

Inhoudsopgave

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

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

Ten geleide

Jan Bernd Huizink

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

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

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

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

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

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

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

Waardering van aandelen na Unit4, inleiding

Peter Ingelse¹

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

- dat in uitkoopprocedures volgend op een openbaar bod “de peildatum gelijk is aan de datum van de betaalbaarstelling onder het bod, mits de bieder dan ten minste 95% van het geplaatste kapitaal (en tenminste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt” en
- dat in uitkoopprocedures zonder voorafgaand openbaar bod de datum van een tussenarrest met bevel deskundigenbericht als peildatum kan worden gekozen.³

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

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

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

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

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

4 Rechtsoverweging 3.12.

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

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

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

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

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

6 Rechtsoverweging 3.15, slot.

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

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

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

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

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

7 Rechtsoverweging 3.17.

8 Rechtsoverweging 3.18.

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

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

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

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

Ik som een aantal subvragen op.

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

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

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

Unit4 en Nagron – hoe nu verder¹

Marius W. Josephus Jitta²

Inleiding

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

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

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

2 Advocaat bij Stibbe N.V.

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

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

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

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

De uitspraak in Unit4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁰ Arrest Unit4 r.o. 3.15.

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

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

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

¹¹ Arrest Unit4 r.o. 3.16.

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