

Bb 2024/31

De peildatum voor de prijs van uit te kopen aandelen na een openbaar bod

Larissa Peereboom-Bogers & Kenya Limburg, datum 18-06-2024

Datum	18-06-2024
Auteur	Larissa Peereboom-Bogers & Kenya Limburg ^[1]
JCDI	JCDI:ADS964915:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht / Rechtspersonenrecht

In deze bijdrage bespreken de auteurs het arrest van de Hoge Raad van 22 december 2023 inzake NIBC, waarin de Hoge Raad de bestaande rechtspraak van de Ondernemingskamer over de peildatum voor de prijs van uit te kopen aandelen na een openbaar bod bevestigt.^[2] De auteurs gaan aan de hand van het NIBC-arrest nader in op de werking van de uitstotingsprocedure, bepaling van een billijke prijs en vaststelling van de peildatum voor de uit te kopen aandelen.

Annotatie bij HR 22 december 2023, ECLI:NL:HR:2023:1824 (NIBC)

1. Inleiding

Flora Acquisition B.V. (“*Flora Acquisition*”) en Flora Holdings III Limited (gezamenlijk “*Flora c.s.*”) starten de uitstotingsprocedure van artikel 2:359c BW, volgend op een openbaar bod op alle uitstaande gewone aandelen in het kapitaal van NIBC Holding N.V. (“*NIBC Holding*”). Hierop ontstaat een geschil tussen Flora c.s. en minderheidsaandeelhouders van NIBC Holding over onder meer de peildatum voor vaststelling van de prijs van de aandelen. De Hoge Raad bevestigt dat het door de Ondernemingskamer in het *Unit4*-arrest geïntroduceerde uitgangspunt voor bepaling van de peildatum niet in strijd is met het recht op bescherming van eigendom, zoals vervat in artikel 1 Eerste Protocol EVRM. In deze annotatie wordt aan de hand van het *NIBC*-arrest ingegaan op de stappen om tot prijsvaststelling van de over te nemen aandelen te komen in een uitstotingsprocedure volgend op een openbaar bod. Daarbij wordt uitdrukkelijk stilgestaan bij de belangrijkste rechtsregel uit het *NIBC*-arrest, die betrekking heeft op de peildatum voor bepaling van de prijs van de aandelen.

2. Openbaar bod op NIBC Holding

NIBC Holding is een houdstermaatschappij van diverse entiteiten, waaronder NIBC Bank N.V. (“*NIBC Bank*”). NIBC Bank is een middelgrote Nederlandse bank met een focus op Noordwest-Europa. De (gewone) aandelen in het geplaatst kapitaal van NIBC Holding waren tot 18 februari 2021 genoteerd aan de effectenbeurs Euronext Amsterdam N.V. Flora Acquisition wordt (indirect) gecontroleerd door fondsen die banden hebben met The Blackstone Group Inc. Flora Acquisition is op 24 februari 2020 opgericht met als doel het uitbrengen van een openbaar bod op alle uitstaande gewone aandelen in het kapitaal van NIBC Holding.

Indien een partij een openbaar bod uitbrengt en als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft en ten minste 95% van de stemrechten van de

doelvennootschap vertegenwoordigt, kan zij tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering instellen tot overdracht van hun aandelen op basis van de uitstotingsprocedure van artikel 2:359c BW. De 95%-drempel kan ook worden bereikt wanneer de belangen van verschillende groepsmaatschappijen worden opgeteld en zij gezamenlijk de vordering tot overdracht instellen tegen de minderheidsaandeelhouders, zoals in onderhavige procedure het geval was. Als deze drempel is behaald, stelt de Ondernemingskamer een billijke prijs vast voor de over te dragen aandelen op een door haar te bepalen dag (de “peildatum” genoemd).

Flora Acquisition wenste door middel van het uitbrengen van een openbaar bod enig aandeelhouder van NIBC te worden en trad in onderhandeling met het bestuur van NIBC om tot een redelijke biedprijs te komen, waarvoor (het bestuur van) NIBC openlijk haar steun zou uitspreken. Op 25 februari 2020 kondigden NIBC Holding en Flora Acquisition aan dat zij voorwaardelijke overeenstemming hadden bereikt over onder meer een biedprijs van EUR 9,85 per aandeel (cum dividend). Dit bod werd later bijgesteld vanwege de financiële gevolgen van de inmiddels ingetreden COVID-19-pandemie. Bij biedingsbericht van 7 augustus 2020 bracht Flora Acquisition uiteindelijk een openbaar bod uit op alle geplaatste (gewone) aandelen in het kapitaal van NIBC Holding. De biedprijs bedroeg EUR 7 per aandeel (cum dividend), waarbij de aandeelhouders daarnaast recht hadden op een dividenduitkering over 2019 van EUR 0,53 per aandeel. Op 24 december 2020 deed Flora Acquisition dit bod gestand en kondigde zij een na-aanmeldingstermijn aan tot en met 11 januari 2021. De betaalbaarstelling van de aandelen aangemeld tijdens de initiële aanmeldingstermijn onder het bod vond plaats op 30 december 2020. De betaalbaarstelling van de aandelen aangemeld tijdens de na-aanmeldingstermijn vond plaats op 14 januari 2021. Op 30 december 2020 hielden Flora c.s. ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van NIBC Holding en vertegenwoordigden zij ten minste 95% van de stemrechten in NIBC Holding. Een klein gedeelte van de aandeelhouders bood de door hen gehouden aandelen echter niet aan onder het openbaar bod.

3. Uitslotingsprocedure

Flora c.s. vorderden daarom bij de Ondernemingskamer onder meer veroordeling van deze gezamenlijke (minderheids)aandeelhouders tot overdracht van het onbezwaarde recht op de door hen gehouden (gewone) aandelen in het kapitaal van NIBC Holding aan Flora Acquisition. Flora c.s. baseerden deze vordering primair op artikel 2:359c BW, subsidiair op artikel 2:92a BW.

Artikel 2:359c BW is een *lex specialis* ten opzichte van de algemene uitkoopprocedure van artikel 2:92a en 2:201a BW. De algemene uitkoopprocedure biedt één of meer gezamenlijke houders van ten minste 95% van de aandelen de mogelijkheid om de minderheidsaandeelhouders uit te kopen, terwijl artikel 2:359c BW specifiek is toegespitst op aandeelhouders die na een openbaar bod 95% van de aandelen in het kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap hebben verkregen. Het systeem voor vaststelling van de prijs van de aandelen verschilt bij de beide regelingen. Bij de algemene uitkoopprocedure is het uitgangspunt dat de Ondernemingskamer een deskundigenbericht over de waarde van de aandelen beveelt, terwijl de Ondernemingskamer bij de uitslotingsprocedure van artikel 2:359c BW een billijke prijs voor de aandelen vaststelt, waarbij kan worden aangesloten bij weerlegbare wettelijke vermoedens.^[3] Een deskundigenbericht vormt dan juist een afwijking van het uitgangspunt dat de wettelijke vermoedens kunnen worden toegepast. Bij de uitslotingsprocedure van artikel 2:359c BW gelden ook de verplichte afwijzingsgronden van artikel 2:92a lid 4 BW niet.^[4] De uitslotingsvordering van artikel 2:359c BW dient binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod te worden ingesteld, bij gebreke waarvan enkel nog de uitkoopprocedure van artikel 2:92a BW gevolgd kan worden.

In het onderhavige geval overwoog de Ondernemingskamer dat NIBC Holding ten tijde van het uitbrengen van het bod een vennootschap was waarvan de aandelen waren toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt zoals bedoeld in artikel 2:359a lid 1 BW, zodat de vordering in beginsel op artikel 2:359c BW kon worden gebaseerd. Voorts oordeelde de Ondernemingskamer dat aan de voorwaarden van artikel 2:359c BW was voldaan, zodat zij diende te oordelen of de door Flora c.s. voorgestelde prijs een billijke prijs is.

4. Billijke prijs

De wettelijke uitstotings- en uitkoopbepalingen bevatten geen definitie van “billijke prijs”. Artikel 2:359c lid 6 BW bevat echter wel twee (weerlegbare) vermoedens van wanneer sprake is van een billijke prijs, doordat aansluiting wordt gezocht bij de tegenprestatie van een voorafgaand bod. Eén weerlegbaar vermoeden geldt in het geval van een vrijwillig bod en één in het geval van een verplicht bod. Bij een vrijwillig bod als bedoeld in artikel 5:74 Wft (waarvan in onderhavige procedure sprake was) houdt dit wettelijk prijsvermoeden in dat indien de bieder door aanvaarding van het bod ten minste 90% van de aandelen heeft verworven waarop het bod zag, de biedprijs wordt geacht een billijke prijs te zijn. Het moet hierbij gaan om 90% van de aandelen waarop het bod betrekking had en die op het tijdstip dat het bod werd uitgebracht, nog niet werden gehouden door de bieder.

De gedachte hierachter is dat indien het bod op grote schaal is aanvaard, de prijs volgens de markt kennelijk een adequate weerspiegeling is van de waarde van de aandelen. Het vermoeden is dan gerechtvaardigd dat de biedprijs billijk is.^[5] Ondanks dat de uitkoopprocedures van artikel 2:92a en artikel 2:201a BW in beginsel primair een deskundigenbericht voor de waarde van de aandelen voorschrijven, wordt ook in deze procedures door de Ondernemingskamer inmiddels stevast aansluiting gezocht bij dit wettelijk prijsvermoeden van artikel 2:359c lid 6 BW, mits een dergelijk bod breed is aanvaard, de procedure binnen een redelijke tijd na afronding van het bod is begonnen, er geen redenen zijn te veronderstellen dat de waarde van de aandelen in de doelvennootschap substantieel is gewijzigd en de procedure niet te lang heeft geduurd.^[6] De Ondernemingskamer is echter in beide procedures (van artikel 2:92a en 2:359c BW) bevoegd om van dit wettelijk prijsvermoeden af te wijken. Dat kan de Ondernemingskamer bijvoorbeeld doen als door gedaagden feiten en omstandigheden worden gesteld die het vermoeden ontkrachten dat sprake is van een billijke prijs. Ook kan de Ondernemingskamer ambtshalve van het vermoeden afwijken, bijvoorbeeld indien zij het tijdsverloop vanaf het openbaar bod tot aan de prijsvaststelling te groot acht.^[7] Hiervan zal bij een uitstotingsprocedure conform artikel 2:359c BW niet snel sprake zijn, nu de bieder binnen drie maanden na het verstrijken van de termijn voor aanvaarding van het bod (waaronder tevens wordt begrepen een eventuele na-aanmeldingstermijn) een beroep moet doen op het uitstotingsrecht en in dat kader de uitstotingsprocedure moet starten op straffe van niet-ontvankelijkheid (artikel 2:359c lid 3 BW).

In onderhavige procedure betoogden de minderheidsaandeelhouders dat van het prijsvermoeden moest worden afgeweken, omdat (i) de tussentijdse verlaging van de biedprijs disproportioneel ten laste van de minderheidsaandeelhouders is gebracht en (ii) de sinds de COVID-19 pandemie ingezakte koersen van bankaandelen na het bod zijn hersteld. De Ondernemingskamer verwierp dit betoog. Dat voorafgaand aan het bod onderhandelingen hadden plaatsgevonden over de vaststelling van de biedprijs per aandeel en dat tijdens deze onderhandelingen de eerder bekendgemaakte biedprijs is bijgesteld, is volgens de Ondernemingskamer niet relevant voor de beoordeling van de vraag of de uiteindelijke biedprijs een reële en redelijke vergoeding voor de waarde van de aandelen is. Het gaat immers om de beoordeling van de prijs die daadwerkelijk is geboden en geaccepteerd en de vraag of die prijs billijk is. Dat aanvankelijk (voorwaardelijk) een hogere biedprijs was overeengekomen, betekent niet dat een nadien geboden en breed geaccepteerde prijs niet billijk zou zijn. Ook de omstandigheid dat tussen bekendmaking van het bod en de tweede betaalbaarstelling onder het bod de koersen van andere bankaandelen waren gestegen, gaf geen aanleiding om af te wijken van het billijke prijsvermoeden van artikel 2:359c lid 6 BW. De koers van het aandeel NIBC Holding is onder invloed van de aankondiging van het bod en ondanks de COVID-19-pandemie immers relatief stabiel gebleven. Er was kortom geen grond om af te wijken van het wettelijke prijsvermoeden.

5. Peildatum

De Ondernemingskamer stelt de prijs voor de aandelen vast op de waarde die de over te dragen aandelen hebben op de peildatum. Tot aan de peildatum neemt de Ondernemingskamer alle waardeveranderingen mee bij de waardering van de aandelen. Gebeurtenissen na de peildatum hebben geen invloed meer op de vast te stellen prijs voor de aandelen. De peildatum is tevens relevant voor de berekening van de over de aandelenprijs verschuldigde wettelijke rente over de periode tussen de peildatum en de daadwerkelijke overdracht van de aandelen.

De wettelijke uitstotings- en uitkoopbepalingen bevatten geen regels over de peildatum; de Ondernemingskamer is vrij om de peildatum in redelijkheid te bepalen.^[8] Sinds het *Unit4*-arrest uit 2015 zoekt de Ondernemingskamer in uitkoopprocedures volgend op een openbaar bod aansluiting bij de datum van betaalbaarstelling onder het bod, mits de uitkoper op dat moment 95% van de aandelen heeft verkregen.^[9] Hoewel de Ondernemingskamer het *Unit4*-arrest in het kader van een uitkoopprocedure op grond van artikel 2:92a BW wees, volgt uit dat arrest dat dit uitgangspunt ook mag worden gehanteerd in uitkoop- of uitstotingsprocedures volgend op een openbaar bod op grond van artikel 2:201a of 2:359c BW. Met het *Unit4*-arrest kwam de Ondernemingskamer terug op eerdere rechtspraak, waarin zij overwoog dat de billijke prijs die moet worden betaald voor de over te dragen aandelen dient overeen te komen met de waarde van de aandelen ten tijde van de overdracht of op een tijdstip dat daar zo dicht mogelijk bij gelegen was.^[10] De peildatum was daarmee tot aan het *Unit4*-arrest in feite gelijk aan de datum van het eindarrest waarin de vordering tot uitkoop werd toegewezen, althans een tijdstip dat daar zo dichtbij mogelijk lag.

De Ondernemingskamer constateerde in het *Unit4*-arrest diverse voordelen van het nieuwe uitgangspunt ten opzichte van het oude uitgangspunt. Zo doet dit nieuwe uitgangspunt (peildatum per datum betaalbaarstelling onder het bod) volgens de Ondernemingskamer recht aan de belangen van zowel eisers als gedaagden in uitkoopprocedures, omdat de ontwikkeling van de waarde van de aandelen in de doelvennootschap vanaf gestanddoening van het bod veelal sterk verband houdt met de overname (bijvoorbeeld vanwege synergie-effecten, integratie van de doelvennootschap en reorganisaties). Door als peildatum de betaalbaarstelling onder het bod te hanteren, ondervindt de eiser zelf de gevolgen van de overname. Mede hierdoor draagt hantering van het nieuwe uitgangspunt ook bij aan de rechtszekerheid. Tot slot helpt dit uitgangspunt bij het terugdringen van de doorlooptijden. De doorlooptijden onder het oude uitgangspunt konden oplopen, doordat in de praktijk altijd sprake was van een zeker tijdsverloop tussen de datum van de gegevens waarop de deskundigen en de Ondernemingskamer zich bij de prijsbepaling baseerden en de datum van het eindarrest. Ook nam het uitvoeren van het deskundigenbericht zelf de nodige tijd in beslag, waardoor de doorlooptijden in de uitkoopprocedure opliepen.

Desalniettemin kunnen zich ook onder het nieuwe uitgangspunt omstandigheden voordoen die rechtvaardigen dat een andere datum als peildatum wordt gekozen. In geval van de uitkoopprocedure van artikel 2:92a en 2:201a BW kan tot die omstandigheden bijvoorbeeld behoren een aanzienlijk verloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod en de dag van dagvaarding. In die gevallen en ook indien aan een uitkoopprocedure geen openbaar bod is voorafgegaan, kan als peildatum worden gekozen de datum van een tussenarrest waarin de Ondernemingskamer, in de bewoordingen van artikel 2:92a en 2:201a lid 5 BW, vaststelt dat de leden 1 en 4 van die bepaling de toewijzing van de vordering niet beletten en waarin een deskundigenbericht wordt gelast.^[11]

In de onderhavige procedure ziet de Ondernemingskamer echter geen aanleiding om af te wijken van het uitgangspunt uit *Unit4* en stelt zij de peildatum vast op 30 december 2020, de dag van betaalbaarstelling onder het bod en tevens de dag waarop de 95%-drempel van artikel 2:359c lid 1 BW is behaald. Dat de beursgenoteerde aandelen van andere banken na 30 december 2020 in waarde zijn gestegen en dat de minderheidsaandeelhouders met betrekking tot de door hen gehouden aandelen in NIBC Holding niet de gelegenheid hebben gehad om van eventuele vergelijkbare koersstijgingen te profiteren, is volgens de Ondernemingskamer geen omstandigheid die afwijking van het uitgangspunt kan rechtvaardigen.

Hoewel het in het *Unit4*-arrest ontwikkelde uitgangspunt inmiddels een bestendige lijn vormt in de OK-jurisprudentie, is dit uitgangspunt vóór het *NIBC*-arrest niet eerder ter toetsing aan de Hoge Raad voorgelegd.^[12] De centrale vraag in cassatie is of het uitgangspunt dat voor de peildatum aansluiting moet worden gezocht bij de datum van betaalbaarstelling verenigbaar is met het recht op bescherming van eigendom, zoals vervat in artikel 1 Eerste Protocol EVRM ("*EP EVRM*").

Op grond van artikel 1 EP EVRM heeft een aandeelhouder bij gedwongen overdracht van zijn aandelen recht op een prijs die "*reasonably related [is] to its value*".^[13] Het middel betoogt dat de door de Ondernemingskamer gehanteerde peildatum aan dit vereiste in de weg staat. Door het tijdsverloop tussen de datum van betaalbaarstelling en het moment van overdracht van de aandelen, loopt de minderheidsaandeelhouder immers het risico dat hij verplicht wordt zijn aandelen over te dragen voor een prijs die niet de waarde daarvan op het moment van overdracht weerspiegelt. De Hoge Raad verwierpt dit middel. In

het *Unit4*-arrest heeft de Ondernemingskamer reeds uiteengezet welke bezwaren aan voornoemde benadering kleven en welke voordelen aan hantering van het uitgangspunt “peildatum per datum betaalbaarstelling onder het bod”. De Hoge Raad onderschrijft deze voordelen. Zo is het volgens de Hoge Raad niet zonder meer billijk dat de minderheidsaandeelhouders die het op een uitkoopprocedure laten aankomen, profiteren van een waardestijging van de aandelen sinds de gestanddoening van het openbaar bod. Deze waardestijging is immers veelal juist het gevolg van synergievoordelen die zijn ontstaan door de overname. Daarnaast overweegt de Hoge Raad dat de Ondernemingskamer terecht betekenis heeft toegekend aan de rechtszekerheid en hanteerbaarheid waartoe het in het *Unit4*-arrest gehanteerde uitgangspunt leidt.

Bovendien wordt aan het belang van de uit te kopen minderheidsaandeelhouders volgens de Hoge Raad in beginsel voldoende recht gedaan doordat zij vanaf de peildatum recht hebben op vergoeding van de wettelijke rente over de (billijke) prijs tot aan de datum van overdracht. Het uitgangspunt dat de Ondernemingskamer in het *Unit4*-arrest heeft geïntroduceerd, is hierdoor niet in strijd met artikel 1 EP EVRM.

6. Ten slotte

Wij kunnen ons vinden in de redenering van de Ondernemingskamer inzake *Unit4*. Wij achten het daarom een goede ontwikkeling dat de Hoge Raad de sinds 2015 gehanteerde, bestendige rechtspraak van de Ondernemingskamer thans heeft bekrachtigd.

Voetnoten

[1] Larissa Peereboom-Bogers & Kenya Limburg zijn beide advocaat bij Wijn & Stael Advocaten N.V. te Utrecht.

[2] HR 22 december 2023, ECLI:NL:HR:2023:1824.

[3] In de praktijk sluit de Ondernemingskamer echter onder voorwaarden ook bij de algemene uitkoopprocedure aan bij de wettelijke prijsvermoedens van artikel 2:359c BW, waardoor geen deskundigenbericht wordt gelast. Dit wordt nader toegelicht in paragraaf 4 van dit artikel.

[4] Deze afwijzingsgronden houden in dat de uitkoopvordering op grond van artikel 2:92a BW moet worden afgewezen indien (i) een minderheidsaandeelhouder ondanks de vergoeding ernstige stoffelijke schade zouden lijden door de overdracht, (ii) de minderheidsaandeelhouder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden, of (iii) wanneer een eiser jegens de minderheidsaandeelhouder afstand heeft gedaan van zijn bevoegdheid een uitkoopvordering in te stellen.

[5] Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203 (*Reesink*), r.o. 3.13.

[6] Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203 (*Reesink*), r.o. 3.22.

[7] Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 11 maart 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:785 (*Mediq*), r.o. 2.14.

[8] HR 11 september 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2131 (*Nationale Nederlanden*), r.o. 4.3.2.

[9] Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (*Unit4*), r.o. 3.14 e.v.

[10] Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 7 december 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BO6899 (*Corporate Express*), r.o. 3.17.

[11] Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (*Unit4*), r.o. 3.18.

[12] Het in het *Unit4*-arrest ontwikkelde uitgangspunt werd bijvoorbeeld toegepast in Hof Amsterdam (OK) 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684 (*Xeikon*), r.o. 2.13 e.v. en Hof Amsterdam (OK) 13 september 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:2684 (*Neways Electronics International*), r.o. 3.10 e.v.

[13] EHRM 16 januari 2001, nr. 35730/97 (*Offerhaus/Staat*).