

Bescherming van aandeelhouders bij grensoverschrijdende omzetting, fusie en splitsing: uittredingsrecht en toetsing ruilverhouding

Ondernemingsrecht 2022/63

Een van de centrale onderwerpen in het recente Voorontwerp is de bescherming van aandeelhouders bij de GOF, GOS en GOO. In dat verband voorzien nieuwe besluitvormingsregels in een solide meerderheid. Daarbij wordt opgemerkt dat de Mobiliteitsrichtlijn tot nadere aanscherping van deze besluitvormingsregels noopt. De regels over informatievoorziening in het GOF-voorstel worden uitgebreid door aanvullende informatie over het uittredingsrecht voor te schrijven. Daarbij dient een accountantsverklaring te worden bijgevoegd waarin een oordeel wordt gegeven over de redelijkheid van de hoogte van de schadeloosstelling die bij uittreding wordt aangeboden. Bij de GOS en de GOO gelden vergelijkbare regels. Wat de uitgangspunten voor de waardering zijn bij het bepalen van de schadeloosstelling verdient verdere verduidelijking. Voorts worden de regels voor het uittredingsrecht bij de GOF gewijzigd, en nieuwe uittredingsrechten bij de GOS en de GOO geïntroduceerd. Aandeelhouders krijgen de mogelijkheid om de hoogte van de schadeloosstelling, die bij uittreding wordt aangeboden, te laten toetsen door een of meer onafhankelijke deskundigen. Deze worden op verzoek van een daartoe bevoegde aandeelhouder door de voorzitter van de Ondernemingskamer benoemd. Deze onafhankelijke deskundigen stellen opnieuw de schadeloosstelling vast en brengen daarover een bericht uit. Het is onduidelijk of dit bericht openbaar is, maar wenselijk zou dat wel zijn. Aandeelhouders krijgen bovendien gelegenheid om in een vergelijkbare procedure de ruilverhouding te laten toetsen. De onafhankelijke deskundigen stellen alsdan de ruilverhouding opnieuw vast. Opmerkelijk is dat bij beide procedures in het Voorontwerp de keuze wordt gemaakt voor een volledig nieuwe vaststelling, terwijl een bijbetaling in beide gevallen meer voor de hand zou liggen. Tot slot wordt uitgelegd waarom een vaststelling door de rechter de voorkeur verdient en dat enig tegenwicht tegen opportunistische aandeelhouders gewenst is.

1. Inleiding

Op 7 februari 2022 verscheen het voorontwerp van de Wet implementatie richtlijn grensoverschrijdende omzet-

tingen, fusies en splitsingen ("Voorontwerp"), waarmee Richtlijn (EU) 2019/2121 ("Mobiliteitsrichtlijn") in Boek 2 BW zal worden geïmplementeerd, samen met een uitvoerige concept-memorandum van toelichting bij het Voorontwerp ("concept-MvT") van maar liefst 140 pagina's.² De technisch uitdagende implementatie moet uiterlijk op 31 januari 2023 afgerond zijn. In deze bijdrage ga ik in op de bescherming van aandeelhouders, zoals deze is opgenomen in het Voorontwerp. Daarbij wordt in het bijzonder aandacht besteed aan (i) de besluitvormingsregels bij grensoverschrijdende fusie ("GOF"), grensoverschrijdende splitsing ("GOS") en grensoverschrijdende omzetting ("GOO"); (ii) het uittredingsrecht van de aandeelhouder bij de GOF, GOS en GOO, de schadeloosstelling en de mogelijkheid om de hoogte daarvan te toetsen; en (iii) de mogelijkheid om de ruilverhouding te laten toetsen in het kader van de GOF en de GOS.

Om het onderwerp goed te kunnen uitdiepen begin ik eerst met een korte uiteenzetting van het huidige uittredingsrecht (par. 2). Vervolgens ga ik in op de nieuwe besluitvormingsregels voor de algemene vergadering bij grensoverschrijdende herstructureringen (par. 3). Daarna komen de nieuwe regels over het uittredingsrecht aan bod, waaronder de regels over informatievoorziening (par. 4), de accountantsverklaring en het accountantsverslag (par. 5) en de uittreding, waardering en prijsbepaling (par. 6). Ook besteed ik aandacht aan de huidige regels voor de vaststelling van de ruilverhouding (par. 7), de nieuwe regels over informatievoorziening, de accountantsverklaring en het accountantsverslag in verband met de ruilverhouding en de nieuwe toetsing van de ruilverhouding (par. 8). Vervolgens stel ik kritische vragen bij de nieuwe toetsingsprocedure (par. 9). Ik sluit af met een korte nabescherouwing (par. 10).

2. Het uittredingsrecht voorafgaand aan de implementatie van de Mobiliteitsrichtlijn

Op grond van de huidige GOF-regeling kan iedere aandeelhouder van een verdwijnende vennootschap die tegen het voorstel tot de GOF heeft gestemd een verzoek indienen tot schadeloosstelling (artikel 2:333h BW). Hetzelfde geldt voor iedere houder van aandelen zonder stemrecht. De rationale van dit uittredingsrecht is een compromis. De vennootschap heeft de mogelijkheid om een GOF door te voe-

¹ Paul de Vries is notaris te Amsterdam en hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Universiteit Utrecht.

² Richtlijn (EU) 2019/2121 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 met betrekking tot grensoverschrijdende omzettingen, fusies en splitsingen, zoals gereviseerd op 24 januari 2020.

ren met instemming van een meerderheid in de algemene vergadering en de minderheidsaandeelhouder kan dit niet tegenhouden. De minderheidsaandeelhouder hoeft de ingrijpende wijziging van aandeelhoudersrechten echter niet te dulden en heeft de mogelijkheid uit te treden tegen een schadeloosstelling.³ Om te kunnen kwalificeren voor de schadeloosstelling moet de aandeelhouder het verzoek binnen een maand na de datum van het besluit tot de GOF van de verdwijnende vennootschap indienen.

Al sinds de opname van de GOF-regeling in Boek 2 BW maakt een uittredingsregeling daar deel van uit.⁴ Het uittredingsrecht was destijds een vrijwillige keuze van de Nederlandse wetgever die niet door alle lidstaten werd gemaakt.⁵

Het bedrag van de schadeloosstelling wordt in de huidige regeling niet door de vennootschap vastgesteld, maar door een of meer door de vennootschap benoemde onafhankelijke deskundigen. In 2008, bij de invoering van de GOF-regeling, was dat nog anders en werden de onafhankelijke deskundigen aangewezen door de Ondernemingskamer. Deze rechtsgang is vervallen vanaf 1 oktober 2012, als onderdeel van de Wet Flex-BV die toen in werking trad. De argumenten voor deze schrapping waren (i) dat de bestaande regeling niet consistent was met andere uittredingsrechten uit Boek 2 BW waarbij onafhankelijke deskundigen zonder tussenkomst van de rechter worden benoemd; en (ii) dat de onafhankelijke deskundigen die de redelijkheid van de ruilverhouding vaststellen ook niet door de rechter worden benoemd.⁶ Sindsdien is de vennootschap zelf bevoegd om deze onafhankelijke deskundigen aan te wijzen.

De waardebepaling wordt uitgewerkt in een schriftelijk rapport. Bij de waardebepaling wordt door de deskundigen rekening gehouden met contractuele en statutaire prijsbepalingsregels. Op basis van deze waardering stellen de deskundigen vervolgens de prijs vast. De benoeming van deskundigen kan achterwege blijven als uit contractuele of statutaire prijsbepalingsregels een eenduidige prijs kan worden bepaald.⁷

Ook voor de GOO was oorspronkelijk al een uittredingsrecht voorzien. In het ambtelijk voorontwerp van een regeling voor grensoverschrijdende omzetting uit 2014 was een uittredingsrecht opgenomen voor dezelfde categorieën aandeelhouders: de tegenstemmende aandeelhouders en de houders van stemrechtloze aandelen.⁸ Opmerkelijk

is dat de wetgever hierbij niet het stramen volgde dat net bij de Flex-BV was gekozen. In het voorstel werden een of meer onafhankelijke deskundigen benoemd door de Ondernemingskamer. Net als bij de GOF moesten deze deskundigen een schriftelijk bericht opstellen over de waardering. Echter, anders dan bij de GOF werd vervolgens de hoogte van de schadeloosstelling vastgesteld door de Ondernemingskamer. We hebben in de afgelopen jaren dus al drie verschillende prijsbepalingsprocedures voorbij zien komen. Het hierna te behandelen Voorontwerp komt weer met een nieuwe variant.

3. Besluitvormingsregels voor aandeelhouders in het Voorontwerp

De besluitvormingsregels voor een GOF-besluit zijn met het Voorontwerp strenger geworden dan voor een reguliere fusie (artikel 2:330 BW). Bij een reguliere fusie is een meerderheid van ten minste twee derden van de stemmen in de algemene vergadering vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal aanwezig of vertegenwoordigd is. Bij een GOF is een meerderheid van ten minste twee derden van de stemmen vereist indien het quorum lager is dan twee derden van het geplaatste kapitaal (artikel 2:333gb Voorontwerp). De verscherping van besluitvormingsregels bij de GOF betreft een vrijwillige keuze van de wetgever, waar ik overigens voorstander van ben, aangezien dit bijdraagt aan het draagvlak van de GOF.⁹ Bij de GOS en de GOO heeft de wetgever gemeend de strengere regels van de Vennootschapsrichtlijn te volgen en gelden dezelfde meerderheids- en quorumvereisten (artikel 2:334pp en 2:335h Voorontwerp). Dit berust volgens mij op een onjuiste lezing van de artikelen 86 nonies lid 3 en 160 nonies lid 3 Vennootschapsrichtlijn, die in alle gevallen, dus ook als de opkomst op de algemene vergadering hoger is dan twee derden van het geplaatste kapitaal, een meerderheid van ten minste twee derden van de stemmen voorschrijven. Het is wenselijk als de wetgever dit voor de GOS en de GOO repareert in het wetsvoorstel. Wat mij betreft brengt de wetgever ook de besluitvormingsregels voor de GOF daarmee in lijn, vanwege consistentie en vergroting van het draagvlak bij de besluitvorming. Bovendien wordt zo het potentieel aan uittrekkers verlaagd.

In aanvulling op deze besluitvormingsregels geldt er een besluitvormingsplafond. Onder het recht zoals dat geldt voorafgaand aan de implementatie is het mogelijk om unanimitieit en een 100%-quorum voor te schrijven voor een besluit tot fusie, en ook specifiek voor een GOF-besluit. Ook kan het zijn dat besluitvormingseisen voor fusie ontbreken, maar dat deze eisen gelden voor een besluit tot statutenwijziging, en daarmee tevens voor een besluit tot fusie (artikel 2:317 leden 3 en 4 BW). Conform de Mobiliteitsrichtlijn schuift artikel 2:333gb Voorontwerp strengere besluitvormingsregels terzijde door te bepalen dat als-

3 Vgl. P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Deventer: Kluwer 2010, par. 7.4.2.

4 De oorspronkelijke GOF-regeling was opgenomen in de Wet grensoverschrijdende fusies (Wgf). De Wgf trad in werking op 15 juli 2008 en beoogde de Tiende Richtlijn (Richtlijn 2005/56/EG) te implementeren.

5 Vgl. P.P. de Vries, 'Het uittredingsrecht voor aandeelhouders bij grensoverschrijdende omzetting, fusie en splitsing', *Ondernemingsrecht* 2020/41, par. 2.

6 *Kamerstukken II* 2011/12, 32426, nr. 25, p. 6.

7 Hier zien we de Hoffmann Beheer-regel terugkomen, die volgt uit HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Hoffmann Beheer*).

8 Kenbaar via: [https://www.internetconsultatie.nl/grensoverschrijdende_omzetting/details,geraadpleegd op 30 juni 2022](https://www.internetconsultatie.nl/grensoverschrijdende_omzetting/details,geraadpleegd%20op%2030%20juni%202022).

9 Zie nader P.P. de Vries 2020, par. 3.

dan heeft te gelden een meerderheid van 90% van de uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin ten minste 90% van het kapitaal aanwezig of vertegenwoordigd is. De ratio voor deze nieuwe regels is enerzijds het bewerkstelligen van een solide meerderheid voor de besluitvorming, en anderzijds het voorkomen dat drempels voor de besluitvorming te hoog worden gelegd.¹⁰ Bij de GOS en de GOO vinden we dit plafond ook terug (artikel 2:334pp respectievelijk artikel 2:335h Voorontwerp).

Zoals bij elke omzetting is bij een GOO een besluit tot statutenwijziging nodig. Artikel 2:231 lid 4 BW schrijft voor dat bij een besluit tot statutenwijziging dat specifiek afbreuk doet aan de rechten van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, goedkeuring van die groep aandeelhouders nodig is. Omdat de getroffen aandeelhouders reeds beschikken over het hierna te behandelen uittredingsrecht en het recht om de ruilverhouding te laten toetsen, heeft de wetgever ervoor gekozen om in artikel 2:335h lid 4 Voorontwerp het goedkeuringsrecht uit te sluiten.¹¹ Ook bij de GOS is om deze reden niet gekozen voor goedkeuring per groep aandeelhouders.¹²

Daarnaast schrijft artikel 2:226 lid 2 BW voor dat wijziging van de vergaderplaats van de algemene vergadering naar het buitenland slechts kan worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd en voor zover alle vergadergerechtigden met de statutenwijziging hebben ingestemd. Om geen onnodige belemmeringen op te werpen dient naar mijn mening deze bepaling bij een GOO buiten werking te worden gesteld. Daarnaast roept dit de vraag op waarom voor de wijziging van de vergaderplaats naar het buitenland de meest strenge eisen worden gesteld die denkbaar zijn, terwijl alle bepalingen van de statuten mogelijk fundamenteel gewijzigd kunnen worden in het kader van een GOO en daarbij beheerst worden door het recht van een andere lidstaat, waarbij minder strenge besluitvormingsregels kunnen gelden. Ook hier zou ik consistentie van besluitvormingsregels willen bepleiten, door artikel 2:226 lid 2 BW te wijzigen naar de snit van de GOO-besluitvormingsregels.

4. Het uittredingsrecht in het Voorontwerp: informatievoorziening

Het Voorontwerp brengt een aantal wijzigingen in de regeling van het uittredingsrecht bij de GOF en introduceert uittredingsrechten bij de GOO en GOS. Een eerste wijziging betreft de informatievoorziening. In het fusievoorstel dient een nadere omschrijving van de schadeloosstelling te worden gegeven (artikel 2:333d onderdeel f Voorontwerp). Allereerst betreft dit het bedrag per aandeel van de

door de vennootschap vastgestelde schadeloosstelling.¹³ Verder moet onder deze wat cryptische omschrijving volgens de minister worden verstaan een beschrijving van de waarderingmethode(n) en de eventuele moeilijkheden die zich daarbij hebben voorgedaan. Volgens de minister zou de toegevoegde waarde van opname van deze gegevens in het fusievoorstel liggen in het gevolg dat de gegevens met het fusievoorstel openbaar worden.¹⁴ Dit zal mogelijk het belang van schuldeisers dienen, zo neem ik aan. De aandeelhouders kunnen deze informatie al uit de toelichting halen.

De toelichting bij een GOF is uitgebreid met een onderdeel waarin het bestuur meer inzicht aan aandeelhouders dient te verschaffen over verschillende aspecten van de fusie. Het bestuur heeft daarbij de keuze tussen een gecombineerde toelichting voor aandeelhouders en werknemers, of twee afzonderlijke toelichtingen. In een toelichting moet aan de aandeelhouders worden uitgelegd welke waarderingmethode(n) zijn toegepast bij de vaststelling van de schadeloosstelling, of deze waarderingmethode(n) passend zijn, tot welke waarderingen deze methoden leiden, – indien er meerdere waarderingmethoden zijn toegepast – of het betrekkelijke gewicht in het maatschappelijke verkeer als aanvaardbaar kan worden beschouwd en welke bijzondere moeilijkheden zich hebben voorgedaan bij de waardering en de bepaling van de waarderingmethode(n) bij de schadeloosstelling (artikel 2:333f lid 1 Voorontwerp). Hierbij wordt vrij letterlijk de bewoording van het bekende artikel 2:327 BW gevolgd, zodat de uitleg in de toelichting ten aanzien van het uittredingsrecht zoveel mogelijk aansluit bij de uitleg van de ruilverhouding. Ook dient in de toelichting te worden ingegaan op de gevolgen van de fusie voor de aandeelhouders. Hierbij gaat het volgens de minister om een vergelijkingstabel waarin verschillen tussen rechten van aandeelhouders zijn opgenomen. Een alomvattende vergelijkingstabel lijkt daarbij niet vereist. De minister doelt daarmee met name op verschillen in "het stemrecht, het winstrecht, agenderingsrecht, mogelijkheden tot aantasting van besluiten, (specifieke) meerderheids- en quorumvoorschriften".¹⁵ Ik zou menen dat in deze vergelijking ten minste ook het voorkeursrecht, blokkeringsregelingen, het enquêterecht en de geschillenregeling zouden moeten worden betrokken, juist nu de rechtvaardiging van het uittredingsrecht onder andere lijkt te liggen in het ontbreken van het enquêterecht en de geschillenregeling in verschillende EU-lidstaten.¹⁶ De toelichting vermeldt tot slot de rechten en rechtsmiddelen van de aandeelhouders die volgen uit artikel 2:333h Voorontwerp, dat wil zeggen het uittredingsrecht en de procedure om de hoogte van de schadeloosstelling en de (hierna te behandelen) ruilverhouding te toetsen.

¹⁰ Concept-MvT, p. 31-32.

¹¹ Concept-MvT, p. 90-91.

¹² Concept-MvT, p. 62.

¹³ In de concept-MvT, p. 20, staat naar mijn mening ten onrechte dat de hoogte van de schadeloosstelling in het fusievoorstel door accountants wordt vastgesteld.

¹⁴ Concept-MvT, p. 20.

¹⁵ Concept-MvT, p. 23.

¹⁶ Vgl. P.P. de Vries 2010, par. 7.4.2.

Het bestuur mag zich de moeite besparen om een toelichting op te stellen indien de aandeelhouders van alle fuse-rende vennootschappen daarmee instemmen (artikel 2:333f lid 3 Voorontwerp). Ik lees de voorgestelde wet-tekst zo dat elke aandeelhouder hier dus voor kan gaan liggen.¹⁷ Deze uitleg volgt niet alleen uit de Mobiliteits-richtlijn, maar is ook consistent met de gedachte dat een aandeelhouder niet tegen zijn wil informatie mag worden onthouden waar hij in beginsel recht op heeft. Dit is een consistente regel in Boek 2 BW en zien we bijvoorbeeld ook terug in artikel 2:403 lid 1 sub b BW.

Een toelichting is evenmin nodig indien beide fuserende vennootschappen een enig aandeelhouder hebben (artikel 2:333f lid 8 Voorontwerp), althans van dit laatste ga ik uit, omdat in de voorgestelde tekst naar mijn mening per abuis ‘fuserende vennootschap’ staat.¹⁸ In dit kader kan worden opgemerkt dat de termijn voor inzage van de toe-lichting voor aandeelhouders is verlengd tot uiterlijk zes weken voor de datum waarop het besluit tot fusie wordt genomen (artikel 2:333f lid 6 Voorontwerp). Vrijwel de-zelfde voorschriften gelden ten aanzien van de toelichting van de GOS (artikel 2:334nn Voorontwerp) en de GOO (ar-tikel 2:335d Voorontwerp).

5. Het uittredingsrecht in het Voorontwerp: accountantsverklaring en accountantsverslag

Een accountantsverklaring ten aanzien van de volstor-tingsverklaring zoals bedoeld in artikel 2:328 lid 1 tweede volzin BW is niet langer nodig als een verkrijgende BV bij een GOF betrokken is. Deze ‘volstortingsverklaring’ is op grond van artikel 2:333g lid 2 Voorontwerp slechts nodig indien een verkrijgende NV of een verdwijnende NV bij een GOF betrokken is. Naar mijn mening zou ook een vrij-stelling moeten gelden voor een verdwijnende NV bij een GOF, nu een inbrengverklaring beoogt het kapitaal van een verkrijgende NV te beschermen, en niet dat van de ver-dwijnende NV. Als de NV verdwijnt bij een GOF, zal de verkrijgende vennootschap niet door Nederlands recht be-heerst worden, en lijkt me dit een – naar ik aanneem af-doende geregelde – aangelegenheid voor de inreislid-staat.¹⁹

Een nieuw onderdeel van de accountantsverklaring is dat de accountant dient te verklaren of de voorgestelde schadeloosstelling bij toepassing van het wettelijk uittredings-recht naar zijn mening redelijk is (artikel 2:333g lid 2 Voorontwerp). Bij deze beoordeling houdt de accountant rekening met de eventuele marktprijs van de aandelen in de verdwijnende vennootschap voorafgaand aan de aan-kondiging van het fusievoorstel. De accountant kan daar-

bij ook rekening houden met de waarde van de verdwij-nende vennootschap, exclusief de gevolgen van de voorgestelde fusie, zoals bepaald volgens algemeen aan-vaarde waarderingmethoden. Uit de toelichting blijkt dat de peildatum voor de waarde van de aandelen in het alge-meen ligt op de datum van het deponeren van het fusie-voorstel. De verwachte gevolgen van de fusie dienen niet in de waarde van de aandelen te worden verdisconteerd.²⁰ Een nadere duiding van waarderingmaatstaven in de uit-eindelijk MvT zou gewenst zijn, zoals ik eerder heb be-pleit.²¹

Naast het reeds bekende accountantsverslag waarin een oordeel wordt gegeven over de ruilverhouding, is nieuw dat de accountant ook verslag uitbrengt over de informa-tie van de schadeloosstelling in de toelichting en daar een oordeel over geeft (artikel 2:333g lid 3 Voorontwerp).

6. Het uittredingsrecht in het Voorontwerp: uittreding, waardering en prijsbepaling

De groep aandeelhouders die bij een *outbound*-GOF een beroep kan doen op het uittredingsrecht is dezelfde als voorheen: slechts de tegenstemmende aandeelhouder en de houder van een stemrechtloos aandeel zijn tot uittre-ding gerechtigd. Het is te betreuren dat de wetgever hier niet alleen de voorstemmende aandeelhouder uitsluit, maar ook de aandeelhouder die niet of blanco heeft ge-stemd, zich onthouden heeft van stemmen of een ongeldi-ge stem heeft uitgebracht. Deze keuze is niet consistent met andere uittredingsrechten die in Boek 2 BW zijn op-genomen.²² De Vennootschapsrichtlijn staat een verrui-ming bovendien niet in de weg.

Bij een *inbound*-GOF is het Nederlandse uittredingsrecht niet van toepassing, maar zal de lidstaat van vertrek een eigen pendant moeten hebben geïmplementeerd.

Artikel 126 bis lid 1 Vennootschapsrichtlijn biedt de mo-gelijkheid om voor te schrijven dat uiterlijk op de algeme-ne vergadering van de verdwijnende vennootschap een aandeelhouder zijn beroep op het uittredingsrecht laat documenteren. Het voordeel van dit documentatierecht is dat de vennootschap uiterlijk op de dag van de algemene vergadering zicht heeft op de groep van uittreders. In het Voorontwerp zien we dit documentatierecht helaas niet terug, en in de MvT daarbij wordt ook niet uitgelegd waar-om deze optie wordt genegeerd.²³

De aanmelding voor het uittredingsrecht kan plaatsvinden per e-mail. Hiervoor dient de verdwijnende vennootschap

17 Concept-MvT, p. 24, stelt expliciet dat alle aandeelhouders moeten in-stemmen.

18 Deze uitleg is consistent met de bewoording van artikel 2:333g lid 4 BW, waarin alle aandeelhouders van alle fuserende vennootschappen dienen in te stemmen met het achterwege laten van de accountantsverklaring en het accountantsverslag.

19 De toelichting is niet duidelijk in dit verband, zie concept-MvT, p. 27-28.

20 Concept-MvT, p. 28.

21 Ik zou voorstander zijn van een vergelijkbare derdenprijs (*comparable un-controlled price*), zonder minderheids- en illiquideitstekorting, zoals die ook lijkt te worden toegepast bij de uittredingsvordering (artikel 2:343 BW) en de uitkoopregeling; zie P.P. de Vries 2020, par. 6. Ook de Gecombi-neerde Commissie Vennootschapsrecht heeft in haar advies over het Voorontwerp in par. 30 gevraagd om nadere duiding.

22 Zie P.P. de Vries 2020, par. 4.

23 Meer hierover in P.P. de Vries 2020, par. 5. Ook Rensen en Exel zijn voor-stander van het documentatierecht, blijkens par. 4.9.1 van hun bijdrage in dit themanummer (*Ondernemingsrecht* 2022/61).

bij de GOF een e-mailadres kenbaar te maken (artikel 2:333h lid 1 Voorontwerp). Gelet op de voorgestelde wettekst veronderstel ik dat aanmelding door middel van een andersoortige kennisgeving dan via het bekendgemaakte e-mailadres niet mogelijk is, tenzij de vennootschap daarmee instemt, hetzij uitdrukkelijk, hetzij impliciet door uitvoering te geven aan het uitredingsrecht. Het is aan te bevelen om dit in de MvT bij het latere wetsontwerp te verduidelijken. Zoals dat onder het huidige recht al geldt, en conform de maximaal toelaatbare termijn onder de Mobiliteitsrichtlijn, dient de aanmelding plaats te vinden binnen een maand na de datum van het GOF-besluit van de verdwijnende vennootschap.

Het is naar mijn mening spijtig dat de minister niet heeft verduidelijkt of een aandeelhouder zijn uitredingsrecht voor al zijn aandelen – dan wel partieel – mag uitoefenen. Eerder heb ik bepleit dat beide opties mogelijk zouden moeten zijn.²⁴ Het zou de praktijk verder helpen als dit later in het wetgevingsproces verhelderd zou kunnen worden.²⁵ Ook zou het zinvol zijn om te verduidelijken in welke valuta de schadeloosstelling dient te worden voldaan.²⁶ De regels omtrent waardering en prijsvaststelling veranderen in de nieuwe opzet, omdat de huidige regels niet aan de eisen van artikel 126 bis Vennootschapsrichtlijn voldoen.²⁷ Als startpunt zijn het niet langer onafhankelijke deskundigen die de schadeloosstelling vaststellen en daarover verantwoording afleggen in de toelichting, maar is dat de vennootschap zelf. Zoals we hiervoor zagen, toetst een accountant de redelijkheid van de schadeloosstelling en brengt daarover verslag uit. De uitredende aandeelhouder die meent dat de voorgestelde schadeloosstelling niet redelijk is, heeft vervolgens de mogelijkheid om de voorgestelde schadeloosstelling te laten toetsen. Daartoe dient de uitredende aandeelhouder bij een *outbound*-GOF een verzoek in te dienen bij de voorzitter van de Ondernemingskamer binnen zes weken na het GOF-besluit van de verdwijnende vennootschap (artikel 2:333h lid 4 Voorontwerp). Een uitredende aandeelhouder bij een *inbound*-GOF zal zich moeten richten tot de instantie die is aangewezen onder het recht van de vertreklidstaat. Waarom de aandeelhouder die van zijn uitredingsrecht gebruikmaakt binnen de maximale termijn van een maand (lid 1) vervolgens nog twee weken de gelegenheid wordt gegeven om een toetsingsprocedure voor de schadeloosstelling te initiëren is mij niet duidelijk, want dit wordt niet door de minister uitgelegd. Ter bevordering van een spoedig proces, wat naar mijn mening in het voordeel van de vennootschap en de aandeelhouder kan zijn, zou ik een

termijn van vier weken willen bepleiten.²⁸ De Vennootschapsrichtlijn staat aan deze verkorting niet in de weg. De keuze van de wetgever voor de (voorzitter van de) Ondernemingskamer als gespecialiseerde rechter in waarderingsgeschillen juich ik toe.²⁹ De taak van de rechter in het Voorontwerp houdt echter niet meer in dan de benoeming van een of meer onafhankelijke deskundigen. Daarbij zij opgemerkt dat de voorzitter in zijn beschikking nadere procedurevoorschriften kan opnemen, maar daartoe niet verplicht is.³⁰ De artikelen 2:351 en 352 BW zijn van overeenkomstige toepassing.

De onafhankelijke deskundigen hebben de taak om de schadeloosstelling opnieuw te bepalen. Bij de waardebeoordeling wordt door de deskundigen rekening gehouden met contractuele en statutaire prijsbepalingsregels. Spijtig genoeg zien we de praktische Hoffmann Beheer-regel niet terug in het Voorontwerp.³¹ In het Voorontwerp wordt niet ingegaan op de situatie van de GOF in het kader van een openbaar bod. Bij uitstek zal dit de situatie zijn waarin de nieuwe toetsingsprocedures in de toekomst zullen worden getest. Eerder wees ik op het fenomeen dat de GOF regelmatig wordt gebruikt als *prewired back-end*-herstructurering.³² Daarbij deed ik de aanbeveling om in dit kader met een niet-weerlegbaar vermoeden te werken naar analogie van jurisprudentie in de uitkoopprocedure.³³ In de praktijk wordt dit doorgaans opgelost door vooraf in de statuten een prijsbepalingsregeling op te nemen. Waterdicht lijkt deze oplossing niet te zijn, vanwege het op verschillende plekken in Boek 2 BW terugkomende vereiste dat een aandeelhouder niet is een gebonden aan een prijsbepalingsregel waarmee hij niet heeft ingestemd. De taak om de schadeloosstelling *opnieuw* te bepalen hebben de deskundigen op grond van de letterlijke tekst, zelfs als de eerder voorgestelde schadeloosstelling naar hun oordeel redelijk is en er dus geen noodzaak is om een nieuwe schadeloosstelling te bepalen. Een dergelijke niet-noodzakelijke vaststelling lijkt mij overbodig en ook niet in overeenstemming met artikel 126 bis lid 4 Vennootschapsrichtlijn. Deze laatste bepaling gaat er juist van uit dat de oorspronkelijke schadeloosstelling in stand blijft, maar dat de onafhankelijke deskundigen een aanvullende geldelijke vergoeding kunnen toekennen. Nu het slechts kan gaan om een aanvullende geldelijke vergoe-

²⁴ Vgl. P.P. de Vries 2020, par. 8.

²⁵ Ook in de consultatiereactie van Baker McKenzie wordt gevraagd om hier nader op in te gaan. Van Veen, die hieraan meeschoof, heeft eerder in W.J.M. van Veen & M.P. Bongard, *Grensoverschrijdende fusies*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 2.5.4 (b) bepleit dat het uitredingsrecht slechts integraal kan worden uitgeoefend. In deze consultatiereactie wordt – naar mijn mening terecht – ook om opheldering van een aantal andere praktische vraagstukken verzocht.

²⁶ Vgl. P.P. de Vries 2020, par. 7.

²⁷ Concept-MvT, p. 33.

²⁸ Evenzo de reactie op het Voorontwerp van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, par. 31; ook Rensen en Exel, par. 4.9.2.

²⁹ Eerder heb ik mijn voorkeur al uitgesproken voor toetsing van de schadeloosstelling bij de Ondernemingskamer, zie P.P. de Vries 2020, par. 9.

³⁰ Concept-MvT, p. 34.

³¹ Zie hierover par. 3 en voetnoot 7.

³² Met een geslaagd openbaar bod zal het doorgaans niet lukken om het volledige aandelenkapitaal te verkrijgen en zullen daarna (*at the back-end*) teneinde volledige controle te verwerven een of meer in het biedbericht aangekondigde (*prewired*) herstructureringsmaatregelen worden doorgevoerd.

³³ Vgl. P.P. de Vries 2020, par. 6. Voorbeelden uit het recente verleden waarin een geslaagd overnamebod op een Nederlandse target werd gevolgd door een *outbound*-GOF zijn de overnames door Klépierre van Corio, door Stryker van Wright Medical en door Thoma Bravo van Talend. Bij de laatste twee GOF's was de auteur als adviseur aan de biederskant betrokken.

ding, lijkt volgens de Vennoetschapsrichtlijn een neerwaartse bijstelling van het bedrag van de schadeloosstelling niet mogelijk. Naar mijn mening zou de wettekst hier het stramien van de Mobiliteitsrichtlijn moeten volgen.³⁴ Hoewel de tekst van artikel 2:333h Voorontwerp niet meer rept over een schriftelijk bericht, maar het bericht wel noemt, kan het naar mijn mening niet anders zijn dan dat het waarderingsrapport van de onafhankelijke deskundigen schriftelijk dient te zijn, mede met het oog op artikel 2:351 lid 4 BW. Ten aanzien van artikel 2:352 BW merk ik op dat de aansluiting met de voorgestelde opzet van artikel 2:333h Voorontwerp niet helemaal goed gaat, aangezien hier een rol voor de voorzitter van de Ondernemingskamer lijkt te zijn weggelegd en niet voor de rechter-commissaris. De bepaling dat het bericht op het kantoor van de vennootschap dient te worden neergelegd ter inzage van de aandeelhouders (artikel 2:333h lid 2 BW juncto artikel 2:314 lid 2 BW) is in artikel 2:333h Voorontwerp geschrapt, overigens zonder enige toelichting. Deze keuze begrijp ik niet goed. Voor de transparantie en verantwoording aan de aandeelhouders zou ik aannemen dat de aandeelhouders een redelijk belang bij de openbaarmaking hebben. Het gaat hierbij niet om een mogelijk diffamerend verslag uit een enquêteprocedure. Ik zou dan ook heropname van de openbaarmakingsplicht jegens aandeelhouders willen bepleiten.

De bepaling van de schadeloosstelling door de onafhankelijke deskundige(n) heeft *erga omnes*-werking voor alle aandeelhouders van aandelen van dezelfde soort of aanduiding, mits zij een uittredingsverzoek hebben gedaan. Deze bepaling heeft als doel mogelijke strijd met het gelijkheidsbeginsel te mitigeren.³⁵ Zoals volgt uit de artikelen 2:92 en 2:201 BW dient de vennootschap aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze te behandelen. Door de *erga omnes*-werking kunnen alle verzoeken in één procedure worden afgedaan, wat mij vanuit het belang van de vennootschap (en overigens ook de Ondernemingskamer) meer aantrekkelijk lijkt dan een veelvoud aan procedures.

Overigens neem ik aan dat de kosten van de deskundigen moeten worden gedragen door de vennootschap en niet door de verzoekende aandeelhouders. Het Voorontwerp zwijgt hierover.

De uittredende aandeelhouders krijgen geen aandelen toegekend in de verkrijgende vennootschap bij een GOF. De aandelen van de uittredende aandeelhouders vervallen op het moment dat de fusie van kracht wordt (artikel 2:333h lid 2, na vernummering in het Voorontwerp).

Een lopende procedure tot toetsing van de schadeloosstelling door onafhankelijke deskundigen staat de afgifte van een uitreisattest door een notaris ter zake van een GOF niet in de weg, mits er in de besluitvorming in is voorzien

dat de verkrijgende vennootschap de schadeloosstelling zal voldoen (artikel 2:333i lid 5 Voorontwerp). Voor de *outbound*-GOF is bepaald dat de verkrijgende (buitenlandse) vennootschap binnen twee maanden na het van kracht worden van de fusie de schadeloosstelling dient te voldoen. Naar mijn mening is de Vennoetschapsrichtlijn hier onjuist verwerkt. De verkrijgende vennootschap bij een *outbound*-GOF is niet aan Boek 2 BW gebonden, terwijl het omgekeerde het geval is bij een *inbound*-GOF. Voor de *inbound*-GOF ontbreekt een dergelijke bepaling. Het lijkt mij wenselijk om dit in het aankomende wetsvoorstel te verbeteren.

De notaris zal de afschriften van de besluitvorming moeten ontvangen en summier moeten beoordelen voorafgaand aan de afgifte van het uitreisattest.³⁶ Hetzelfde geldt als de schadeloosstelling reeds is betaald, waarbij een mogelijke procedure tot vaststelling van de schadeloosstelling door onafhankelijke deskundigen is afgerond. Het is ook mogelijk dat er geen procedure is ingesteld en deze ook niet meer kan worden ingesteld door het verloop van de termijn van zes weken.³⁷ In de praktijk zal men doorgaans voor de snelste oplossing kiezen. Dat zal de erkenning van de aanspraak in de besluitvorming van de verkrijgende vennootschap zijn. De hiervoor genoemde betalingstermijn van twee maanden voor de schadeloosstelling is de maximale termijn onder de Vennoetschapsrichtlijn. De keuze van de wetgever voor de maximale termijn is naar mijn mening wenselijk, omdat de verkrijgende vennootschap geconfronteerd kan worden met een hogere schadeloosstelling. Voor het vrijmaken van eigen vermogen of het aantrekken van de financiering daarvan heeft de verkrijgende vennootschap mogelijk tijd nodig.

Het bovenstaande is ook grotendeels van toepassing op de GOS en GOO, waarbij de volgende verschillen relevant zijn. Allereerst geldt het uittredingsrecht bij de GOS alleen ten aanzien van aandelen die in een buitenlandse verkrijgende vennootschap worden toegekend, maar niet ten aanzien van aandelen in een Nederlandse verkrijgende vennootschap of aandelen in de splitsende vennootschap indien deze vennootschap na splitsing zal voortbestaan (artikel 2:334qq lid 1 Voorontwerp). Dit is wat mij betreft een logische keuze.³⁸ Hierdoor ziet de schadeloosstelling bij de GOS niet op het vervallen van aandelen (zoals bij de GOF en GOO), maar op het niet-toekennen van aandelen in een buitenlandse vennootschap. Hiervoor geldt dezelfde rationale als uitgelegd in par. 2, die niet geldt in de situatie waarbij aandelen in een Nederlandse vennootschap worden toegekend.³⁹ Om te kwalificeren moet de aandeelhouder tegen het voorstel tot de GOS hebben gestemd of

34 Ook in de reactie op het Voorontwerp van De Brauw Blackstone Westbroek N.V., p. 3 en 4, en door Rensen en Exel in par. 4.9.2 wordt gesignaleerd dat een neerwaartse bijstelling niet richtlijnconform is.

35 Concept-MvT, p. 34.

36 Voor een uitgebreide uiteenzetting van het onderzoek door de notaris verwijs ik naar de bijdrage van Van Eck en Rehr in dit themanummer (*Ondernemingsrecht* 2022/66).

37 De voorzitter van de Ondernemingskamer zou formeel moeten kunnen bevestigen dat geen verzoek is ingediend. Ik ondersteun dan ook de door Van Eck en Rehr in par. 3.2.2 bepleite akte van non-verzet.

38 Zie verder hierover P.P. de Vries 2020, par. 4.

39 Zie in dit verband ook concept-MvT, p. 63.

houder van stemrechtloze aandelen zijn. Ook hierbij zou een ruimere kwalificatie gewenst zijn.

7. De toetsing van de ruilverhouding voorafgaand aan de implementatie van de Mobiliteitsrichtlijn

De aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap bij een GOF worden als gevolg van de fusie aandeelhouders van de verkrijgende vennootschap. Aangezien de verkrijgende vennootschap reeds aandeelhouders heeft, dient te worden berekend voor welk deel de nieuwe aandeelhouders zullen participeren in de verkrijgende vennootschap in verhouding tot de bestaande aandeelhouders. Het uitgangspunt daarbij is dat de onderliggende economische waarde voor elk van de aandeelhouders gelijk blijft. De ruilverhouding bepaalt hoeveel aandelen in de verkrijgende vennootschap een aandeelhouder zal worden toegekend ter compensatie van de door hem gehouden aandelen in de verdwijnende vennootschap die zullen vervallen. Deze ruilverhouding moet in het fusievoorstel worden vermeld (artikel 2:326 BW). Een door de vennootschap benoemde accountant moet verklaren of de voorgestelde ruilverhouding van de aandelen, mede gelet op de fusie-documentatie, naar zijn oordeel redelijk is (artikel 2:328 BW). Voorts moet in de toelichting onder andere worden uitgewerkt welke waarderingsmethoden zijn toegepast, of deze waarderingsmethoden passend zijn en tot welke waarderingsmethoden deze leiden (artikel 2:327 BW). Over de inhoud van de toelichting dient de benoemde accountant zijn oordeel te geven in een verslag. Aandeelhouders van de fuserende vennootschappen hebben recht tot inzage van de publieke stukken (fusievoorstel en bijlagen, waaronder de accountantsverklaring) en de niet-publieke stukken (toelichting en bijlagen, waaronder het verslag van de accountant) gedurende de verzetstermijn alsmede tot en met zes maanden na het tijdstip van de fusie.

Er is onder het Nederlandse recht (nog) geen gerechtelijke procedure waarin aandeelhouders kunnen vragen om de ruilverhouding te toetsen. EU-lidstaten zoals Duitsland en Oostenrijk kennen deze procedure al vele jaren. In § 15 van het Duitse Umwandlungsgesetz (UmwG) is de mogelijkheid opgenomen om aan de rechter een toetsing van de ruilverhouding te verzoeken. In deze procedure kan de rechter de verkrijgende vennootschap veroordelen aan de aandeelhouders een bijbetaling te doen in geld. De mogelijkheid om extra aandelen toe te kennen is uitgesloten. De veroordeling tot bijbetaling in contanten gaat pas in nadat de fusie is geëffectueerd en dient door de verkrijgende vennootschap te worden betaald.

Een mogelijke complicatie kan zich voordoen bij een GOF waarbij een Duitse of Oostenrijkse verdwijnende vennootschap en een Nederlandse verkrijgende vennootschap zijn betrokken. Indien een toetsingsprocedure is gestart, dient de vraag zich aan of deze procedure voorafgaand aan de GOF moet worden afgerond voordat de aangewezen instantie in Duitsland of Oostenrijk een uitreisattest

kan afgeven. Hierbij voorzag de Tiende Richtlijn in een oplossing door te bepalen dat, wanneer de fuserende vennootschappen de mogelijkheid van een gerechtelijke procedure voor toetsing van de ruilverhouding uitdrukkelijk aanvaarden, een lopende procedure niet in de weg staat aan de afgifte van een uitreiscertificaat.⁴⁰ Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat de minister het destijds niet nodig vond om deze regel te implementeren, omdat de betrokken Nederlandse vennootschap vrijwillig het nodige gevolg hieraan zou kunnen geven.⁴¹

8. De ruilverhouding in het Voorontwerp: informatievoorziening, accountantsverklaring en accountantsverslag en toetsing van de ruilverhouding

De uitleg in de toelichting van het bestuur ten aanzien van de ruilverhouding, zoals we die kennen in artikel 2:327 BW, blijft onveranderd. Zoals eerder aangegeven is de toelichting voor de aandeelhouders niet vereist als alle aandeelhouders van alle fuserende vennootschappen daarmee instemmen (artikel 2:333f lid 3 Voorontwerp) en als beide fuserende vennootschappen een enig aandeelhouder hebben (artikel 2:333f lid 8 Voorontwerp). Ten aanzien van de ruilverhouding gelden met betrekking tot de accountantsverklaring en het accountantsverslag geen nieuwe wijzigingen.

De procedure voor het toetsen van de ruilverhouding staat ter beschikking van aandeelhouders van de fuserende vennootschappen die geen gebruik kunnen maken van het uitredingsrecht (artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp). Dit betreft de aandeelhouders die ten gunste van het besluit tot fusie hebben gestemd, zich hebben onthouden of blanco hebben gestemd. De procedure staat ook open voor de aandeelhouders die het uitredingsrecht hadden kunnen inroepen, maar dat niet hebben gedaan. De procedure staat tot slot open voor aandeelhouders in de verkrijgende (buitenlandse) vennootschap in de GOF, zo volgt uit de letterlijke tekst van artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp.⁴² Aan aandeelhouders in de verkrijgende vennootschap van de GOF worden weliswaar in het kader van de fusie geen

⁴⁰ Artikel 10 lid 3 Tiende Richtlijn. Als spiegelbeeld is de Duitse toetsingsprocedure slechts van toepassing als de niet-Duitse vennootschappen de mogelijkheid van een gerechtelijke toetsingsprocedure uitdrukkelijk aanvaarden als onderdeel van het fusiebesluit (§ 122h UmwG). Vanuit strategisch oogpunt zullen de fuserende vennootschappen bijna altijd deze keuze maken. Doen zij dat niet, dan lopen zij de kans dat de besluitvorming bij de Duitse (verdwijnende) vennootschap in een vernietigingsprocedure (*Anfechtungsklage*) kan worden getoetst, waarbij ook de ruilverhouding en de hoogte van de schadeloosstelling onderdeel van de toetsing zijn (§ 122k UmwG). Deze procedure duurt al gauw een aantal jaren, en staat in de weg aan de afgifte van het uitreiscertificaat. Daarbij bestaat de mogelijkheid van een spoedprocedure (*Freigabeverfahren*) van enkele maanden, waarbij het gerechtshof de klachten over de ruilverhouding en schadeloosstelling terzijde kan stellen indien er tevens een toetsingsprocedure ter beschikking staat (§§ 122k (1) 2, 16 (2) en (3) UmwG).

⁴¹ *Kamerstukken I 2007/08, 30929, nr. C, p. 8*. Naar mijn mening terecht kritisch hierover: W.J.M. van Veen, *GS Rechtspersonen*, artikel 2:333h BW, aant. 4.3, 2020 en daar aangehaalde literatuur.

⁴² Evenzo de concept-MVT, p. 34.

nieuwe aandelen toegekend, maar de toekenning van aandelen aan de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap heeft direct invloed op de waarde van hun aandelen. Vanuit dit oogpunt lijkt het een verklaarbare keuze dat deze aandeelhouders de ruilverhouding kunnen laten toetsen.

Volgens de concept-MvT zou er ook een procedure voor toetsing van de ruilverhouding openstaan voor aandeelhouders in een Nederlandse verkrijgende vennootschap, te weten bij een *inbound*-GOF.⁴³ Dit is naar mijn mening slecht in te passen in de opzet van de regeling zoals de Mobiliteitsrichtlijn die beoogt. In de opzet van de Mobiliteitsrichtlijn wordt deze procedure juist beheerst door het recht van de vertrekstaat, omdat het doorgaans de aandeelhouders uit de vertrekstaat zijn die een procedure voor toetsing van de schadeloosstelling of de ruilverhouding zullen willen starten.⁴⁴ Bovendien ontstaat daarmee het risico van parallelle procedures in de vertrekstaat en de aankomststaat, waarvan de uitkomst verschillend kan zijn, en waarbij er geen interstatelijke rechter lijkt te zijn die een uiteindelijk oordeel kan vellen. Deze ommissie zal dan ook naar mijn mening moeten worden verholpen. Ook aandeelhouders die weliswaar tegen het besluit tot fusie hebben gestemd maar geen gebruik hebben gemaakt van het uitredingsrecht, hebben de mogelijkheid om de ruilverhouding te laten toetsen. Aandeelhouders die gebruikmaken van het uitredingsrecht hebben deze mogelijkheid niet (artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp). Dit laatste lijkt een logische keuze, omdat de ruilverhouding voor hen niet relevant is, aangezien zij geen aandelen in de verkrijgende vennootschap in de GOF krijgen toegekend.

Net als bij de toetsing van de schadeloosstelling kunnen bevoegde aandeelhouders de voorzitter van de Ondernemingskamer verzoeken om de benoeming van een of meer onafhankelijke deskundigen (artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp). Ook hier laat het Voorontwerp in het midden wie de – niet verwaarloosbare – kosten van de deskundigen zal betalen. De onafhankelijke deskundigen stellen de ruilverhouding opnieuw vast. Ook hier wordt in het Voorontwerp een nieuwe vaststelling voorgeschreven, ook al zijn de onafhankelijke deskundigen van oordeel dat de initieel voorgestelde ruilverhouding redelijk is. Mijns inziens dient de tekst aangepast te worden, zodat de onafhankelijke deskundigen conform artikel 126 bis lid 6 Mobiliteitsrichtlijn slechts een bijbetaling in geld kunnen vaststellen, en de oorspronkelijke ruilverhouding in stand laten.

Bij de toetsing van de ruilverhouding dienen de onafhankelijke deskundigen weer acht te slaan op contractuele en statutaire prijsbepalingsregels en een schriftelijk verslag voor te bereiden. Artikel 2:351 en 2:352 BW zijn van overeenkomstige toepassing en in dit verband verwijs ik naar mijn opmerkingen hiervoor. De wetgever heeft voorts gebruikgemaakt van de richtlijnoptie om *erga omnes*-werking

te verbinden aan de hernieuwde vaststelling van de ruilverhouding. De vaststelling geldt als bindend voor de verkrijgende vennootschap en alle houders van aandelen van dezelfde soort of aanduiding die niet voor het uitredingsrecht kwalificeren of daarvan geen gebruik hebben gemaakt. Ook hierdoor wordt een mogelijke vloed aan procedures voorkomen. De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, alsmede Rensen en Exel hebben in dit verband kritisch opgemerkt dat een ruilverhouding die op losse schroeven staat weinig aantrekkelijk is voor een fuserende vennootschap.⁴⁵ Dit lijkt me op zichzelf terecht, maar kan gerelativeerd worden, aangezien de mogelijkheid om een bindend advies te vernietigen marginaal is en de aanmeldingstermijn voor een toetsingsprocedure zes weken is. Bovendien zou dit euvel opgelost kunnen worden door niet de ruilverhouding opnieuw te laten vaststellen, maar de procedure te laten uitmonden in een bijbetaling.

Het verzoek tot toetsing van de ruilverhouding moet binnen zes weken na de datum van het besluit tot fusie worden ingediend. Net als in par. 6 zou ik hier een termijn van vier weken willen bepleiten. Verkorting van de procedure tot vier weken levert wel een potentieel probleem op. Aangezien een tegenstemmende aandeelhouder slechts bevoegd is als hij geen gebruik maakt van zijn uitredingsrecht, dient eerst de termijn van een maand voor het indienen van een uitredingsverzoek te worden afgewacht (artikel 2:333h lid 1 Voorontwerp) voordat hij kan verzoeken om toetsing van de ruilverhouding. Het lijkt mij goed mogelijk dat het verzoek tot toetsing van de ruilverhouding eerder in behandeling wordt genomen als de tegenstemmende aandeelhouder onvoorwaardelijk en onherroepelijk afstand heeft gedaan van zijn uitredingsrecht. In dat geval levert verkorting van de termijn geen probleem op. Indien de wetgever deze keuze overneemt, zou het goed zijn om dit in de MvT nader te verduidelijken.

Een lopende procedure tot toetsing van de ruilverhouding staat de afgifte van een uitreisattest door een notaris ter zake van een GOF niet in de weg. Anders dan bij toetsing van de schadeloosstelling hoeft van de mogelijke aansprakelijkheid door de verkrijgende vennootschap niet uit de besluitvorming te blijken. Uit artikel 126 bis lid 6 Mobiliteitsrichtlijn volgt echter wel dat de verkrijgende vennootschap bij een GOF gebonden dient te zijn aan de uitkomst van de toetsing van de ruilverhouding door onafhankelijke deskundigen. Hierin dient de nationale wetgeving dus te voorzien. Bij een *outbound*-GOF is de aankomststaat en bij een *inbound*-GOF is de Nederlandse wetgever hiervoor verantwoordelijk. De huidige opzet van artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp is naar mijn mening onduidelijk, omdat deze slechts een regeling voor de *outbound*-GOF lijkt in te houden. De regeling zou er expliciet in moeten voorzien dat bij een *inbound*-GOF de ruilverhouding die door de in de vertrekstaat aangewezen instantie wordt bepaald (dan wel, wat meer voor de

43 Concept-MvT, p. 34.

44 Artikel 126 bis lid 6 Mobiliteitsrichtlijn.

45 Zie het advies van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, par. 33, en Rensen en Exel, par. 4.9.2.

hand ligt: de door de buitenlandse instantie vastgestelde bijbetaling), bindend is voor de verkrijgende (Nederlandse) vennootschap en de relevante aandeelhouders die bevoegd waren een verzoek tot toetsing van de ruilverhouding te initiëren (artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp). De uitkomst van de procedure zou dan een *erga omnes*-effect naar Nederlands recht moeten hebben.

Uit de nieuw vastgestelde ruilverhouding kan volgen dat de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap gecompenseerd moeten worden door een bijbetaling. Deze bijbetaling moet door de verkrijgende vennootschap worden voldaan. Artikel 2:333h lid 5 Voorontwerp geeft aan de te compenseren aandeelhouders de keuze om te worden betaald in geld, dan wel door toekenning van aanvullende aandelen door de verkrijgende vennootschap. Het bieden van de mogelijkheid van een keuze voor aanvullende aandelen is een optie onder de Vennootschapsrichtlijn waar de Nederlandse wetgever gebruik van heeft gemaakt. De Mobiliteitsrichtlijn stelt niet de eis dat de aandeelhouders deze keuze moeten maken en laat deze keuze dus ook aan de vennootschap, althans aan de nationale wetgever om hierbij een keuze te maken. Naar mijn mening is het laten van de keuze aan de aandeelhouders onwenselijk en zou deze keuze bij de vennootschap moeten liggen. De vennootschap zou moeten kunnen voorkomen dat er vermogen uit de vennootschap vloeit. Ik zou menen dat het bestuur van de vennootschap de keuze voor betaling in aandelen zou moeten maken indien het bestuur weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de betaling in geld niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. Hiervoor zou een vergelijkbare maatstaf moeten gelden als bij een uitkering als bedoeld in artikel 2:216 BW. Zo is bij de Duitse implementatie vooralsnog gekozen voor het laten van de keuze aan de vennootschap en niet aan de aandeelhouders, zie § 72a UmwG-E in het Duitse voorontwerp (*Referentenentwurf*).⁴⁶ In laatstgenoemd voorontwerp wordt mijns inziens terecht gewezen op een enigszins onvoorspelbaar risico op een vermogensonttrekking. De toetsing van de ruilverhouding bij de GOS sluit grotendeels aan bij die van de GOF. Evenals bij de GOF kan bij de GOS de aandeelhouder die gebruikmaakt van het uittredingsrecht de ruilverhouding niet laten toetsen. Opmerkelijk is wel dat in de concept-MvT is vermeld dat een aandeelhouder die gebruikmaakt van het uittredingsrecht wel bevoegd is om de ruilverhouding te laten toetsen van

de aandelen die worden toegekend door een Nederlandse verkrijgende vennootschap bij een GOS.⁴⁷ Er kan immers bij een *outbound*-GOS naast een verkrijgende vennootschap uit een andere lidstaat ook een verkrijgende vennootschap uit Nederland zijn. Daar ben ik het op zichzelf mee eens, maar dit is niet tot uitdrukking gekomen in de voorgestelde wettekst.

Tot slot, aangezien er bij een GOO geen ruilverhouding wordt vastgesteld, bestaat ten aanzien van de GOO geen toetsingsprocedure.

9. Toetsing van de schadeloosstelling en de ruilverhouding door de rechter?

De Vennootschapsrichtlijn schrijft voor dat de nationale wetgevers voorzien in procedures waarin de hoogte van de schadeloosstelling en de ruilverhouding kan worden getoetst. Het kan daarbij gaan om "bevoegde bestuurlijke of rechterlijke instanties of krachtens het nationale recht gemachtigde instanties, met inbegrip van scheidsgerechten".⁴⁸ We zagen hiervoor dat in het Voorontwerp is gekozen voor een centrale rol voor een of meer onafhankelijke deskundigen. De rol van de voorzitter van de Ondernemingskamer is beperkt tot de benoeming en als breekijzer met de bevoegdheden in de artikelen 2:351 en 352 BW om het waarderingsonderzoek te faciliteren. De hernieuwde vaststelling van de schadeloosstelling en ruilverhouding vindt niet plaats door een rechter, maar door de onafhankelijke deskundigen. De onafhankelijke deskundigen fungeren daarbij als scheidsgerecht: zij voeren de waardering uit en stellen de uiteindelijke schadeloosstelling en ruilverhouding bindend vast voor de betrokken partijen. Het gaat hierbij om een bindend advies. Een bindend advies kan slechts in rechte vernietigd worden als het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn wegens de inhoud daarvan of de wijze van totstandkoming (artikel 7:904 BW).⁴⁹ Dit is een strenge maatstaf waarbij op de aandeelhouder een zware stelplicht rust.

Het is de vraag of met de keuze voor bindend advies de Nederlandse wetgever de ondergrens van de Mobiliteitsrichtlijn heeft gehaald. Volgens de Minister voor Rechtsbescherming ligt een zwaardere rechterlijke tussenkomst dan is opgenomen in het Voorontwerp niet voor de hand. De minister merkt op dat voorafgaand aan de toetsing een accountant in de voorbereidende fase de redelijkheid van de hoogte van de schadeloosstelling en de ruilverhouding heeft beoordeeld.⁵⁰ Ik ben het met de minister eens dat een dubbele toetsing door onafhankelijke deskundigen in

⁴⁶ Kenbaar via:

https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Umsetzung_Umwandlungsrichtlinie.html, geraadpleegd op 30 juni 2022. Dit wordt op p. 63 als volgt toegelicht: "Diese potentiellen Zuzahlungsansprüche führen für die übernehmende Aktiengesellschaft zum Risiko eines Liquiditätsabflusses in ungewisser Höhe. Gemäß § 72a UmwG-E soll der übernehmenden Aktiengesellschaft die Möglichkeit eröffnet werden, ein angemessenes Umtauschverhältnis durch Gewährung zusätzlicher Aktien anstellebarer Zuzahlung herzustellen. Auf diese Weise kann für den Fall, dass sich das Umtauschverhältnis nach den Feststellungen des für das Spruchverfahren zuständigen Gerichts als nicht angemessen herausstellen sollte, das Risiko einer ungewissen Liquiditätsbelastung begrenzt werden."

⁴⁷ Concept-MvT, p. 65. Hier wordt ook gesproken over toetsing van de ruilverhouding van de aandelen die worden behouden in de splitsende vennootschap. Ik kan niet helemaal doorgronden wat hiermee wordt bedoeld, aangezien de ruilverhouding doorgaans ziet op door verkrijgende vennootschappen toe te kennen aandelen.

⁴⁸ Overwegingen 20 en 21 van de Considerans van de Mobiliteitsrichtlijn.

⁴⁹ Zie nader Asser/*Van Schaick* 7-VIII 2018/163; S. Nijhuis & P.P. de Vries, 'De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen', *WPNR* 2014/7031, par. 9.

⁵⁰ Concept-MvT, p. 10/11.

zijn algemeenheid zou moeten leiden tot een redelijk zorgvuldig waarderingsproces. Daarnaast wijst de minister ook op de kosten, de tijd en de belasting van de rechterlijke macht die met een inhoudelijke beoordeling gemoeid zullen zijn. Dit argument is volgens mij alleen relevant als de Mobiliteitsrichtlijn en verdere EU-regelgeving niet tot een zwaardere procedure zouden nopen.

Aan de verzoekende aandeelhouder wordt niet de gelegenheid geboden om tijdens de procedure opmerkingen over het eerdere deskundigenrapport in te brengen of andere opmerkingen te maken, of al eerder in het proces aan de voorzitter van de Ondernemingskamer mee te geven.⁵¹ Voorts dienen volgens considerans 20 van de Mobiliteitsrichtlijn andere aandeelhouders de mogelijkheid te krijgen om zich in de procedure voor de vaststelling van de schadeloosstelling te kunnen voegen. Nu de procedure van het Voorontwerp niet in voeging voorziet, wat veronderstelt dat zij ook iets in te brengen hebben in deze procedure (het *erga omnes*-effect is immers elders voorgeschreven), voldoet het in dit opzicht naar mijn mening niet.

In het licht van artikel 6 EVRM en artikel 1 Eerste Protocol bij het EVRM lijkt een meer permanente rechterlijke instantie niet slechts gewenst, maar tevens noodzakelijk. Artikel 6 EVRM schrijft voor: "Bij het vaststellen van (...) burgerlijke rechten en verplichtingen (...) heeft een ieder recht op een eerlijke en openbare behandeling van zijn zaak, binnen een redelijke termijn, door een onafhankelijk en onpartijdig gerecht dat bij de wet is ingesteld." De onafhankelijke deskundigen die bindend de schadeloosstelling en ruilverhouding vaststellen zijn niet bij maar krachtens de wet benoemd, en zijn bovendien *ad hoc* benoemd. Er is geen continuïteit en samenhang bij deze vaststellingen waarvoor elke keer (mogelijk) andere deskundigen worden aangewezen, de vaststellingen zijn niet openbaar inzichtelijk, er is geen tegenspraak mogelijk en jurisprudentie zal ontbreken.⁵² Gelet op het voorgaande zou ik willen bepleiten dat de schadeloosstelling en ruilverhouding door een rechterlijke instantie worden vastgesteld, bij voorkeur de Ondernemingskamer.

Op het moment van schrijven is de Mobiliteitsrichtlijn in geen enkele EU-lidstaat volledig geïmplementeerd.⁵³ Hoewel ik weinig zicht heb op de manier waarop de vaststelling van de schadeloosstelling en ruilverhouding zal worden geadresseerd door de verschillende EU-wetgevers, is inmiddels bekend dat Duitsland (§ 34 UmwG resp. § 15.1 UmwG-E) en Zweden (§ 54, § 55 en § 56 van het Zweedse

wetsontwerp)⁵⁴ de procedure zullen beleggen bij een rechterlijke instantie. Ook de Ierse Company Law Review Group, een wettelijke ingestelde adviescommissie, gaat voor de Ierse implementatie uit van een rechterlijke instantie.⁵⁵

Daargelaten de vraag of de wetgever de in het Voorontwerp opgenomen procedure handhaaft of daar een gerechtelijke procedure van maakt, bestaat er een mogelijk risico op oneigenlijk gebruik van beide procedures. Ik neem aan dat voor de procedure tot aanwijzing door de voorzitter van de Ondernemingskamer geen griffiegeld verschuldigd is. Hiervoor zagen we dat het waarschijnlijk is dat de vennootschap de kosten van de onafhankelijke deskundigen zal moeten dragen. Op grond van de Vennootschapsrichtlijn draagt de aandeelhouder geen risico op terugbetaling van een deel van de schadeloosstelling of in verband met de ruilverhouding, maar kan hij er alleen maar mogelijk op vooruitgaan door een bijbetaling. Een gerechtvaardigde vraag is dan wat de gemiddelde aandeelhouder tegenhoudt om een procedure te starten als hij er alleen maar mee kan winnen. Dit kan niet de bedoeling van beide procedures zijn en kan een belangrijke reden zijn voor vennootschappen om maar niet grensoverschrijdend te herstructureren. Ook kan de vennootschap bijvoorbeeld geneigd zijn een hogere schadeloosstelling aan te bieden dan een waardering rechtvaardigt, om de wind uit de zeilen te halen van een mogelijke procedure. Dit kan mogelijk (afgeleid) nadelig doorwerken naar aandeelhouders die niet uittreden of andere aandeelhouders. Naar mijn mening mist in het Voorontwerp in dit opzicht een tegenwicht.⁵⁶ Een tegenwicht kan mogelijk bestaan uit griffierecht, het (mede) moeten dragen van de kosten van deskundigen, of een mogelijke proceskostenveroordeling. Ten slotte verdient het naar mijn mening aanbeveling om te bepalen dat, indien beide procedures worden gestart, dezelfde onafhankelijke deskundige(n) word(t)(en) benoemd. Dit kan naar mijn mening bijdragen aan de efficiëntie van het proces en de nodige kosten besparen.

10. Tot slot

Met nog iets meer dan een half jaar te gaan voordat de deadline voor implementatie verloopt, zal er in Den Haag enige druk zijn om het wetgevingsproces spoedig af te ronden. De nieuwe regels voor de uittreding en de toetsing van de ruilverhouding staan al in de steigers en vor-

51 Dit is slechts anders op grond van artikel 2:351 BW als de relevante aandeelhouder in het deskundigenrapport wordt genoemd. Gelet op het ontwerp van het rapport ligt dat niet voor de hand.

52 Uitvoeriger hierover: P.P. de Vries, 'Procedures voor prijsbepaling van aandelen in een BV: van lappendeken naar samenhang', in: B.F. Assink e.a., *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 6.

53 Zie voor het overzicht: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/nl/NIM/?uri=CELEX:32019L2121>, geraadpleegd op 30 juni 2022.

54 Kenbaar via: <https://www.regeringen.se/rattsliga-dokument/statens-offentliga-utredningar/2021/03/sou-202118/>, geraadpleegd op 30 juni 2022.

55 Zie het Annual Report vanaf p. 181 op: <https://www.clrg.org/publications>, geraadpleegd op 30 juni 2022.

56 Na de eerdere invoering van de juridische procedures in Duitsland groeide het aantal procedures snel en kwam men erachter dat een rem nodig was. Na hervorming daalde het aantal procedures. Zeer lezenswaardig in dit verband is: Andreas Engbert, 'How (not) to administer a liability rule – the German appraisal procedure for corporate restructurings', in: *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020*, Berlin/Munich/Boston: Walter de Gruyter GmbH 2020, p. 211-222.

men op veel punten een evenwichtige en doordachte basis voor het wetgevingsproces. Op ondergeschikte punten, maar ook op een aantal materiële punten, lijkt het gewenst dat de wetgever nog een extra slag maakt. Zo behoeven de besluitvormingsregels verdere aanpassing in het licht van de Mobiliteitsrichtlijn. Ook lijkt meer samenhang met andere regelingen in Boek 2 BW gewenst. Zo zou het wenselijk zijn als de wetgever in de MvT meer aandacht besteedt aan de uitgangspunten van de waardering van aandelen en de toegang tot het uittredingsrecht verruimt, zodat deze consistent is met andere uittredingsrechten uit Boek 2 BW. Het is ook aan te bevelen dat de wetgever meer aandacht besteedt aan de inrichting van de twee nieuwe toetsingsprocedures, en de uiteindelijke vaststelling daarbij overlaat aan de Ondernemingskamer. Daarbij dient het niet te gaan om een hernieuwde vaststelling, maar slechts om de mogelijke vaststelling van een bijbetaling. Om de vennootschap te beschermen tegen opportunistische aandeelhouders, zou een tegenwicht in beide procedures gewenst zijn.