

KRONIEK UITKOOP EN GESCHILLENREGELING 2005-2008

1. Inleiding

De vorige kroniek 'uitkoop- en geschillenregeling' in de bundels van onze vereniging besrijft de periode 2003-2004.¹ De jaarlijkse kroniek van Slagter in Ondernemingsrecht is wat achterop geraakt; de laatst besproken periode omvat de jaren 2005 en 2006.² Er is het nodige gebeurd. De 13^e Richtlijn werd geïmplementeerd.³ Hierdoor werd Boek 2 BW uitgebreid met een bijzondere bepaling over uitkoop na een openbaar bod ('uitstoftingsrecht') en een 'verkooprecht' voor minderheidsaandeelhouders. Op 6 februari 2009 verscheen de Tweede Nota van Wijziging⁴ van de 'Flexwet'⁵, die voorziet in een ingrijpende aanpassing van de geschillenregeling.

De Hoge Raad heeft zich na het arrest *Fres-Co System*⁶ niet meer over een uitkoopprocedure hoeven buigen, maar kreeg wel te beschikken over de kwestie *Ver-satel*⁷, waarin een driehoeksfusie werd gebruikt als alternatief voor de uitkooppro-cedure. De Ondernemingskamer wees volgens de ARO na 31 december 2004 25 einderresten in uitkoopprocedures. 15 mei 2008 was een onbetwiste 'topdag', toen drie belangrijke arresten verschenen.⁸ De Hoge Raad wees één arrest⁹ over een vordering tot uitstoting en het afzien van de benoeming van deskundigen daarbij. De geschillenregeling werd na 2005 echter nauwelijks meer uit haar sluismerend bestaan ge-wekt.

* Mr. P.D. Olden is advocaat bij NautaDunith in Amsterdam.

- 1 R.W.Th. Noorhuis; 'Kroniek van de uitkoop- en geschillenregeling 2003-2004', in: *Geschieden van-wege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, p. 47 e.v.
- 2 W.J. Slagter; 'Uitkoop overzicht 2005-2006', *Ondernemingsrecht* 2008, 68.
- 3 Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Stb.* 2007, 202, in werking getreden op 27 oktober 2007.
- 4 *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 058, nr. 8.
- 5 Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht).
- 6 HR 16 januari 2004, *NJ* 2004, 184 m.nt. Maaijer, *JOR* 2004, 35 m.nt. Josephus Jitta.
- 7 HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 237, m.nt. Assink.
- 8 Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 196 (*ABN AMRO*); Hof Amsterdam (OK), 15 mei 2008, *JOR* 197 (Elmonest); Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 198 (*YNU*) m.nt. Assink.
- 9 HR 21 januari 2005, *ARO* 2005, 30 (*Hoffmann Beheer*).

2. Uitkoopregeling van art. 2:92A/2:201a BW

2.1 Euroclear is geen aandeelhouder

De Ondernemingskamer verklaarde RFS Holdings BV ('RFS') in de uitkoop van ABN Amro¹⁰ niet-ontvankelijk in haar vordering jegens Euroclear. Euroclear kan niet als 'rechtbebbende' op de aandelen worden aangemerkt en derhalve evenmin als aandeelhouder in de zin van artikel 2:92a BW. Euroclear behoort dus niet tot 'de gezamenlijke aandeelhouders' waartegen de uitkoopvordering op straffe van afwijzing gericht moet zijn. RFS en Euroclear hadden deze uitkomst overgens beide bepleit. Het gevolg van deze beslissing is dat het niet nodig is om Euroclear in de uitkoopprocedure te betrekken, ook niet indien aandelen op naam in het girale verkeer zijn gebracht en Euroclear op de voet van artikel 50a Wge als aandeelhouder in het aandeelhoudersregister van de doelwitvennootschap is vermeld. Of de beslissing gevolgen heeft voor andere (buitenlandse) entiteiten die effecten houden ten aanzien van Euroclear met name op het wettelijke systeem van de Wge. De uitkoopprocedure inzake Compleet Europe NV zou hierover duidelijkheid kunnen brengen. Die zaak staat thans voor arrest.

2.2 Prijs

De Ondernemingskamer stelt de prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben. Uit de rechtspraak van de Ondernemingskamer is af te leiden dat de Ondernemingskamer de prijs vaststelt aan de hand van de volgende (hoofd)regels:

- 'Het ligt in de rede dat de Ondernemingskamer de prijs van de in een uitkoopprocedure over te dragen aandelen vaststelt op de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum hebben in het economische verkeer, dat wil zeggen de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.'¹¹
- De 'gegeven peildatum' ligt in de regel zo dicht mogelijk bij de datum van de overdracht/overgang van de aandelen. Dat is de datum van het arrest.¹²
- Indien de meerderheidsaandeelhouder vordert dat de peildatum niet op de datum van het arrest wordt bepaald, maar op een eerdere dag, gaat de OK daarin in beginsel mee, mits de minderheid daardoor niet slechter af is.¹³

¹⁰ ABN AMRO.

¹¹ Hof Amsterdam (OK) 20 december, JOR 2008, 36 (Sheff), m.nt. Van der Korst. Ook: Euronext, JOR 2000, 170 (Pirelli) m.nt. Josephus Jits.

¹³ o.a. Hof Amsterdam (OK) 21 mei 1992 (Holec), n.g., 12 februari 2004, ARO 2004, 40 en 10 maart 2005, ARO 2005, 46. Ook: ABN AMRO.

Indien de meerderheidsaandeelhouder overdracht vordert tegen een hogere prijs dan een prijs gelijk aan de waarde in het economische verkeer, zal de Ondernemingskamer de prijs op die hogere prijs vaststellen.¹⁴

- 'Voor een aandeel dat ter beurze is genoteerd, dient die waarde in het economische verkeer in beginsel te worden gesteld op de prijs die op die beurs voor dat aandeel wordt betaald.' Zo mogelijk is dat een 'actuele koers' (de slotkoers van de handelsdag voortgaande aan de dag waarop het arrest wordt gewezen¹⁵), maar ook een 'recente beurskoers' komt in aanmerking.¹⁶
- 'Bij de afwezigheid van een actuele of recente beurskoers voor de vaststelling van een billijke prijs in het algemeen [kan] aansluiting worden gezocht bij het bedrag dat voor de onder het openbaar bod aangemelde aandelen is betaald, hetgeen vooral het geval zal zijn indien de prijsvaststelling plaatsvindt kort nadat het openbaar bod is gestand gedaan, dit een en ander mits aannemelijk is dat zich sinds de gestanddoening van het bod geen feiten of omstandigheden ter zake van de betrokken vennootschap hebben voorgedaan die een hogere prijs rechtvaardigen.'¹⁷

In geval van een ruilbod, is aannemelijk dat de Ondernemingskamer het bedrag dat voor de onder het openbaar bod aangemelde aandelen is betaald vaststelt op de waarde van de doelwitaandelen uitgedrukt in de koers van de betaalaandelen volgens de ruilverhouding van het bod per de datum van betaalbaarstelling¹⁸. Of aansluiting kan worden gezocht bij het bedrag dat voor de onder het openbaar bod aangemelde aandelen is betaald, bepaalt de Ondernemingskamer (mede en voor zover toepasselijk) aan de hand van de volgende stukken:

- de jaarrekeningen over de drie meest recente boekjaren en de na afsluiting van het meest recente boekjaar verschenen halfjaar- en kwartaalberichten;
- het biedingsbericht, en met name de daarin opgenomen (i) fairness opinions¹⁹, (ii) aanbevelingen van bestuur en RvC van de doelvennootschap; (iii) mededelingen ten aanzien van de omvang van de in het bod besloten premie;
- een verklaring van een accountant of bankier dat hem/haar niet is gebleken dat ontvankelijk na de gestanddoening van het bod een hogere prijs dan de biedprijs rechtvaardigen. Ontbreekt zo'n verklaring, dan kan de meerderheids-

¹⁴ ABN AMRO.

¹⁵ Idem.

¹⁶ Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, JOR 2008, 335 (Numico), m.nt. Barman onder JOR 2008, 336.

¹⁷ Numico.

¹⁸ Hof Amsterdam (OK) 26 mei 2005, ARO 2005, 93 (Scala Business Solutions). Dat een fairness optime afkomsing is van een partij die reeds voordien als financieel adviseur ten behoeve van de vennootschap werkzaamheden verrichtte, is 'in het algemeen als minder wenselijk te beschouwen'. (Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, ARO 2007, 159 (Seagull Holding)). In vergelijkbare zin: Hof Amsterdam (OK) 14 oktober 2008, ARO 2008, 166 (Stork).

aandeelhouder in de gelegenheid worden gesteld die alsnog in het geding te brengen.²⁰

De Ondernemingskamer grondt haar oordeel dat aansluiting kan worden gezocht bij het bedrag dat voor de onder het openbaar bod aangemelde aandelen is betaald nog (mede en voor zover toepasselijk) op de volgende omstandigheden:

- het bod is op grote schaal aanvaard;
- er is geen reden om te veronderstellen dat de waarde van het aandeel sinds de gestanddoening een wijziging in opwaartse zin heeft ondergaan;
- door de enige bekende, in persoon gedagvaardde aandeelhouder [is] tegen de vordering geen verweer gevoerd;
- feiten van algemene bekendheid, zoals 'het van algemene bekendheid zijnde feit dat de waarde van ter beurze genoteerde aandelen in het algemeen een -

niet onbetekenende - wijziging in neerwaartse zin heeft ondergaan'.²¹

De minderheid heeft een waardetaling van de aandelen sinds het moment waarop het bod werd gestand gedaan tegen zich te laten gelden. Zij heeft dus geen recht op een prijs gelijk aan de biedprijs als die prijs per de datum van het arrest aan de waarde van het aandeel geen recht meer doet. Evenmin heeft de minderheid recht op rente vanaf de dag van betaalbaarstelling omdat de aandeelhouders die wel op het bod ingingen (ook) per die datum over de prijs konden beschikken.²²

Kortom: wie zijn aandelen niet aanmeldt onder het bod, moet daarover in de uitkoopprocedure niet meer komen zeuren.

- Volgt de uitkoopprocedure niet op een recent bod, dan zal de waarde van de aandelen in het economische verkeer op andere wijze moeten worden vastgesteld. Het overleggen van een of meer waarderingen door deskundigen is in de regel de enige manier om te voorkomen dat de Ondernemingskamer zelf deskundigen benoemt op de voet van artikel 2:92a, vijfde lid, BW. Slechts in bijzondere gevallen acht de Ondernemingskamer zich 'voldoende voorgelicht' om zonder deskundigen de prijs vast te stellen.²³
- Deskundigen zijn niet steeds accountants. In voorkomend geval kan een rentmeester²⁴, actuaris of octrooigemachtigde²⁵ meer voor de hand liggen.

Ik maak nog twee opmerkingen over het aanknopen bij de beurskoers. Dat de Ondernemingskamer aankoopt bij een actuele of recente beurskoers, zal in voorkomend geval de uitkomst van de uitkoopprocedure nogal onvoorspelbaar maken. De

²⁰ Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2008, ARO 2008, 95 (HP Indigo). Hof Amsterdam (OK) 14 februari 2008, ARO 2008, 69 (Endemol).

²¹ Numico.

²² Euronext. Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2008, ARO 2008, 95 (HP Indigo).

²³ Bijvoorbeeld: Hof Amsterdam (OK) 24 maart 2005, ARO 2005, 70 (Conservatis).

²⁴ Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2002, ARO 2002, 77 (Folder Jannetand).

²⁵ In Hof Amsterdam (OK) 17 maart 2005, ARO 2005, 48 (Fiscaal) benoemde de OK een accountant, die op zijn beurt de benodigde deskundigheid op het gebied van octrooien en rechtsgeteerdheid mocht inroepen.

meerderheidsaandeelhouder kan speculeren op een dalende koers. Hij zal moeten overwegen of het raadzaam is de notering met dit doel te handhaven. Hij zal het petium zo kunnen inrichten dat hij vordert dat de prijs wordt vastgesteld op de biedprijs of de meest recente beurskoers, zo die lager is dan de biedprijs. Dat beschermt de meerderheidsaandeelhouder niet tegen een koersstijging, maar voorkomt wel dat de Ondernemingskamer in geval van een koersdaling toch de prijs vaststelt op de hogere biedprijs, omdat de meerderheidsaandeelhouder dat nu eenmaal heeft gevorderd. De zaak Kodamco Europe is nog onder de rechter, maar ook daar speelt dat de biedprijs door de beurskoers is achterhaald.

De minderheid stelde in de Euronext-uitkoop dat de beurskoers van een aandeel waarop recent een bod is uitgebracht onvoldoende representatief is. De Ondernemingskamer verwierp die stelling. Ik kan me echter wel voorstellen dat bij een beperkte liquiditeit de koers van het aandeel door aan- of verkopen eenvoudig is te beïnvloeden. Daardoor past een zekere voorzichtigheid bij het zoeken van aansluiting bij de beurskoers.

3. Uitkoop na openbaar bod

3.1 Wetelijk kader

Op 28 oktober 2007 trad de Wet uitvoering 13^e Richtlijn in werking. Titel 8 van Boek 2 BW werd aangevuld met Afdeling 3 ('Het openbaar bod').²⁶ De afdeling bevat vier artikelen: artikel 2:359a tot en met 2:359d. De afdeling is van toepassing op de vennootschap waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. In de afdeling worden 'bewilligde' certificaten aan aandelen gelijkgesteld en worden de houders ervan gelijkgesteld aan aandeelhouders.

Artikel 2:359c BW geeft degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft én ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt een vordering tot overdracht van hun aandelen aan hem. De wetgever heeft uitdrukkelijk bevoegd dat de formulering van artikel 2:359c BW zo veel mogelijk aansluit bij de formulering van artikel 2:92a BW.²⁷ In de MvT is te lezen dat de wetgever vreesde dat twee regelingen van geheel verschillende opzet tot verwarring zouden kunnen leiden. De gelijkemis heeft ook een ander onderdeel: de rechtspraak gewezen op de voet van artikel 2:92a BW kan althans gedeeltelijk behulpzaam zijn bij de toepassing van artikel 2:359c BW. Er zijn natuurlijk ook verschillen:

²⁶ Zie over dit onderwerp de bijdragen van P.J. van der Korst en van mij aan het 'Handboek Openbaar Bod', onder redactie van M.P. Nieuwe Weme e.a., (Serie Onderneming en Recht), hoofdstukken 27 en 26, Deventer: Kluwer 2008.

²⁷ Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 48.

- De meerderheidsaandeelhouder moet niet alleen 95% van het geplaatste kapitaal verschaffen – zoals bij de uitkoopprocedure – maar ook 95% van de stemrechten vertegenwoordigen;
- Een uitstotingsprocedure kan per soort aandelen worden ingesteld, waarbij ten aanzien van die soort de drempel van 95% behaald moet worden;
- De vordering moet binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod worden ingesteld;
- De 'uitzonderingsbepaling' voor prioriteitsaandelen, gevallen waarin de minderheidsaandeelhouder ernstige stoffelijke schade lijdt of de meerderheidsaandeelhouder afstand heeft gedaan, is niet overgenomen;
- De prijs die de rechter vaststelt dient 'billijk' te zijn;
- De waarde van de bij het bod geboden tegenprestatie wordt geacht een billijke prijs te zijn in geval van een verplicht bod en in geval de meerderheidsaandeelhouder ten minste 90% van de aandelen heeft verworven, waarop het bod betrekking had;
- Een certificaat van aandelen dat met medewerking van de vennootschap is uitgegeven wordt gelijk gesteld met een aandeel en een certificaathouder met een aandeelhouder.

3.2 Rechtspraak

Intussen zijn de eerste ervaringen opgedaan met de uitstotingsregeling. Hiervoor kwam al de zaak Numico ter sprake. De Ondernemingskamer besteedde in het Numico-arrest enkele overwegingen aan de uitleg van de nieuwe regeling. In het eerste plaats is het niet nodig dat de aandelen tot de handel zijn toegelaten op het moment dat de uitkoopdagvaarding wordt uitgebracht. '...een redelijke en zinvolle uitleg van artikel 2:359a jo artikel 2:359c BW brengt met zich dat volstaat dat de vennootschap in vorenbedoelde zin was toegelaten op het moment van het uitbrengen van het openbaar bod', aldus de Ondernemingskamer. In de tweede plaats doet niet ter zake hoe de meerderheidsaandeelhouder aan een belang van 95% van het kapitaal en de zeggenschap is gekomen. Dat belang mag deels zijn opgebouwd buiten het bod om. In de derde plaats overwoog de Ondernemingskamer dat het vermoeden van een 'billijke prijs' op grond van lid 6 van artikel 2:359c BW alleen geldt, indien de meerderheidsaandeelhouder door aanvaarding van het openbaar bod ten minste 90% heeft verworven van de aandelen die de bieder nog niet hield. Omdat meerderheidsaandeelhouder minder dan 90% van de aandelen Numico had verworven, gold het vermoeden van een billijke prijs niet. De Ondernemingskamer viel terug op de hierboven beschreven regels ten aanzien van de vaststelling van de prijs, die in de rechtspraak bij artikel 2:92a BW zijn ontwikkeld.

In de zaak Grolsch²⁸ liet de Ondernemingskamer bij tussenarrest de meerderheidsaandeelhouder toe tot het bewijs dat hij 90% 'nieuwe aandelen' had verworven

²⁸ Hof Amsterdam (OK) 11 november 2008, *JOR* 2008, 336 (Grolsch), m.nt. Barmaat.

onder het bod, een en ander conform de uitleg van die de Ondernemingskamer aan artikel 2:359c, zesde lid, BW had gegeven in de Numico-zaak.

3.3 Verkooprecht

Artikel 2:359d BW geeft de minderheidsaandeelhouders het recht om een vordering in te stellen tegen degene die een openbaar bod heeft uitgebracht en als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het kapitaal verschaft en ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt. De vordering moet worden ingesteld binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod. Daarmee wordt voorkomen dat de meerderheidsaandeelhouder tot in lengte van dagen met vorderingen van telkens weer een andere minderheidsaandeelhouder wordt geconfronteerd. De prijs waartegen de minderheidsaandeelhouder zijn aandelen kan verkopen wordt bepaald op dezelfde manier als bij uitkoop. Artikel 2:359d, zevende lid, BW bepaalt dat artikel 2:359c, leden 6, 7 en 9 van overeenkomstige toepassing zijn. Op het moment dat ik deze bijdrage afrond, is nog geen vordering tot verkoop ingesteld. Het is de vraag of de bepaling aftrek zal vinden.

4. Alternatieven voor uitkoop

4.1 *Versatel*

Indien de meerderheidsaandeelhouder een belang houdt van minder dan 95% mist hij de mogelijkheid om een vordering tot uitkoop of uitstoting in te stellen. In dat geval is hij aangewezen op alternatieve methoden om toch de gewenste inbedding van de dochtervennootschap in de groep mogelijk te maken. Alternatieven bieden soms ook voordelen boven uitkoop, met name omdat ze sneller en goedkoper tot de gewenste eindsituatie kunnen voeren. In de *Versatel*-zaak had Tele2 een belang van juist boven de 80% verworven in *Versatel*. Tele2 was voornemens om de minderheid van *Versatel* door een juridische driehoekfusie te 'verhuizen' naar een tussenholding. Door het gebruik van twee klassen 'tracking stock' leidde de fusie niet tot een vermenging van het vermogen van *Versatel* met het overige vermogen van de tussenholding (Tele2 Nederland en Tango). De minderheid zou (samen met Tele2 via een klasse tracking stock) economisch gerechtigd worden tot het vermogen van *Versatel* in een verhouding die identiek was aan de verhouding voor de fusie. Tot het overige vermogen van de tussenholding was uitsluitend Tele2 gerechtigd als houder van de andere klasse tracking stock. Omdat geen verwatering in economische zin optrad, achtte Tele2 een ruilverhouding in de fusie van 1 op 1 gerechtvaardigd. De zeggenschap van de *Versatel* aandeelhouders over de tussenholding zou echter wel (kunnen) verwateren, zelfs tot beneden de grens van 5%. Hierdoor zou de minderheid op enig moment alsnog kunnen worden uitgekocht. De minderheid verzocht

een enquête en onmiddellijke voorzieningen. In een reeks beschikkingen van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad²⁹ werd – in essentie – het volgende bepaald: uitkoop op de voet van artikel 2:92a BW is een recht en geen plicht van de meerderheidsaandeelhouder, die dus niet voor uitkoop moet kiezen als hem andere methoden ter beschikking staan;

– het is niet per se onredelijk of misbruik van recht als de meerderheidsaandeelhouder de minderheid 'verhuist' door een fusie, ook niet als daardoor verwatering optreedt en uitkoop alsnog mogelijk wordt; in hoeverre dit oordeel i.c. mede berustte op de aanwezigheid van bijkomende gronden die de fusie rechtvaardigen, zoals fiscale gronden, is niet geheel duidelijk³⁰;

– de minderheid heeft uit de aard van haar positie recht op informatie over de fusie en de uitgangspunten waarop die berust; het achterwege laten van waarderings, althans het volstaan met waarderings achteraf, i.c. gerechtvaardigd door het gebruik van tracking stock vond geen genade, mede op gronden die verweven waren met de feiten van het desbetreffende geval.

Ik wijs nog op de conclusie van A-G Timmerman bij HR 14 september 2007 voor een principiële verhandeling over uitkoop, alternatieven voor uitkoop en het recht op uitdendom.

4.2 Shell

In de Shell-zaak³¹ speelde het volgende. Shell Petroleum hield na een openbaar bod 98,5% van de aandelen in NV Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij. Shell Petroleum wijzigde haar statuten zodanig, dat haar aandelenkapitaal werd verdeeld in aandelen met een zeer grote nominale waarde elk. Shell Petroleum was voornemens als verkrijgende vennootschap te fuseren met Koninklijke. Gegeven de ruilverhouding tussen de aandelen Shell Petroleum en Koninklijke en de gevolgen van de statutenwijziging zou geen van de minderheidsaandeelhouders van Koninklijke recht krijgen op aandelen in Shell Petroleum. In plaats daarvan zou elk aandeel in Koninklijke voor een bedrag van € 52,21 in contanten worden uitgenomen (vgl. artikel 2:325, tweede lid, BW). De minderheid en de VEB verzochten een enquête. Ter zitting werd een schikking bereikt, die kortweg hietop neerkwam dat de procedure zou worden voortgezet als ware het een uitkoopprocedure. De Ondernemings-

²⁹ Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, *JOR* 2005, 272; Hof Amsterdam (OK) 24 maart 2006, *JOR* 2006, 98; HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 237 m.nr. Assink, M.W.H. van den Heuvel; 'De driehoekfusie, tracking stock en beperking van voorschouwenrechten als mogelijk uitsoomiddel in de Versaaiel-jurisprudentie', in: *V&O* september 2007, nr. 9, p. 154 e.v.

³⁰ In zijn noot bij HR 14 september 2007 in de *JOR* wijst Assink er terecht op dat de Hoge Raad overweegt dat een besluit tot fusie dat enkel en alleen de strekking heeft minderheidsaandeelhouders uit te stoten in strijd kan zijn met de redelijkheid en billijkheid, maar dat dus niet per definitie is.

³¹ Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008, 36 m.nr. Van der Koest.

mingskamer werd verzocht een prijs vast te stellen waartegen de minderheid zich vrijwillig zou laten uitkopen. De Ondernemingskamer overweegt dat de waarde in het economische verkeer in beginsel op de beurskoers moet worden bepaald en knoopt aan bij de koers van het aandeel Shell (A), nu de waarde van het aandeel Koninklijke geacht kan worden van de waarde van het aandeel Shell (A) te zijn afgeleid. Over de voorgenomen fusie oordeelt de Ondernemingskamer: '... dat in het onderhavige geval op een oneigenlijke wijze gebruik is gemaakt van de juridische fusie, doordat alle minderheidsaandeelhouders van de Koninklijke worden uitgestoten tegen betaling van een bedrag in geld, terwijl de regeling van de juridische fusie daarin niet voorziet. Op grond van en ander is de Ondernemingskamer van oordeel dat de juridische fusie tussen de Koninklijke en Shell Petroleum N.V. zoals die in dit geval is vormgegeven in strijd komt met (artikel 3 van) de Derde EG Richtlijn (PB nr. L295) en met (doel en strekking van) de fusiebepalingen zoals neergelegd in Titel 7 van Boek 2 BW. In het bijzonder doordat de minderheidsaandeelhouders worden gedwongen hun aandelen in de verdwijnende vennootschap af te staan zonder dat de door de verkrijgende vennootschap te betalen prijs door de rechter wordt vastgesteld, vormt een zodanige inbreuk op de bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouder dat het oordeel moet luiden dat het gebruik maken van de juridische fusie als in casu is geschied in strijd is met de redelijkheid en billijkheid zoals bedoeld in artikel 2:8 BW.'

5. Geschillenregeling

5.1 Wettelijk kader

Voor een overzicht van bezwaren tegen de huidige geschillenregeling verwijs ik naar de vorige kroniek. Een uitputtende behandeling van het Wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht gaat het bestek van deze bijdrage te buiten. De vorige kroniek bevatte een overzicht van voorstellen voor verbetering van de huidige geschillenregeling. Ik zal hieronder beknopt en op hoofdlijnen weergeven welke onderdelen van de huidige regeling door het wetsvoorstel (zoals dat thans luidt) worden geraakt:

- De rechter die bevoegd is om kennis te nemen van de vordering tot uitstoting, is eveneens bevoegd om kennis te nemen van een vordering tussen dezelfde partijen of de vennootschap die samenhangt met de gedragingen van de uit te stoten aandeelhouder waarop de uitstootvordering is gebaseerd;
- De mogelijkheden om bij overeenkomst of statuten een afwijkende regeling overeen te komen, worden ruimer;
- De vordering tot uitstoting kan worden gecombineerd met een provisionele vordering;
- De rechter kan in het vonnis waarin de vordering tot uitstoting wordt toegewezen zelf de prijs bepalen, indien partijen het eens zijn over de prijs of afspraken

