

Procedures voor prijsbepaling van aandelen in een BV: van lappendeken naar samenhang

1. Inleiding

In het Burgerlijk Wetboek is een woud aan regelingen opgenomen voor de prijsbepaling van aandelen bij de uittreding van een minderheidsaandeelhouder, waarbij tegenspraak over het recht tot uittreding geen rol speelt.¹ Allereerst bestaat er een viertal regelingen waarbij de rechter geen rol speelt, te weten (i) het uittredingsrecht bij de binnenlandse omzetting van een BV in een andere rechtsvorm (art. 2:181 BW), (ii) het uittredingsrecht van houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandeelhouders bij fusie, waarbij de verkrijgende vennootschap geen BV is (art. 2:330a BW), (iii) het vergelijkbare uittredingsrecht bij splitsing (art. 2:334eel BW) en (iv) het uittredingsrecht bij grensoverschrijdende fusie (art. 2:333h).² Bij deze uittredingsrechten worden onafhankelijke deskundigen voor de prijsbepaling benoemd door de betrokken vennootschap.

Daarnaast zijn een aantal procedures te vinden waarbij de rechter wel een rol speelt. De meest uitgewerkte gerechtelijke prijsbepalingsprocedure is te vinden in art. 2:343c BW. Deze verzoekschriftprocedure kan worden gebruikt als er overeenstemming bestaat over een aandelenoverdracht tegen gelijktijdige betaling van een nader vast te stellen prijs. Een tweede regeling waarbij de rechter een rol speelt, is de prijsbepaling bij de binnenlandse omzetting van een NV in een andere rechtsvorm (art. 2:71 BW). Onafhankelijke deskundigen worden hierbij niet benoemd door de vennootschap, maar door de rechter. Een derde procedure betreft het uittredingsrecht bij openbaar bod (art. 2:359d BW). Een nieuwe procedure is in de maak. Het gaat hierbij om het voorgestelde uittredingsrecht van een minderheidsaandeelhouder bij grensoverschrijdende omzetting. Dit uittredingsrecht is onderdeel van het voorontwerp van het

-
1. De procedure waarbij tegenspraak wel een rol speelt is de uittredingsprocedure van art. 2:343 BW.
 2. Voor de volledigheid wijs ik er op dat de rechter niet helemaal buiten de deur wordt gehouden. Zo kan op grond van art. 2:181 lid 6 BW een rechterlijke machtiging voor omzetting onthouden worden indien de belangen van houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandelen onvoldoende zijn ontzien.

wetsvoorstel over grensoverschrijdende omzetting dat begin 2014 ter consultatie is voorgelegd.³ In het kader van dit wetsvoorstel wordt tevens voorgesteld de regels rond binnenlandse omzetting te bundelen met de regels rond grensoverschrijdende omzetting in een nieuwe Titel 7A, zonder dat daarbij de regels rond binnenlandse omzetting inhoudelijk worden gewijzigd. De competente rechter bij de hiervoor genoemde procedures is bij de eerste procedure de rechtbank, bij de tweede procedure de rechtbank of haar voorzieningenrechter en bij de derde en vierde procedure de ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (de OK).

Met uitzondering van de prijsbepalingsprocedure van art. 2:343c BW hebben deze regelingen een gemene deler. De kerngedachte is dat een aandeelhouder recht heeft op een onafhankelijke prijsstelling in het geval hij zijn aandelen dient over te dragen aan een niet door hem gekozen gegadigde, onder omstandigheden dat de rechtspersoon fundamenteel wordt gewijzigd. Deze kerngedachte is een uitwerking van een van de door Vino Timmerman in zijn Rotterdamse oratie geduide grondslagen van het ondernemingsrecht: het recht dat een aandeelhouder heeft op het ongestoorde genot van zijn aandeel.⁴

Hoewel alle procedures gericht zijn op een onafhankelijke prijsbepaling van aandelen, is de uitwerking van deze procedures, de rol van de deskundige en de rol van de rechter zeer verschillend of zelfs non-existent. Een interessante vraag is of deze procedures niet kunnen worden gefuseerd in één procedure die gericht is op de prijsbepaling van aandelen, bijvoorbeeld door uitbreiding van art. 2:343c BW. Het slot van deze bijdrage gaat in op de beantwoording van deze vraag. Om tot beantwoording over te kunnen gaan, worden eerst de verschillende procedures besproken en onderlinge verschillen geschetst. Ook wordt ingegaan op de vraag hoe noodzakelijk de rol van de rechter in dit proces is.

2. Prijsbepaling bij de uittredingsrechten van art. 2:181, 330a, 333h en 334eel BW

Houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandelen in een BV die niet hebben ingestemd met het besluit tot omzetting van de BV in een NV hebben een uittredingsrecht. Eenzelfde uittredingsrecht komt toe aan aandeelhouders van een BV die omgezet wordt in een vereniging, stichting, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij.⁵ Het proces van prijsbepaling (in dit geval gaat het om verlies van aandelen, dus is het zuiverder om te spreken van schadeloosstelling), begint met de benoeming van een of meer onafhankelijke

3. Zie: http://www.internetconsultatie.nl/grensoverschrijdende_omzetting.

4. L. Timmerman, Grondslagen van geldend ondernemingsrecht, Ondernemingsrecht 2009, 2.

5. Zie voor deze uittredingsrechten art. 2:181 BW.

deskundigen. De wet noemt niet wie de deskundigen benoemt, maar men mag ervan uit gaan dat dit door de vennootschap zelf geschiedt.

De vennootschap kan benoeming van deskundigen achterwege laten als tussen de vennootschap en de aandeelhouders statutaire of contractuele prijsbepalingsregels gelden, die een duidelijke maatstaf bevatten aan de hand waarvan de schadeloosstelling zonder meer kan worden vastgesteld. Hierin zien we de Hoffmann Beheer-regel terugkomen, die volgt uit het gelijknamige Hoge Raad-arrest. In dit arrest werd over de (voormalig) verplichte deskundigenbenoeming bij de wettelijke geschillenregeling overwogen:

‘Redelijke wetstoepassing van het voorschrift brengt mee dat de rechter de benoeming van deskundigen achterwege kan laten als de blokkeringsregeling een zodanige maatstaf van de bepaling van de waarde kent, dat aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan worden vastgesteld.’⁶

Zijn deskundigen benoemd, dan stellen zij een schriftelijk waarderingsrapport op. Gelden er statutaire of contractuele waarderingsregels, dan dienen de deskundigen het waarderingsrapport op te stellen met inachtneming van deze regels. Naast het waarden van de aandelen, stellen de deskundigen ook de hoogte van de schadeloosstelling vast. Het is in dit verband goed om te wijzen op het onderscheid tussen de waarde van de aandelen en de prijs of schadeloosstelling voor de aandelen. Het onderscheid veronderstelt dat dit niet noodzakelijkerwijs om eenzelfde bedrag hoeft te gaan.

Bij de waardering zullen deskundigen bepaalde keuzes moeten maken, zoals ten aanzien van de peildatum en of *discounts* moeten worden toegepast vanwege het minderheidskarakter of illiquiditeit. De wetgever heeft niet voorzien in een leidraad. Zodra het waarderingsrapport beschikbaar is en de prijs is bepaald, kan de algemene vergadering worden opgeroepen waarin tot omzetting wordt besloten. Met de oproeping voor de algemene vergadering worden het waarderingsrapport en een voorstel tot omzetting meegezonden (voor zover dit voorstel geen deel uitmaakt van de oproeping zelf).

De regelingen omtrent de prijsbepaling bij uitoefening van de uittredingsrechten van art. 2:330a, 333h en 334e1 BW kennen allen een vergelijkbare opzet. In dit verband is het van belang erop te wijzen dat in de oorspronkelijke opzet wel was voorzien in de benoeming van deskundigen door de rechter (vergelijkbaar met art. 2:71 BW).⁷ Tijdens de behandeling van het wetsvoorstel

6. Hoge Raad 21 januari 2005 (Hoffmann Beheer), *NJ* 2005, 126 m.nt Ma.

7. Zie voor het amendement: *Kamerstukken II* 2011/12, 32426, nr. 25. Zie artikel 2:181 (oud) en 333h (oud) BW en met betrekking tot art. 2:330a en 334e1 BW, zie het oorspronkelijk wetsvoorstel waarbij de rechter wel een rol was toebedeeld: *Kamerstukken II* 2011/12, 32426, nr. 2.

Flex-BV werd van de zijde van de VVD kritiek geleverd op de in hun ogen omslachtige tussenkomst van de rechter. De Minister diende van repliek door te wijzen op het toenmalige wettelijke systeem waarbij de situatie van gedwongen overdracht te onderscheiden was van die van vrijwillige overdracht:

‘In deze gevallen [van gedwongen overdracht, PPdeV] is extra bescherming door middel van door de rechter aangewezen onafhankelijke deskundigen van belang ter bescherming van de bijzondere positie van de betrokkenen. Het aanwijzen van onafhankelijke deskundigen zonder rechterlijke tussenkomst is beperkt tot die gevallen waarin de aandeelhouder niet tegen zijn wil wordt gedwongen tot aanbieding en overdracht van aandelen (artikel 192 lid 3) en die gevallen waarin de aandeelhouder zelf zijn aandelen wil overdragen (artikel 195 leden 1 en 4) (...) ik [wil, PPdeV] vasthouden aan de mogelijkheid om, als men niet tot een minnelijke regeling kan komen, de rechter te vragen de schadeloosstelling vast te stellen, die daarvoor desgewenst onafhankelijke deskundigen kan benoemen.’⁸

De rol van de rechter is er echter te elfder ure bij de behandeling van het wetsvoorstel door een amendement uitgeknipt, waarbij de Minister niet meer terug is gekomen op het bovenstaande. Het aangenomen amendement werd als volgt gemotiveerd:

‘Ook in andere wettelijke bepalingen betreffende een vrijwillige of gedwongen vervreemding van aandelen schrijft de wet immers voor dat de waarde wordt vastgesteld door onafhankelijke deskundigen die zonder rechterlijke tussenkomst kunnen worden aangesteld. Genoemd kunnen worden artikel 87, 87a, 87b, 192 (nieuw), art. 195 (...) Daarnaast wordt ook in de regeling van fusie en splitsing de redelijkheid van de ruilverhouding – en derhalve de omvang van de compensatie in de vorm van aandelen en/of betaling in geld voor het vervallen van de aandelen in de verdwijnende vennootschap – gecontroleerd door (...) onafhankelijke deskundigen die niet door rechterlijke tussenkomst behoeven te worden benoemd (art. 328/334aa). Er is geen reden om in andere gevallen bij een omzetting/fusie of splitsing wel tussenkomst van de rechter voor te schrijven, temeer niet omdat de aandeelhouders de keus hebben tussen het continueren van het aandeelhouderschap – eventueel in de vorm van een lidmaatschap – of het verzoeken van schadeloosstelling. Het amendement sluit op dit punt aan bij reeds bestaande regelingen.’⁹

Op deze motivering valt het een en ander af te dingen. Terwijl de Minister wees op een doelbewust onderscheid tussen prijsbepaling bij vrijwillige en bij

8. *Kamerstukken II 2009/10, 32426, nr. 7, p. 5-6.*

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

gedwongen vervreemding, gebruikt het amendement juist dit onderscheid als argument om alle regelingen gelijk te trekken. Bij toepassing van art. 2:192 en 195 BW is echter doorgaans een statutaire regeling voorhanden die voorziet in de wijze waarop onafhankelijke deskundigen worden benoemd.¹⁰ Een dergelijke statutaire regeling kan niet aan aandeelhouders worden opgelegd zonder hun instemming. Als aandeelhouders hebben ingestemd met een prijsbepaling door onafhankelijke deskundigen zonder rechterlijke tussenkomst, is daar weinig tegen in te brengen. Voorts is het in dit verband opmerkelijk dat art. 2:71 BW niet op dezelfde wijze is aangepast.

Ook kan worden opgemerkt dat bij bepaalde gevallen van omzetting/fusie of splitsing er helemaal geen keuze is om het aandeelhouderschap te continueren. Daarbij doel ik bijvoorbeeld op houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandelen bij omzetting van een BV in een stichting.

Een vraag die zich tevens opdringt is of het ook in andere gevallen niet gaat om reële keuzemogelijkheid. De fundamentele wijziging van de rechtsvorm is juist de rechtvaardiging van het uittredingsrecht.¹¹ Deze fundamentele wijziging was wellicht nooit voorzien op het moment dat de aandeelhouders toetraden. In ruil voor het inwilligen van de wens van de meerderheid om de vennootschap (wellicht onherkenbaar) te herstructureren, mag een minderheidsaandeelhouder uittreden. Daarom is het argument dat een aandeelhouder ook kan kiezen om te blijven zitten mijns inziens niet overtuigend.¹² In dit verband zou men een parallel kunnen trekken met het leerstuk onvoorziene omstandigheden. Het gaat hierbij om omstandigheden die van dien aard zijn dat instandhouding van de rechtsverhouding naar redelijkheid en billijkheid niet langer mag worden verwacht. Nu kan men tegenwerpen dat de minderheidsaandeelhouder onder deze omstandigheden ook een beroep kan doen op art. 2:343 BW, waarbij een enigszins vergelijkbare redelijkheidstoets geldt. Naar het mij voorkomt lijkt mij een uittredingsrecht (*appraisal right*) in dit soort omstandigheden echter een efficiënter middel dan een uittredingsprocedure (*oppression remedy*).

10. Zie daarover: Nijhuis, S., Vries, P.P. de, De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen, WPNR 2014/7031.

11. Zie in dit verband ook: Timmerman, L., *Bescherming van minderheidsaandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief*, in: Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, Kluwer: Deventer 2003, p. 90-91.

12. P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Deventer: Kluwer 2010, p. 10, 437-441, 454-455 en het *non haec in foedera veni* uit Hoofdstuk 3, voetnoot 152. Deze Latijnse zin wordt naar Engels recht vaak gebruikt in de context van het leerstuk *frustration*, een leerstuk dat parallellen vertoont met het Nederlandse leerstuk *onvoorziene omstandigheden*.

3. De prijsbepalingsprocedure van art. 2:343c BW

Sinds 1 oktober 2012 kent de geschillenprocedure een nieuwe loot aan haar stam, namelijk de prijsbepalingsprocedure van art. 2:343c BW. De procedure is bedoeld voor de aandeelhouder en één of meer van zijn mede-aandeelhouders of de vennootschap overeenstemming hebben bereikt over een aandelenoverdracht, maar waarbij partijen het nog niet eens zijn over de prijs van de aandelen. Het gaat hierbij om een verzoekschriftprocedure, die is bedoeld om knopen door te hakken over aangelegenheden die samenhangen met de prijsbepaling van aandelen. Onder overeenstemming over de overdracht van de aandelen behoeft men naar mijn mening niet alleen *ad hoc* overeenstemming te verstaan. Hiervan kan ook sprake zijn als reeds in statutaire of contractuele bepalingen overeenstemming over de overdracht ligt besloten, zoals bij een aanbiedingsverplichting of een *drag along* of *tag along* regeling. Vanzelfsprekend dient het wel te gaan om bepalingen waaraan de partijen zijn gebonden. Van overeenstemming kan naar mijn mening ook sprake zijn als een aandeelhouder op grond van de wet een recht tot uittreding heeft.

Om de procedure te kunnen aanvragen moeten partijen zich bij gezamenlijk verzoekschrift tot de rechter wenden. Het verzoekschrift kan ook door één van de partijen worden ingediend, mits de andere partij in zijn verweerschrift verklaart zich daartegen niet te verzetten.¹³ Het gevolg van deze toegankelijkheidsregels is dat een van de partijen op vrij eenvoudige wijze de toegang tot de prijsbepalingsprocedure bij verweerschrift kan blokkeren, ondanks dat tussen partijen overeenstemming bestaat over de overdracht van de aandelen.¹⁴ Mogelijk dat dit de reden is dat mij tot op het moment van schrijven geen gepubliceerde uitspraak in deze procedure bekend is. Het vooraf statutair of contractueel vastleggen dat bij een toekomstige overdracht de prijsbepalingsprocedure van art. 2:343c BW wordt gevolgd, lijkt ook niet goed mogelijk.¹⁵ De mogelijkheid om de procedure te blokkeren indien partijen vooraf reeds overeenkwamen dat de procedure zou worden doorlopen, is opmerkelijk en is naar mijn mening niet wenselijk.

Is de prijsbepalingsprocedure eenmaal gestart, dan is sprake van een *point of no return*. De procedure kan niet eenzijdig worden ingetrokken.¹⁶ De procedure is eenvoudig van opzet en gericht op snelheid.¹⁷ Er staat geen hogere voorziening open tegen beslissingen in deze procedure.¹⁸ Anders dan in de uittredingsprocedure van art. 2:343 BW biedt de prijsbepalingsprocedure

13. Art. 2:343c lid 1 BW.

14. Zie bijvoorbeeld Rb. Rotterdam 26 februari 2014, RO 2014/58 en de daarbij opgenomen wenk.

15. Nijhuis, S., Vries, P.P. de, a.w., p. 824-825.

16. P.P. de Vries, *diss.*, p. 358-359.

17. *Kamerstukken II*, 2006/07, 31058, nr. 3 (MvT), p. 113-114.

18. Art. 2:343c lid 5 BW.

niet de mogelijkheid dat een rechter overgaat tot een billijke verhoging van de prijs die voor de aandelen moet worden betaald. Vanwege de opzet als eenvoudige en snelle procedure, was de wetgever resoluut in zijn afwijzing van de mogelijkheid om in een prijsbepalingsprocedure samenhangende vorderingen tegelijk aanhangig te maken.¹⁹ Bij samenhangende vorderingen moet men bijvoorbeeld denken aan vorderingen van een aandeelhouder op grond van wanprestatie of onrechtmatige daad, vorderingen die niet noodzakelijkerwijs van eenvoudig van aard zijn. De huidige redactie van art. 2:343c BW is echter niet gelukkig kozen, omdat dit artikel geen uitzondering maakt voor samenhangende vorderingen.²⁰ Vanwege het potentieel complexe karakter van samenhangende vorderingen lijkt het me wenselijk art. 2:343c BW van deze ballast te ontdoen.²¹

In de prijsbepalingsprocedure hebben partijen volop de ruimte om in het verzoekschrift sturing te geven voor zover het punten betreft waarover al overeenstemming bestaat. Op verzoek kan de rechter aan de deskundigen aanwijzingen geven over de waarderingsmaatstaf, de peildatum en andere relevante omstandigheden waarmee bij de waardering rekening moet worden gehouden. Daarnaast dient in beginsel met statutaire en contractuele prijsbepalingsregels rekening te worden houden.²² Voorzien de statutaire en contractuele prijsbepalingsregels in een duidelijke maatstaf voor de waardering van de aandelen, aan de hand waarvan de prijs zonder meer kan worden vastgesteld, dan kan de rechter ook zelf de prijs van de aandelen bepalen.²³ De flexibiliteit van deze procedure zorgt ervoor dat overbodige elementen niet aan bod komen en dat aldus de procedure optimaal wordt versneld.

Als partijen dat wensen, kan de procedure nog verder worden verkort, door de rechter slechts deskundigen te laten benoemen en daarbij te laten bepalen dat het deskundigenbericht te gelden heeft als vaststellingsovereenkomst.²⁴ Indien een deskundigenbericht heeft te gelden als vaststellingsovereenkomst is vernietiging slechts mogelijk onder uitzonderlijke omstandigheden, zoals strijd met de beginselen van een goede procesorde.²⁵ Partijen kiezen in dit geval dus welbewust voor een prijsbepaling door deskundigen en niet door de rechter. Uit de wetgeschiedenis volgt dat de keuze voor prijsbepaling door de rechter of door deskundigen bij wijze van vaststellingsovereenkomst (waarbij de bepalingen over het voorlopig deskundigenbericht zoveel mogelijk

19. *Kamerstukken II*, 2006/07, 31058, nr. 3 (MvT), p. 113.

20. Artikel 2:343c lid 3 BW verwijst naar artikel 2:343 lid 2 BW, dat o.a. verwijst naar artikel 2:336 lid 5 BW.

21. Dit zou eenvoudig bereikt kunnen worden door een uitzondering te maken voor artikel 2:336 lid 5 BW.

22. Art. 2:343c lid 2 BW jo. art. 2:343 lid 2 BW jo. art. 2:340 lid 3 BW en art. 2:337 lid 1 BW.

23. Art. 2:343c lid 3 jo. 2:343 lid 2 jo. 2:339 lid 3 BW.

24. Art. 2:343c lid 4 BW.

25. Nijhuis, S., Vries, P.P. de, a.w., p. 826-827.

overeenkomstig worden toegepast) is opgenomen op advies van de Adviescommissie burgerlijk procesrecht. Deze wees erop dat de rechter de beslissing niet zomaar mag overlaten aan deskundigen.²⁶

De deskundige heeft de bevoegdheden zoals opgenomen in art. 2:351 en 2:352 BW.²⁷ Deze uit het enquêterecht stammende bepalingen geven verregaande mogelijkheden aan deskundigen om zich rechtstreeks tot de raadsheercommissaris van de OK te wenden. Deze kan de nodige bevelen geven om deskundigen in staat te stellen tot informatievergaring over te gaan, desnoods met behulp van de openbare macht.

Voor het starten van de prijsbepalingsprocedure wijst de wet als competente rechter aan de rechtbank van de woonplaats (lees: statutaire zetel) van de vennootschap. In afwijking hiervan kan in de statuten of in een overeenkomst een rechterlijke of arbitrale forumkeuze worden opgenomen. Partijen kunnen bijvoorbeeld ervoor kiezen de OK aan te wijzen als competente rechter.²⁸ Het is naar mijn mening te betreuren dat de wetgever niet voor de OK als enige feitelijke instantie heeft gekozen.²⁹

4. Prijsbepaling bij het uittredingsrecht van art. 2:71 BW en bij het gesneuvelde uittredingsrecht bij omzetting van een BV in een OVR

Aandeelhouders die niet hebben ingestemd met de omzetting een NV in een vereniging, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij hebben een uittredingsrecht (art. 2:71 BW). Aangenomen moet worden dat dit uittredingsrecht ook geldt bij omzetting van een NV in een stichting.³⁰ De wet gaat ervan uit dat tussen de vennootschap en de aandeelhouder vrijwillige onderhandelingen plaatsvinden over een schadeloosstelling. De prijsbepalingsprocedure is zeer summier. Bij gebreke aan overeenstemming kan een van de partijen verzoeken om benoeming van een of meer onafhankelijke deskundigen door de rechtbank (die ook de machtiging tot de omzetting behandelt) of door de voorzieningenrechter van die rechtbank. Deze onafhankelijke deskundigen bepalen vervolgens de hoogte van de schadeloosstelling. Een schriftelijk waarderingsrapport wordt niet voorgescreven. Net als bij de prijsbepalingsprocedure van art. 2:343c BW zijn art. 2:351 en 2:352 BW van toepassing.

Voorafgaand aan de amendering bij de totstandkoming van de Flex BV-wetgeving, was een vergelijkbare regeling opgenomen in art. 2:181 BW. Een

26. *Kamerstukken II*, 2006/07, 31058, nr. 3 (MvT), p. 113.

27. Art. 2:343c lid 3 jo. 2:343 lid 2 jo. 2:339 lid 1 BW.

28. Art. 2:343c lid 2 BW jo. art. 2:343 lid 2 BW jo. art. 2:337 lid 2 BW.

29. Evenzo: Bulten, C.D.J., *De geschillenregeling ten gronde*, Deventer: Kluwer 2011, p. 217.

30. Vgl. P.P. de Vries, *diss.*, § 7.2.

uittredingsrecht dat ook volgens het hiervoor beschreven stramien was opgezet, maakte deel uit van het gesneuvelde wetsvoorstel over personenvennootschappen (Titel 7.13).³¹ Het ging hierbij om uittredingsrecht bij omzetting van een BV in een openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid.

5. Prijsbepaling bij het voorgestelde uittredingsrecht bij grensoverschrijdende omzetting en bij openbaar bod

Het voorgestelde uittredingsrecht bij grensoverschrijdende omzetting komt toe aan iedere aandeelhouder die tegen de omzetting heeft gestemd, en aan iedere houder van stemrechtloze aandelen (art. 2:334vv BW). Als tussen de uittredende aandeelhouder en de vennootschap geen overeenstemming wordt bereikt over de prijs, staat de weg naar de rechter open.³² De competente rechter is hierbij de OK, die oordeelt in eerste en enige feitelijke instantie. De wetgever motiveert de keuze voor de OK door er op te wijzen dat deze ook in verschillende andere procedures moet oordelen over de prijs van aandelen. Ik neem aan dat de wetgever hier doelt op de ruime ervaring van de OK bij uitkoopprocedures (art. 2:92a, 201a en 359c BW), bij de geschillenregeling in hoger beroep (art. 2:336 lid 3 BW) en wellicht meer in het algemeen bij het inschakelen van onafhankelijke deskundigen in het enquêterecht (en in het bijzonder bij het betrachten van minnelijke schikkingen die leiden tot een aandelenoverdracht). De keuze voor de onder meer in geschillen rond de waardering van aandelen gespecialiseerde OK juich ik toe. Eerder heb ik vanwege deze specialisatie verdedigd dat de uittredingsprocedure (art. 2:343 BW) zou moeten worden beperkt in één feitelijke instantie bij de OK.³³ Dit geldt temeer voor procedures waarin het slechts om prijsbepaling van aandelen gaat.

Terwijl andere regelingen bepalen dat de rechter een of meer deskundigen kan benoemen, kan de OK in dit geval een of drie deskundigen benoemen. Deze beperking lijkt me onnodig. Wederom zijn art. 2:351 en 2:352 BW van toepassing. Daarnaast zijn ook de eerste drie zinnen van art. 2:350 lid 3 BW van toepassing, waardoor de OK deskundigen kan budgetteren. Dit is naar mijn mening een gewenste aanvulling, omdat hierdoor mogelijk de kosten van het inschakelen van deskundigen kunnen worden beperkt.³⁴ Voorts bevat het voorstel

31. *Kamerstukken I* 2004/05, 28746, A, (Gewijzigd voorstel van wet). Zie het voorgestelde art. 7:835 BW.

32. Zie de Memorie van Toelichting bij het voorontwerp.

33. P.P. de Vries, *diss.*, p. 315-318 en 374. Evenzo: Bulten, C.D.J., *a.w.*, p. 245-249, 375.

34. Zie bijvoorbeeld over de uiteenlopende kosten van waarderingsdeskundigen: C.D.J. Bulten en J.H.M. Willems, *Kroniek Uitkoopregeling 2011-2013*, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2013-2014*, p. 213-218.

een peildatum voor de waardering. Dat is de dag waarop het besluit tot grensoverschrijdende omzetting is genomen.

Zijn de deskundigen gekomen tot een waardering, dan bepaalt de OK de prijs van de aandelen (vergelijkbaar met 343c, anders dan 172). Het voorstel bevat geen schriftelijkheidseis voor de waardering. De prijs wordt verhoogd met de wettelijke rente voor de periode dat de uittredende aandeelhouder deze nog niet heeft ontvangen. Tot slot veroordeelt de OK de vennootschap om aan degenen aan wie de aandelen toebehoren de vastgestelde prijs te betalen tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen. Op deze manier stelt de aandeelhouder betaling van de koopprijs veilig.

Het verdient aandacht dat de wetgever in het voorontwerp kiest voor een rol van de rechter bij de benoeming van deskundigen en de prijsbepaling, terwijl deze rol recentelijk bij een viertal andere nieuwe prijsbepalingsprocedures is geschrapt. De wetgever lijkt bij de opzet van dit nieuwe uittredingsrecht inspiratie te hebben opgedaan bij het uittredingsrecht bij openbaar bod. De nieuwe procedure is grotendeels op dezelfde leest geschoeid als de procedure van art. 2:359d BW.

6. Prijsbepaling door deskundigen?

In de praktijk blijken deskundigen regelmatig niet genegen te zijn naast de waarde van de aandelen ook de prijs van de aandelen vast te stellen. Zo wees Van den Berg erop dat deskundigen veelal een waarderingsrange presenteren en niet tot een precieze prijsvaststelling overgaan.³⁵ Deze range van waarden wordt vastgesteld op basis van een of meer toegepaste waarderingsmethodes. Het enkel presenteren van een range zien we soms ook terug in rechtspraak bij de uitkoopregeling.³⁶ De prijs voor de aandelen is vervolgens het resultaat van onderhandelingen tussen partijen binnen deze range. Met andere woorden, het is voor deskundigen niet noodzakelijkerwijze een gebruikelijke exercitie om tot een precieze prijsvaststelling over te gaan. Mij is uit de praktijk bekend dat deskundigen deze laatste stap ook wel eens weigeren te zetten, zelfs al zijn zij door partijen aangewezen om de prijs bindend vast te stellen. Heeft de wetgever misschien niet te hoge verwachtingen bij deskundigen? Voorts wijs ik er op dat de nodige praktische problemen kunnen ontstaan bij prijsbepaling zonder rechterlijke tussenkomst, bijvoorbeeld als een van de betrokken partijen weigert

35. Zie daarover S.W. van den Berg, De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen, *Ondernemingsrecht* 2013, Afl. 16, p. 577.

36. Zie bijvoorbeeld OK 16 oktober 2012, ARO 2012/155.

de engagement letter van de deskundigen te ondertekenen of als er verschil van mening bestaat over de uitleg van contractuele prijsbepalingsregels.³⁷

Daarnaast roept de aanwijzing van onafhankelijke deskundigen door de vennootschap bij de in § 2 besproken uittredingsrechten vragen op. De vennootschap kan een belang hebben bij een lage prijs, en kan met oog daarop een voorkeur hebben voor deskundigen die mogelijk een lage prijs faciliteren. Voorts schrijft de wet niet voor aan welke deskundigheidsvereisten de onafhankelijke deskundigen dienen te voldoen. Het betrekken van een rechter bij dit proces biedt meer waarborgen. Nu zou men kunnen tegenwerpen dat in bepaalde gevallen de rechter niet helemaal uit beeld is. Ik wijs bijvoorbeeld op de mogelijkheid tot het onthouden van een machtiging bij omzetting (art. 2:181 lid 6 BW). Dat een geschil over de schadeloosstelling een geplande herstructurering kan ophouden lijkt mij echter niet gewenst. Het zou beter zijn de herstructurering door te kunnen voeren en een geschil over de schadeloosstelling te ontkoppelen, teneinde ongewenste vertraging bij de herstructurering te voorkomen. De keuze voor ont koppeling is bijvoorbeeld ook gemaakt bij de hierna te bespreken Duitse prijsbepalingsprocedure.

Naast het waarborgen van onafhankelijkheid, kan er ook behoefte zijn aan rechterlijke toetsing van de juistheid van de prijsbepaling door deskundigen. In de rechtspraak rond de uitkoopprocedure zien we voorbeelden van kritiek van de OK op de door onafhankelijke deskundigen aangeleverde waarderingen.³⁸ Ook als de waardering wel voldoet, kunnen zich waardefluctuaties voordoen tussen de peildatum die gehanteerd wordt in het waarderingsrapport en het moment van daadwerkelijke overdracht (het moment dat het aandeel niet langer voor rekening en risico van de aandeelhouder is). Daardoor kan het redelijk zijn een correctie toe te passen op de prijs voor de aandelen. In de geschillenregeling is deze correctie voor fluctuaties in de waarde van aandelen als redelijke wetstoepassing aanvaard.³⁹ In de uitkoopregeling zien we hetzelfde fenomeen opdoemen en opgelost worden.⁴⁰ Het is aannemelijk dat ditzelfde probleem zich kan voordoen bij de in deze bijdrage behandelde uittredingsrechten. Rechterlijke controle op de prijsbepaling met de mogelijkheid van rechterlijke correctie lijkt daarbij gewenst.

37. Ter illustratie verwijs ik naar een recente uitspraak waarbij een bevel tot ondertekening van een *engagement letter* in hoger beroep werd vernietigd en het Hof bevestigde dat juridische vragen over de uitleg van de koopovereenkomst buiten het bestek van de bindend adviesclausule vielen, zie Hof Amsterdam 21 oktober 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:4342 (Staples / CoBe).

38. Zie de rechtspraak besproken in: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 876.

39. Zie voor wat betreft de geschillenregeling het standaardarrest HR 11 september 1996, NJ 1997/177, m.nt. Ma (Zondag Beheer). Zie ook P.P. de Vries, *diss.*, p. 335-338 en Bulten, C.D.J., *diss.*, p. 196-197.

40. C.D.J. Bulten en J.H.M. Willems, a.w., p. 208-211.

Een belangrijke vraag is of de prijsbepaling door deskundigen de toets van art. 6 EVRM doorstaat. In de Nederlandse vertaling van het EVRM bepaalt de eerste zin van art. 6 lid 1 EVRM:

‘Bij het vaststellen van zijn burgerlijke rechten en verplichtingen of bij het bepalen van de gegrondheid van een tegen hem ingestelde vervolging 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.’

Onder vaststelling van burgerlijke rechten lijken zowel het eigendomsrecht van aandelen te vallen, maar ook het recht op compensatie in het geval van het verlies van aandelen. Zowel degene die de aandelen verliest (de uittredende aandeelhouder) als degene die de compensatie verschaft (de vennootschap) is bevoegd art. 6 EVRM in te roepen.⁴¹ Geschilbeslechting omtrent de vaststelling van burgerlijke rechten door rechters die geen publieke vonnissen uitspreken (zoals arbiters of deskundigen) zal zelden aan de eisen van art. 6 EVRM voldoen. Is niet aan deze eisen voldaan, dan zal slechts geschilbeslechting door een niet-publieke rechter mogelijk zijn indien deze vrijwillig wordt aanvaard.⁴² Van vrijwillige aanvaarding door de uittredende aandeelhouder van door de vennootschap uitgekozen onafhankelijke deskundigen, die tevens de prijs vaststellen, hoeft bij de in § 2 besproken uittredingsrechten geen sprake te zijn. Hetzelfde geldt voor de prijsvaststelling van deskundigen zoals beschreven in § 4. Daar komt bij dat hier sprake is van *ad hoc* geschilbeslechting (de deskundige is geen bij wet ingesteld gerecht), en gelden er summiere regels die nodige procedurele onduidelijkheid kunnen veroorzaken, en is onduidelijk in hoeverre de verplichting tot betaling van een vastgestelde prijs door een deskundige ten uitvoer kan worden gelegd. Het gevolg hiervan is dat ernstig kan worden betwijfeld of de in § 2 en § 4 besproken uittredingsrechten de toets van art. 6 EVRM kunnen doorstaan.⁴³ De uittredingsrechten van § 3 en § 5 lijken wel aan deze bezwaren tegemoet te komen.

In dit verband noem ik een arrest van eind 2010 van het Europese Hof voor de Rechten van de Mens inzake Suda tegen de Tsjechische Republiek.⁴⁴

41. P.P. de Vries, *diss.*, p. 37-39.

42. P.P. de Vries, *diss.*, p. 37-42 en de daar aangehaalde uitspraken en literatuur.

43. P.P. de Vries, *diss.*, p. 39-45 en 424-425. Evenzo ten aanzien van het uittredingsrecht bij grensoverschrijdende fusies: H.J.M.M. van Boxel, *Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht*, Deventer: Kluwer 2011, § 5.9.1; H.J.M.M. van Boxel, (In)flexibiliteit over de grens, *Ondernemingsrecht* 2012, 118, p. 638-640; A.F.J.A. Leijten, Het uittreedrecht voor aandeelhouders volgens het wetsvoorstel grensoverschrijdende fusie (30929), *Ondernemingsrecht* 2007, 96, p. 309-310; Roos, P. de, *Grensoverschrijdende juridische fusies; een eclectische beschouwing*, V&O maart 2007, p. 49.

44. EHRM 28 oktober 2010 (Affaire Suda c. République Tchèque), No. 1643/06.

De zaak was aangespannen door een minderheidsaandeelhouder van een kapitaalvennootschap die door een besluit van de algemene vergadering was ontbonden. Suda, de minderheidsaandeelhouder, had tegen dit besluit gestemd. Bij de ontbinding was bepaald dat geen vereffening zou plaatsvinden, maar dat het vermogen zou worden overgedragen aan de meerderheidsaandeelhouder.⁴⁵ De overeenkomst tussen de vennootschap en de meerderheidsaandeelhouder waarin deze overdracht werd neergelegd, bevatte tevens een recht tot schadeloosstelling voor de minderheidsaandeelhouder. Deze schadeloosstelling was vastgesteld door een privaat instituut, welke door de rechtbank *ad hoc* was benoemd. De overeenkomst bevatte de mogelijkheid om in verzet te komen tegen de hoogte van de geboden schadeloosstelling, binnen een termijn van twee maanden van de registratie van de overdracht van het vermogen bij het handelsregister. De overeenkomst kende bovendien een beding, dat bepaalde dat de verzetsprocedure was voorbehouden aan arbiters. Dit arbitragebeding was conform Tsjechisch recht uitdrukkelijk toegestaan. Suda was geen partij bij deze overeenkomst, maar de Tsjechische rechter oordeelde desalniettemin tot in hoogste instantie dat sprake was van binding aan het arbitragebeding, aangezien de meerderheid tot het aangaan van de overeenkomst besloten had en het opleggen van het arbitragebeding door de wet mogelijk was gemaakt. Het Constitutionele Hof van Tsjechië oordeelde bovendien dat het arbitragebeding de weg naar de rechter niet geheel afsloot, omdat de minderheidsaandeelhouder ook het recht had om (binnen drie maanden na de algemene vergadering) de geldigheid van de overeenkomst aan te tasten.

Het EHRM lijkt niet onder de indruk van de overwegingen van de hoogste Tsjechische rechter. Het Hof overweegt dat evident is dat bij deze gedwongen arbitrage niet is voldaan aan twee basisvereisten die door art. 6 EVRM worden gesteld. De arbiter is geen gerecht dat bij wet is ingesteld en er is geen sprake van een openbare behandeling. Het EHRM stelt voorts dat nationale regulering van de verhouding tussen aandeelhouders noodzakelijk is in een vrij marktregime. Dit brengt mee dat een minderheidsaandeelhouder soms verplicht is zijn aandelen te verkopen aan de meerderheidsaandeelhouder. Teneinde scheve verhoudingen te voorkomen waarbij iemand op arbitraire of onbillijke wijze met een verlies wordt geconfronteerd, terwijl een ander wordt begunstigd, is het volgens het Hof passend om aan minderheidsaandeelhouders adequate bescherming te bieden. In dit licht acht het Hof de gedwongen arbitrage, waarbij de waarborgen van art. 6 EVRM niet gelden, en waarvan door de minderheidsaandeelhouder geen afstand is gedaan, in strijd met het recht op een eerlijk proces. Het Hof concludeerde dat sprake was van een schending van art. 6 EVRM.

45. Naar Tsjechisch recht is dit mogelijk als de meerderheidsaandeelhouder ten minste 90% van het geplaatste kapitaal verschaft.

In dit oordeel is overigens een parallel te bespeuren tussen art. 6 EVRM en art. 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM, dat het eigendomsrecht beschermt. Deze laatste bepaling geeft Europese wetgevers een positieve verplichting te voorzien in een effectieve en eerlijke wijze van geschilbeslechting bij bescherming van eigendomsrechten, welke voorziet in de nodige procedurele waarborgen.⁴⁶

In Duitsland is gekozen voor één procedure die geldt voor alle uittredingsrechten, waarbij de rechter uiteindelijk de prijs van de aandelen kan vaststellen, al dan niet met behulp van een deskundigenwaardering. Het gaat hier bijvoorbeeld om de uittredingsrechten bij bepaalde binnenlandse omzettingen en grensoverschrijdende fusie. Een aandeelhouder die onder andere (i) niet instemt met de hoogte van de schadeloosstelling, (ii) schadeloosstelling wordt geweigerd of (iii) indien regels omtrent de schadeloosstelling zijn geschonden, kan op grond van het *Spruchverfahrensgesetz*⁴⁷ een procedure aanvragen.⁴⁸ § 11 van deze wet maakt duidelijk dat de rechter in iedere stand van het geding bedacht moet zijn op minnelijke regeling (*gütliche Einigung*).

Engeland kent amper uittredingsrechten. Er is bijvoorbeeld niet gekozen voor een uittredingsrecht bij grensoverschrijdende fusie. Wel kent men een uittredingsrecht bij bepaalde wijzen van vereffening van een vennootschap. De prijs wordt hierbij in onderling overleg vastgesteld, dan wel bij wijze van verplichte arbitrage. Er bestaat kritiek of deze wijze van prijsvaststelling zich wel verdraagt met de Human Rights Act 1998, welke wet de Engelse implementatie vormt van het EVRM.⁴⁹

7. Naar één procedure voor de prijsvaststelling van aandelen

In 2011 is door de destijds demissionaire Minister in 2011 een brede herziening van de geschillenregeling aangekondigd.⁵⁰ Mocht op het departement dit initiatief nog steeds ondersteund worden, dan kan wellicht de gelegenheid worden aangegrepen om art. 2:343c BW te herzien door deze om te vormen in een universele prijsbepalingsprocedure. Hoe zou deze procedure er uit moeten zien?

Een eerste wens zou zijn om een verzoekschriftprocedure voor de prijsbepaling van aandelen te concentreren bij de OK in eerste en enige feitelijke instantie, in plaats van deze onder te brengen bij een keur van rechterlijke

46. P.P. de Vries, *diss.*, p. 32-37; Schild, A.J.P. *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 147-150.

47. *Spruchverfahrensgesetz* van 12 juni 2003 (BGBl. I S. 838), laatstelijk gewijzigd op 23 juli 2013 (BGBl. I S. 2586).

48. P.P. de Vries, *diss.*, p. 200-204.

49. P.P. de Vries, *diss.*, p. 137-140.

50. *Kamerstukken I* 2011/12, 32426, nr. 22 en E.

instanties. Een aanwijzing dat de voorkeur van de wetgever ook in deze richting zou kunnen gaan, maak ik op uit gemotiveerde keuze voor de OK in het voorontwerp omtrent de grensoverschrijdende omzetting. Daarbij merk ik op dat art. 6 EVRM niet noopt tot een rechterlijke procedure die bestaat uit meerdere instanties.

Daarnaast ligt het voor de hand de eerste drie zinnen van art. 2:350 lid 3, art. 2:351 en 2:352 BW van toepassing te verklaren. Met betrekking tot de uitvoering van deze bepalingen hebben de OK en haar raadsheer-commissaris de nodige ervaring. Zodra een procedure is aangevangen, kan de OK hetzij een of meer deskundigen benoemen, hetzij de prijs zelf vaststellen indien de Hoffmann Beheer-regel kan worden toegepast. Het zou mogelijk moeten zijn dat alle partijen bij aanvang van de procedure kunnen verzoeken dat het bericht van de deskundigen tussen hen de werking van een vaststellingsovereenkomst zal hebben (vgl. art. 2:343c lid 4 BW).

De deskundigen brengen een schriftelijk rapport uit. Art. 194 tot en met 199 Rv. zijn van toepassing.⁵¹ Op basis van dit rapport bepaalt de OK vervolgens de prijs van de aandelen en veroordeelt de vennootschap tot betaling daarvan. Het ligt daarbij overigens voor de hand dat de OK daarbij een afweging maakt in het licht van art. 2:98 of art. 207 BW, zoals uitgewerkt in art. 2:343 BW. Voor zover de relevante aandelen niet vervallen ter gelegenheid van de herstructurering veroordeelt de OK de aandeelhouder tot overdracht van de aandelen aan de vennootschap. De OK oordeelt ook over geschillen omtrent de uitvoering van de regeling (vgl. art. 2:343c lid 7 BW).

Bij de waardering zal wat betreft de peildatum en het omgaan met *discounts* in beginsel eenzelfde benadering kunnen worden gekozen als bij de geschillenregeling en de uitkoopregeling. Dit betekent dat wat betreft de peildatum zo dicht mogelijk wordt aangesloten bij de datum van feitelijk verlies van de aandelen, maar waarbij (anders dan de geschillenregeling) de rechter voor een andere peildatum kan kiezen als dat leidt tot een meer redelijk resultaat. Bij vaststelling van de waarde kan worden uitgegaan van een vergelijkbare derdenprijs (*comparable uncontrolled price*), dan wel van de fictie dat sprake is van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt, zonder minderheids- en illiquiditeitskorting.⁵² Voor een billijke verhoging en een bundeling met samenhangende vorderingen is in de procedure geen plaats.

51. Zie hierover P.P. de Vries, *diss.*, p. 330.

52. P.P. de Vries, *diss.*, p. 426-428