gezien maakt een dergelijke verlaging van de drempel weinig verschil. In het geval dat de 90%-drempel niet wordt gehaald door de eiser in een uitkoopprocedure en de OK zelfstandig de prijs moet bepalen van de uit te kopen aandelen, pleegt de OK immers alsnog aansluiting te zoeken bij de biedprijs. Voorwaarden hiervoor zijn wel dat het bod breed aanvaard moet zijn, de procedure binnen een redelijke tijd na afronding van het bod is begonnen en er geen redenen zijn te veronderstellen dat de waarde van de aandelen in de doelvennootschap substantieel is gewijzigd.¹⁸

16. Zie bijv. Draka.

17. Zie punt 3 van de noot van M.W. Josephus Jitta bij Draka.

18. Zie Smit Internationale en Numico.