

maken en toe te lichten. (rov. 3.20-3.21)

4. Beoordeling van het middel

4.1. Het middel klaagt dat de ondernemingskamer in de rechtsoverwegingen 3.16, 3.17, 3.20, 3.21 en 3.24 van haar beschikking de art. 2:8, 2:92, 2:92a, 2:201 en 2:201a BW, alsmede art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM en art. 14 EVRM heeft geschonden door toe te staan dat minderheidsaandeelhouders, nadat een openbaar bod is uitgebracht en het belang van de minderheidsaandeelhouders vervolgens met behulp van een juridische fusie tot onder de uitkoopgrens van 5% is gebracht, met toepassing van de uitkoopregeling worden uitgestoten.

4.2. Bij de beoordeling van het middel dient uitgangspunt te zijn dat de wetgever in art. 2:92a en 2:201a BW een regeling heeft getroffen waardoor het aan de in het eerste lid van deze bepalingen bedoelde grootaandeelhouder mogelijk wordt gemaakt in een eenvoudige procedure de andere aandeelhouder(s) uit te kopen en daardoor de overige aandelen te verwerven.

De ondernemingskamer kan de vordering tot overdracht van de aandelen slechts afwijzen op een van de in het vierde lid van art. 2:92a en van art. 2:201a (limitatief) opgesomde gronden. Gefet op de aard en de strekking van deze regeling moeten deze afwijzingsgronden beperkt worden uitgelegd. In het bijzonder bieden zij de rechter in beginsel ook geen ruimte voor een belangenafweging (vgl. HR 16 januari 2004, C02/210, NJ 2004, 184). De aan het middel ten grondslag liggende opvatting dat de meerderheidsaandeelhouder die minder dan 95% van het geplaatste kapitaal houdt, nimmer door een constructie als de onderhavige de toepasselijkheid van de uitkoopregeling mag bewerkstelligen, vindt geen steun in het recht. Of het zich bedienen van een zodanige constructie jegens de minderheidsaandeelhouder(s) onrechtmatig is, hangt af van de omstandigheden van het geval waarbij dient te worden meegewogen of de minderheidsaandeelhouders daardoor onevenredig worden benadeeld.

4.3. Met de mogelijkheid dat de vennootschap door fusie, splitsing of omzetting een gedaantewisseling kan ondergaan die tot gevolg heeft dat het belang van de minderheidsaandeelhouders tot onder de uitkoopgrens van 5% daalt, dient een minderheidsaandeelhouder rekening

te houden wanneer hij tot de aankoop van een minderheidspakket overgaat of een minderheidsbelang aanhoudt. (vgl. Nota naar aanleiding van het Verslag, Kamerstukken II 2005-2006, 30419, nr. 8, blz. 17). Dit neemt niet weg dat een besluit tot fusie dat enkel en alleen de strekking heeft minderheidsaandeelhouders uit te stoten, in strijd kan zijn met hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar aandeelhouders op de voet van art. 2:8 BW wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid. De ondernemingskamer heeft in rov. 3.18 van de bestreden beschikking evenwel geoordeeld dat van een dergelijk besluit geen sprake is, omdat met de driehoeksfusie mede kan worden voorkomen dat – hetgeen onwenselijk wordt geacht – binnen het Tele2-concern op het niveau van een werkmaatschappij minderheidsaandeelhouders blijven bestaan en dat deze fusie ook om diverse fiscale redenen noodzakelijk is. Dit oordeel is niet onbegrijpelijk en behoeft geen nadere motivering dan de ondernemingskamer heeft gegeven.

4.4. De regeling van art. 2:92a en 2:201a BW, die voorziet in een eenvoudige procedure om minderheidsaandeelhouders uit te kopen is, naar ook in het middel wordt erkend, 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.

5. Beslissing

De Hoge Raad:

verwerpt het beroep;

veroordeelt Centaurus c.s. in de kosten van het geding in cassatie (...; *red.*).

NOOT

1. Op 14 september jl. heeft de Hoge Raad in de enquêteprocedure rond Versatel Telecom International NV ("Versatel") maar liefst drie beschikkingen gegeven, waaronder de onderhavige. Telkens verwerpt de Hoge Raad – conform de conclusie van de A-G – het

cassatieberoep en laat hij de aangevallen beschikking van de Ondernemingskamer dus in stand. Ik kan me voorstellen dat, na de ABN AMRO Bank-beschikking van de Hoge Raad d.d. 13 juli 2007 («JOR» 2007/178, m.nt. Nieuwe Weme) en in het licht van de door de Procureur-Generaal voorgedragen en gevorderde cassatie in belang der wet (te vinden onder LJV BB3523) vanwege de Koninklijke DSM-beschikking van de Ondernemingskamer d.d. 28 maart 2007 («JOR» 2007/118, m.nt. Brink), dit een welkome opsteker is voor het Amsterdamse college.

2. Het cassatieberoep in casu is gericht tegen de beschikking van de Ondernemingskamer d.d. 27 september 2005 («JOR» 2005/272). In die beschikking heeft de Ondernemingskamer alleen – negatief – beslist op het verzoek van Centaurus c.s. tot het treffen van een onmiddellijke voorziening op de voet van art. 2:349a lid 2 BW. Daarna hebben zich diverse processuele verwickelingen voorgedaan (uitmondend in beschikkingen d.d. 14 december 2005, «JOR» 2006/7, m.nt. I; 24 maart 2006, «JOR» 2006/98; 8 december 2006, «JOR» 2007/41; en 12 februari 2007, «JOR» 2007/69), die ik hier buiten beschouwing laat.

3. Het verzoek tot het treffen van een onmiddellijke voorziening in de procedure die ik hier bespreek houdt verband met het door Tele2 Finance BV ("Tele2 Finance") op 14 september 2005 gedane openbare bod op alle aandelen in het geplaatste kapitaal van Versatel en alle door Versatel uitgegeven converteerbare obligaties (deze aandelen en obligaties hebben op dat moment een notering aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam NV). Tele2 Finance is een speciaal in verband met het bod opgerichte indirecte dochtervennootschap van Tele2 AB (hierna samen met Tele2 Finance "Tele2"). Voor een goed begrip van de kwestie besteed ik eerst enige aandacht aan het bod.

4. In het – goeddeels Engelstalige – biedingsbericht bij het bod is, kort gezegd en onder veel meer, te lezen dat het de bedoeling van Tele2 is om na gestanddoening van het bod: – de beursnotering van Versatel zo spoedig mogelijk te beëindigen; – de vennootschap om te zetten in een besloten vennootschap; – de huidige aandeelhouders van Versatel die niet op het bod ingaan uit te stoten ingeval

door Tele2 Finance een meerderheid – niet zijnde 95% van het geplaatste kapitaal – van het geplaatste kapitaal van Versatel wordt verworven;

– deze uitstoting vorm te geven door totstandbrenging van een juridische driehoeksfusie, waarbij Versatel als verdwijnende vennootschap zal ophouden te bestaan en de minderheid aandelen zal verkrijgen in de moedervennootschap van Tele2 Finance, Tele2 Netherlands Holdings BV ("Tele2 Holdings"), wat gepaard zal gaan met een sterke verwatering van procentueel aandeelhouderschap en stemrecht, onderscheidenlijk door entamering van een uitkoopprocedure (ex art. 2:92a/201a BW) zodra de minderheid minder dan 5% van het geplaatste kapitaal van Tele2 Holdings houdt.

Voor de precieze, erg technische, tekst van het biedingsbericht omtrent het uitstoten van de minderheid verwijs ik naar r.o. 3.viii van de Hoge Raad-beschikking. Het bestuur en de raad van commissarissen van Versatel ondersteunen het bod.

5. Terug naar de door Centaurus c.s. verzochte onmiddellijke voorziening. Die komt erop neer dat de Ondernemingskamer wordt verzocht voor de duur van het geding, dan wel het moment waarop Tele2 Finance in het kader van het bod meer dan 95% van de geplaatste aandelen in het kapitaal van Versatel heeft aangeboden gekregen en geaccepteerd, te verbieden over te gaan tot het nemen van enig besluit, tot het uitvoering geven aan enig besluit en tot het medewerken aan enige (rechts)handeling ter uitvoering van het bod en de verdere in het biedingsbericht ter zake van het bod omschreven rechtshandelingen (waarbij door Centaurus c.s. een viertal handelingen nader is geduid). In wazen verzetten Centaurus c.s. zich tegen het door Tele2 opgetuigde "uitdrijfs scenario" met betrekking tot de minderheidsaandeelhouders als neergelegd in het biedingsbericht.

6. De Ondernemingskamer wijst het verzoek af. Voor de uitgebreide motivering verwijs ik – vanwege de beperkte ruimte die deze noot mij laat – naar r.o. 3.2 van de Hoge Raad-beschikking, waarin deze de kernoverwegingen van de Ondernemingskamer (r.o. 3.15 e.v.) verkort weergeeft.

7. Centaurus c.s. wendden zich daarop tot de Hoge Raad. De Hoge Raad verstaat het

cassatiemiddel aldus dat het erover klaagt dat de Ondernemingskamer in haar beschikking de art. 2:8, 2:92, 2:92a; 2:201 en 2:201a BW, alsmede art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM en art. 14 EVRM, heeft geschonden door toe te staan dat minderheidsaandeelhouders nadat een openbaar bod is uitgebracht en het belang van de minderheidsaandeelhouders vervolgens met behulp van een juridische fusie onder de uitkoopgrens van 5% is gebracht met toepassing van de uitkoopregeling worden uitgestoten. Hij beoordeelt het middel "to the point" en richt zich met name op (1) aard en strekking van art. 2:92a/201a BW en (2) de relevantie van art. 2:8 BW voor gevallen als de onderhavige. Art. 2:92/201 BW komt niet direct aan bod. Ik teken daarbij aan dat in de literatuur het in art. 2:92/201 vervatte gelijkheidsbeginsel als een uitwerking van de in art. 2:8 BW vervatte redelijkheid en billijkheid wordt gezien (zie de uitwijding van de A-G in 3.39 e.v., L.JN BB3523). Aan laatstgenoemde bepaling wordt door de Hoge Raad dus wel aandacht besteed.

8. De Hoge Raad stelt voorop dat de wetgever in art. 2:92a/201a BW een regeling heeft getroffen waardoor het de in die bepaling bedoelde grootaandeelhouder mogelijk wordt gemaakt in een eenvoudige procedure de andere aandeelhouder(s) uit te kopen en daardoor de overige aandelen te verwerven. De Hoge Raad benadrukt daarbij dat de vordering tot overdracht van de aandelen slechts kan worden afgewezen door de Ondernemingskamer op een van de in art. 2:92a/201a lid 4 BW genoemde gronden, welke gelet op voornoemde aard en strekking van de uitkoopregeling "beperkt (moeten) worden uitgelegd". Aan een belangenafweging komt de rechter (dan, in beginsel, niet toe. Zie HR 16 januari 2004, «JOR» 2004/35 (*Goglio Luigi Milano/Goglio*), m.nt. Josephus Jitta, r.o. 3.4 e.v. (waarover o.a. P.D. Olden, "Bijzonder recht onterecht?", *V&O* 2004, 193-195), waarnaar de Hoge Raad ook verwijst.

9. In casu gaat het echter niet zozeer om toepassing van de in art. 2:92a/201a BW vervatte uitkoopregeling, als wel om de (on)redelijkheid/(on)billijkheid van de gekozen route (i.e. het in het biedingsbericht vervatte stappenplan waarnaar de Ondernemingskamer verwijst, zie r.o. 3.20-3.21 van de aangevallen beschikking) om uiteindelijk art. 2:92a/201a BW

te "activeren" en de minderheid uit te stoten (zie ook de A-G in 4.5). Daaraan komt de Hoge Raad vervolgens toe, waar hij overweegt dat geen grond vindt in het recht de aan het middel ten grondslag liggende opvatting dat de meerderheidsaandeelhouder die minder dan 95% van het geplaatste kapitaal houdt "nimmer door een constructie als de onderhavige de toepasselijkheid van de uitkoopregeling mag bewerkstelligen". Of een dergelijke constructie jegens de minderheid onrechtmatig is hangt, zoals zo vaak in het (vennootschaps)recht, af van de omstandigheden van het geval. Dit is een analoge benadering, waarbij ieder geval opnieuw dient te worden gezien in het licht van de voorliggende feitenconstellatie: maatwerk dus. Het door de Hoge Raad niet gevolgde alternatief (i.e. een dergelijke constructie mag per definitie wel of niet, ongeacht de context) komt nogal ongenueanceerd voor, wat de uitkomst ook is (zie ook de A-G in 4.12).

10. Ik proef uit de beschikking dat de Hoge Raad niet heel snel schending van art. 2:8 BW wil aannemen en daarmee de praktijk een zekere ruimte wil bieden constructies als de onderhavige op te tuigen. Dat is ook niet zo vreemd, omdat ook de meerderheidsaandeelhouder die minder dan 95% van het geplaatste kapitaal houdt legitieme, praktische bezwaren kan hebben als gesignaleerd door de Ondernemingskamer (zie r.o. 3.15 e.v. van de aangevallen beschikking; vergelijk ook o.a. Pres. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, «JOR» 1999/174, m.nt. Van Solinge). Deze door de Hoge Raad gelaten ruimte laat echter onverlet dat een belangenafweging bij beoordeling van een "uitdrijfscenario" juist wel kan spelen, anders dan bij art. 2:92a/201a lid 4 BW (met dien verstande dat de Hoge Raad hantering van een belangenafweging dan niet categorisch uitsluit maar in beginsel, zie 8 hiervoor), en de art. 2:8 BW-toets mede daardoor een bredere/vollere beoordeling door de Ondernemingskamer mogelijk maakt: de belangen van de meerderheidsaandeelhouder hebben in deze context niet automatisch voorrang.

11. Ik wijs wat betreft de ruimte die de Hoge Raad laat allereerst op zijn vaststelling dat een minderheidsaandeelhouder, wanneer hij een minderheidspakket aankoopt of een minderheidsbelang aanhoudt, rekening dient

te houden met de mogelijkheid dat de vennootschap door fusie, splitsing of omzetting een "gedaantewisseling" kan ondergaan die tot gevolg heeft dat het belang van de minderheidsaandeelhouders tot onder de uitkoopgrens van 5% daalt". Die mogelijkheid is "all in the game", dat risico aanvaardt de minderheidsaandeelhouder. Door deze realiteit wordt de art. 2:8 BW-toets dan mede gekleurd, waarbij de omvang van het percentage dat de minderheid houdt – wat dan logischerwijs niet onder de 5% zal vallen, omdat dan art. 2:92a/201a BW toegepast kan worden – ook wel een rol zal (kunnen) spelen. Ik wijs er verder op dat volgens de Hoge Raad meegewogen dient te worden (dit is kennelijk een factor) of de minderheidsaandeelhouders *onevenredig* worden benadeeld, wat iets anders is dan enkele benadeling. Ten slotte noem ik de overweging van de Hoge Raad dat een besluit tot fusie dat "enkel en alleen de strekking heeft minderheidsaandeelhouders uit te stoten", in strijd kan zijn – dus niet: per definitie is – met hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar aandeelhouders ex art. 2:8 BW wordt gevorderd door redelijkheid en billijkheid (waarin HR 1 maart 2002, «JOR» 2002/79 (Zwagerman Beheer), m.nt. 1, r.o. 3.4 doorkinkt). Zelfs bij deze koers is schending van art. 2:8 BW niet bij voorbaat gegeven. Van een dergelijk besluit is in casu echter volgens de Ondernemingskamer geen sprake (zie r.o. 3.15-3.21 van de aangevallen beschikking), welk oordeel de Hoge Raad in stand laat ("Dit oordeel is niet onbegrijpelijk en behoefde geen nadere motivering dan de ondernemingskamer heeft gegeven").

12. Het beroep op de genoemde EVRM-bepalingen passeert de Hoge Raad met de redenering dat de in art. 2:92a/201a BW vervatte uitkoopregeling – "naar ook in het middel wordt erkend" – niet in strijd is met het EVRM (zie over deze materie uitgebreid de A-G in 3.1 e.v.) en dat dit eveneens geldt voor een constructie zoals de juridische driehoeksfusie die leidt tot toepassing van de uitkoopregeling, 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. Het is niet glashelder of de Hoge Raad met "regeling" terugverwijst naar "deze fusie" (zie

de A-G in 4.12 en 4.16 over o.a. art. 2:323 BW en de bescherming van de belangen van de minderheid), of naar "de uitkoopregeling". Het eerste ligt meer voor de hand.

13. Aardig is nog de rechtsvergelijkende exercitie van de A-G in 4.20 e.v., waarin het in Delaware gehanteerde begrip "entire fairness" (i.e. volledige billijkheid) aan bod komt in verband met de wijze waarop daar met uitstoting van minderheidsaandeelhouders wordt omgegaan (kort en beeldend gezegd: via een "squeeze out merger"). Dit begrip kent in Delaware een bredere toepassing dan bij het "uitdrijven" van aandeelhouders alleen, bijvoorbeeld ook bij rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat door een substantieel tegenstrijdig belang wordt gekleurd. Hierover is veel rechtspraak voorhanden, waarin Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983) – welke uitspraak de A-G ook aanhaalt – een centrale rol vervult omdat het begrip "entire fairness" daarin voor het eerst scherper is uitgewerkt door de hoogste rechter. Daarop ben ik elders ingegaan (*Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss.), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht (deel 59), Deventer: Kluwer 2007, 246 e.v., 328 e.v.).

Bastiaan F. Assink

advocaat bij NautaDutilh NV te Amsterdam