

Geschillen over het vertrek van een aandeelhouder: the good-, the bad-(leaver) & Haviltex

Bb 2023/41

In deze bijdrage bespreken de auteurs de uitspraak van de rechtbank Amsterdam 18 januari 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:867. Het betreft een geschil over het vertrek van een aandeelhouder via een leaver-bepaling in een aandeelhoudersovereenkomst.

1. Inleiding

Geschillen over leaver-bepalingen in aandeelhoudersovereenkomsten komen in de praktijk geregeld voor. Een vertrekkende aandeelhouder kan van mening zijn dat hij op grond van de aandeelhoudersovereenkomst als good leaver kwalificeert, terwijl de overblijvende aandeelhouders vinden dat hij een bad leaver is. De kwalificatie als good leaver of bad leaver is relevant voor de prijs die de vertrekkende aandeelhouder voor zijn aandelen krijgt bij (verplichte) aanbieding van zijn aandelen aan de overblijvende aandeelhouders.

De gepubliceerde jurisprudentie over dit soort geschillen is schaars, maar bevestigt wel dat een duidelijk geformuleerde leaver-bepaling in een aandeelhoudersovereenkomst voor een effectieve exit van een aandeelhouder kan zorgen.² Daarbij speelt een belangrijke rol dat aandeelhoudersovereenkomsten commerciële contracten zijn die door rechters objectiever en meer taalkundig worden uitgelegd dan andere soorten overeenkomsten.³

Dit artikel belicht het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 18 januari jl., dat bevestigt dat een leaver-bepaling een effectieve exit van een aandeelhouder kan faciliteren via een reguliere civiele procedure. Dit geldt ook als de leaver-bepaling niet direct wordt ingeroepen en tot gevolg heeft dat de aandeelhouder zelfs in een good leaver-situatie zijn investering niet terugkrijgt.

In deze zaak doet de overblijvende aandeelhouder van een start-up voor het eerst een beroep op de leaver-bepaling per brief in februari 2019 en daarna nogmaals in december 2021 na opzegging van de arbeidsovereenkomst van de vertrekkende aandeelhouder per december 2018. Na het starten van een procedure eind juni 2022 wordt vervolgens binnen 7 maanden de exit van de vertrekkende aandeelhouder bewerkstelligd tegen een aandelenprijs van EUR 1,-. De rechtbank legt de lat voor het aannemen van een beroep op rechtsverwerking hierbij hoog, in lijn met bestende rechtspraak, en hanteert als peildatum voor waardering van de aandelen het moment van opzegging van de

arbeidsovereenkomst. Als klap op de vuurpijl kan dit vonnis in de plaats van de notariële leveringsakte treden als de vertrekkende aandeelhouder weigert mee te werken aan de overdracht (op grond van artikel 3:300 lid 2 BW).

Interessant voor de rechtspraak is hoe de rechtbank tot haar oordeel komt bij beantwoording van een aantal vragen die in veel leaver-geschillen voorkomen:

- (i) Kan de opzegging van de arbeidsovereenkomst van de vertrekkende aandeelhouder worden aangeduid als een good leaver- of als een bad leaver-situatie onder de aandeelhoudersovereenkomst?
- (ii) Geldt er een aanbiedingsplicht, ook al is er een geruime periode verstreken voordat de leaver-bepaling werd ingeroepen?
- (iii) Tegen welke prijs dienen de aandelen te worden aangeboden?
- (iv) Welke peildatum voor de bepaling van de koopprijs dient te worden gehanteerd?

De rechtbank kwalificeert bij de beantwoording van de eerste twee vragen de aangedragen bewijsmiddelen aan de hand van een objectieve taalkundige uitleg van de relevante bepalingen.

Vragen iii en iv dienen volgens de rechtbank te worden uitgelegd aan de hand van de Haviltex-norm, daar in haar ogen een zuiver taalkundige uitleg niet volstaat. Bij de beantwoording van deze laatste twee vragen besteedt de rechtbank meer aandacht aan subjectieve omstandigheden om de partijbedoeling te duiden, maar concludeert zij dat de objectieve taalkundige uitleg van de bepalingen uit de aandeelhoudersovereenkomst dient te prevaleren.

2. Het geschil

Op 20 december 2016 zijn partijen een aandeelhoudersovereenkomst (de "**Aandeelhoudersovereenkomst**") aangegaan met betrekking tot hun deelneming in een in 2015 opgerichte B.V. (de "**Vennootschap**"). De Vennootschap is een start-up die behoort tot een internationale groep waar onder meer een andere Nederlandse en een Amerikaanse vennootschap ook deel van uitmaken.

De Aandeelhoudersovereenkomst bepaalt dat in geval van beëindiging van de samenwerking van de groep van de Vennootschap met de vertrekkende aandeelhouder, hij zijn aandelen moet aanbieden aan de overblijvende aandeelhouder (artikel 4 en 5). In de Aandeelhoudersovereenkomst is onderscheid gemaakt tussen de situatie dat de vertrekkende aandeelhouder vertrekt als bad leaver (artikel 2) of als good leaver (artikel 3).

Aanvankelijk heeft de vertrekkende aandeelhouder gewerkt voor de groep van de Vennootschap op basis van een managementovereenkomst. Vanaf 1 januari 2017 is de vertrekkende aandeelhouder op basis van een arbeidsovereenkomst werkzaam geweest bij de Amerikaanse

¹ Mr. B-A. De Ruijter en M. Feenstra zijn advocaat bij CMS.

² Zie bijvoorbeeld: Gerechtshof Den Haag, 6 april 2021, ECLI:NL:GHDHA:2021:915, Rechtbank Amsterdam, 11 januari 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:76, Rechtbank Rotterdam, 1 september 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:9338, Gerechtshof 's Hertogenbosch, 23 februari 2021, ECLI:HR:GHSHE:2021:534 en A.M.M. Huijg, H.M.C. van der Linden, 'De bad leaver regeling: it better be good', Bb 2022/18.

³ HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101 (Lundiform/Mexx).

groepsvennootschap. Per 30 november 2018 is de arbeids-overeenkomst van de vertrekkende aandeelhouder door de Amerikaanse groepsvennootschap opgezegd door middel van een opzeggingsbrief d.d. 7 september 2018, met de mededeling dat de vertrekkende aandeelhouder als good leaver wordt beschouwd.

Hierop verzoekt de overblijvende aandeelhouder per brief van 22 februari 2019 de vertrekkende aandeelhouder om zijn aandelen aan hem aan te bieden voor een bedrag van EUR 1,-. Vervolgens is er tussen partijen een tijd lang geen contact. Op 8 december 2021 sommeert de overblijvende aandeelhouder de vertrekkende aandeelhouder wederom mee te werken aan de aanbieding. Omdat de vertrekkende aandeelhouder niet reageert op deze sommatie betreft de overblijvende aandeelhouder hem in rechte bij dagvaarding van 30 juni 2022. De overblijvende aandeelhouder vordert, samengevat, dat de vertrekkende aandeelhouder wordt veroordeeld zijn medewerking te verlenen aan levering van zijn aandelen voor een bedrag van EUR 1,-.

De vordering van de overblijvende aandeelhouder is gebaseerd op de stelling dat door de beëindiging van de arbeidsrelatie van de vertrekkende aandeelhouder met de Amerikaanse groepsvennootschap sprake is van een situatie als omschreven in artikel 2 (bad leaver) of 3 (good leaver) van de Aandeelhoudersovereenkomst, waardoor de aanbiedingsplicht uit artikel 4 van de Aandeelhoudersovereenkomst geldt. De overblijvende aandeelhouder stelt daarbij dat de vertrekkende aandeelhouder zijn aandelen moet aanbieden voor een prijs van EUR 1,-, omdat deze geen waarde vertegenwoordigden op het moment dat de aanbiedingsplicht is ontstaan. Dit omdat de EBIT van de Vennootschap, waarop de aandelenprijs moet worden gebaseerd, in de twaalf maanden vóór het beëindigen van de samenwerking van de vertrekkende aandeelhouder negatief was.

Volgens de vertrekkende aandeelhouder is de aanbiedingsplicht uit artikel 4 niet van toepassing, omdat geen sprake is geweest van een situatie als omschreven in artikel 2 of artikel 3. De vertrekkende aandeelhouder betwist dat hij een (good- of bad) leaver is. Daarbij betwist hij dat hij überhaupt een arbeidsrelatie heeft gehad met de groep van de Vennootschap. Hij stelt dat hij alleen als zzp'er voor de groep heeft gewerkt. Verder betwist de vertrekkende aandeelhouder de waardering van de aandelen en de hoogte van de aandelenprijs. De vertrekkende aandeelhouder is van mening dat de aandelenprijs moet worden bepaald aan de hand van de EBIT van de andere Nederlandse groepsvennootschap of de gehele groep van de Vennootschap van de afgelopen twaalf maanden.

3. Oordeel rechtbank en beschouwing

3.1 (i) *Bad leaver of good leaver?*

Het is gebruikelijk om met managers die tevens aandeelhouders zijn in aandeelhoudersovereenkomsten overeen te komen dat zij, wanneer zij vertrekken als manager, tevens hun aandelen dienen aan te bieden aan de andere aandeelhouder(s). De prijs die zij ontvangen voor de aangeboden aandelen wordt dan afhankelijk gemaakt van kwalificatie

als good- of bad leaver. Een bad leaver zal over het algemeen een lagere prijs per aandeel kunnen verwachten. Doorgaans kwalificeren managers als bad leaver indien hun dienstbetrekking ten einde is gekomen als gevolg van een dringende reden als genoemd in artikel 7:678 BW. We zien dat in de bad leaver bepaling uit de Aandeelhoudersovereenkomst (artikel 2) eveneens aansluiting is gezocht bij deze norm.

De rechtbank moet dus ter beantwoording van de eerste vraag vaststellen of er sprake is van een situatie als omschreven in artikel 2 (bad leaver) of artikel 3 (good leaver). Zij concludeert vrij snel dat geen sprake is van een bad leaver-situatie omdat door de overblijvende aandeelhouder niet gesteld is dat de arbeidsovereenkomst met de vertrekkende aandeelhouder is beëindigd door een dringende reden toe te rekenen aan de vertrekkende aandeelhouder. In de opzeggingsbrief is daarnaast uitdrukkelijk aangegeven dat de vertrekkende aandeelhouder als een good leaver wordt beschouwd.

3.2 (ii) *Aanbiedingsplicht*

Bij de beoordeling van de vraag of de aanbiedingsplicht ook geldt als er geruime tijd is stilgezet hanteert de rechtbank terecht als uitgangspunt dat het enkele tijdsverloop voor het invoeren van de leaver-bepaling niet voldoende is voor een geslaagd beroep op rechtsverwerking.⁴ De omstandigheid dat de vertrekkende aandeelhouder twee maanden na het einde van de arbeidsovereenkomst voor het eerst is gevraagd om de aanbiedingsplicht na te komen en de overblijvende aandeelhouder vervolgens tot december 2021 heeft stilgezet, maakt niet dat er bij de vertrekkende aandeelhouder het gerechtvaardigde vertrouwen is gewekt dat de aanbiedingsplicht niet meer jegens hem geldend zou kunnen worden gemaakt. De rechtbank acht ook geen aanvullende bijzondere omstandigheden aanwezig op grond waarvan de vertrekkende aandeelhouder mocht aannemen dat de overblijvende aandeelhouder zich niet meer op de Aandeelhoudersovereenkomst zou beroepen. Dat betekent dat er volgens de rechtbank geen sprake is van rechtsverwerking, zoals wel door de vertrekkende aandeelhouder wordt gesteld. Hierbij is relevant dat uit artikel 18 van de Aandeelhoudersovereenkomst blijkt dat een nalaten tot een bepaald handelen van een contractspartij niet maakt dat die partij afstand doet van zijn of haar rechten. Anders dan de vertrekkende aandeelhouder aanvoert, geldt de inhoud van dat artikel (ook) tussen partijen. Vast staat namelijk dat partijen de Aandeelhoudersovereenkomst zijn overeengekomen, zodat de gehele Aandeelhoudersovereenkomst toepassing vindt.

Ten aanzien van de eerste twee vragen concluderen wij dat wordt volstaan met een objectieve taalkundige uitleg van de bepalingen uit de Aandeelhoudersovereenkomst. De bepalingen laten geen onduidelijkheid of leemte en de rechtbank acht het niet noodzakelijk om uitdrukkelijk extra aandacht te besteden aan andere factoren dan de taalkundige uitleg.

⁴ Zie o.a. HR 11 november 2016, ECLI:NL:HR:2016:2574 (*Bab/Cordial*), HR 24 april 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2635 en HR 18 januari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY0543.

3.3 (iii) Prijs voor de aan te bieden aandelen

Artikel 5 lid 1 sub b van de Aandeelhoudersovereenkomst luidt als volgt: "(...) A Good Leaver is required to offer the shares held by him in [de Vennootschap (red.)] at 100% of the value based on 5 x the EBIT for the last 12 months". Partijen vatten dit artikel in verschillende zin op. De overblijvende aandeelhouder vindt dat de aandelenprijs moet worden vastgesteld aan de hand van de EBIT van de Vennootschap van de twaalf maanden voorafgaand aan het beëindigen van de samenwerking met de vertrekkende aandeelhouder. De vertrekkende aandeelhouder voert aan dat de aandelenprijs moet worden vastgesteld aan de hand van de EBIT van de andere Nederlandse groepsvennootschap of de gehele groep van de Vennootschap van de afgelopen twaalf maanden vanaf heden, waarmee het moment van aanbidding lijkt te worden bedoeld.

De rechtbank oordeelt dat niet kan worden volstaan met enkel een zuiver taalkundige uitleg van artikel 5 lid 1 sub b en dat de Haviltex-maatstaf dient te worden gehanteerd. Dat betekent dat het bij de beantwoording van de vraag wat partijen zijn overeengekomen aankomt op de betekenis die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan elkaars verklaringen en gedragingen mochten toekennen, en op wat zij daarover redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten.

Uit vaste jurisprudentie volgt dat de Haviltex-maatstaf zowel een subjectieve als objectieve component kent.⁵ Een uitleg van een overeenkomst aan de hand van de subjectieve Haviltex-maatstaf is gericht op het achterhalen van de partijbedoeling door toekenning van gewicht aan meer subjectieve aanknopingspunten. Uitleg aan de hand van deze maatstaf ligt in de rede in situaties waarin rechtsverhoudingen ongelijker zijn of partijen over minder rechtskennis beschikken, bijvoorbeeld bij contracten met consumenten. Bij uitleg aan de hand van de objectieve Haviltex-maatstaf wordt (a) de tekst van de clausule gelezen in (b) de context van de gehele overeenkomst, waarbij (c) ook wordt gekeken naar de kenbare strekking van het relevante beding en (d) de plausibiliteit van de uitleg.⁶ Bij de uitleg van commerciële overeenkomsten zoals aandeelhoudersovereenkomsten rechtvaardigt de aard van zulke overeenkomsten de toepassing van de objectieve Haviltex-maatstaf met inachtneming van alle omstandigheden van het geval.⁷ Aangenomen wordt dat partijen bij dit soort contracten professioneel zijn

en met deskundige bijstand weloverwogen een schriftelijke overeenkomst hebben gesloten.⁸

De rechtbank stelt vast dat de uitleg van de overblijvende aandeelhouder (dat de EBIT van de Vennootschap wordt bedoeld) strookt met de taalkundige uitleg van artikel 5 lid 1 sub b. Zij neemt ook de inhoud van de overige bepalingen uit de Aandeelhoudersovereenkomst in ogenschouw en onderbouwt haar oordeel door erop te wijzen dat in de Aandeelhoudersovereenkomst uitdrukkelijk gesproken wordt over de Vennootschap en niet over een andere entiteit of de groep van de Vennootschap. Ook in de rest van de Aandeelhoudersovereenkomst zijn geen aanknopingspunten te vinden om aan te nemen dat de waarde van een andere entiteit dan de Vennootschap moet worden genomen.

De rechtbank kent in deze geen gewicht toe aan de stelling van de vertrekkende aandeelhouder dat de prijs die hij destijds heeft betaald voor de aandelen is gebaseerd op de waarde van de Nederlandse groepsvennootschap of de gehele groep van de Vennootschap. De kenbare strekking en meest plausibele uitleg van deze bepaling leiden tot de conclusie dat de aandelenprijs die de vertrekkende aandeelhouder voor zijn aandelen krijgt moet worden vastgesteld op basis van de waarde van de Vennootschap.

Het maakt dus uit wat partijen op papier afspreken. Als zij duidelijk hadden beschreven welke EBIT dient te worden genomen door bijvoorbeeld een definitie van EBIT op te nemen in het contract, was er geen discussie geweest.

3.4 (iv) Peildatum

Bij de vaststelling van de peildatum en de aandelenprijs kijkt de rechtbank voor de bedoeling van partijen allereerst naar wat in de Aandeelhoudersovereenkomst schriftelijk is afgesproken. Voor het bepalen van de peildatum moet volgens de rechtbank worden aangeknoopt bij artikel 4 lid 1 van de Aandeelhoudersovereenkomst. Op grond daarvan rustte op de vertrekkende aandeelhouder de verplichting om de aandelen onmiddellijk (*immediately*) aan te bieden aan de overblijvende aandeelhouder. In samenhang met artikel 4 van de Aandeelhoudersovereenkomst leest de rechtbank artikel 5 lid 1 sub b van de Aandeelhoudersovereenkomst zo dat de periode van twaalf maanden wordt gerekend vanaf het moment dat de samenwerking met de vertrekkende aandeelhouder is beëindigd: 1 december 2018. Met betrekking tot de hoogte van de aandelenprijs stelt de rechtbank met verwijzing naar de jaarrekeningen van de Vennootschap vast dat de overblijvende aandeelhouder voldoende heeft onderbouwd dat de Vennootschap in de periode van twaalf maanden voorafgaand aan 1 december 2018 geen winst heeft gemaakt en de EBIT van de Vennootschap in die periode negatief was. De aandelen hadden dus op het moment van vertrek van de aandeelhouder op grond van de waarderingsmaatstaf uit artikel 5 lid 1 sub b van de Aandeelhoudersovereenkomst geen waarde en de symbolische koopprijs mocht op EUR 1,- worden gezet.

5 HR 20 februari 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO1427, NJ 2005/473, r.o. 4.4 (DSM/Fox), A-G Timmerman in zijn conclusie (onder 4.31) voor HR 23 oktober 2009, ECLI:NL:HR:2009:BJ7331.

6 B-A. de Ruijter en D. Glazener, Kroniek overnamegeschillen in coronajaar 2021, MvO nr. 5 & 6/2022, p. 125 – 135.

7 HR 19 januari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ3178 (Meyer/Pontmeyer), HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101 (Lundiform/Mexx), zie ook A-G Timmerman in zijn conclusie (onder 4.32 en 4.36) voor HR 23 oktober 2009, ECLI:NL:HR:2009:BJ7331. Eerder hanteerde ook het Gerechtshof 's Hertogenbosch deze maatstaf is bij de uitleg van een good leaver/bad leaver-bepaling: Gerechtshof 's Hertogenbosch, 23 februari 2021, ECLI:HR:GHSHE:2021:534, r.o. 3.7.4.

8 HR 19 januari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ3178 (Meyer/Pontmeyer), zie ook A-G Timmerman in zijn conclusie (onder 4.32 en 4.36) voor HR 23 oktober 2009, ECLI:NL:HR:2009:BJ7331.

Tot slot wijdt de rechtbank nog een paragraaf aan de stelling van de vertrekkende aandeelhouder dat de overblijvende aandeelhouder hem ten tijde van de investering heeft voorgespiegeld dat investeren in de groep van de Vennootschap een 'no-brainer' was, dat de groep veel winst zou gaan maken, dat hij geen geld zou kunnen verliezen en alleen maar beter kon worden van deze investering. De rechtbank merkt op dat aan deze stelling geen verweer is verbonden en dat uit de aard van de investering (in een start-up) en uit de regeling die is overeengekomen in de Aandeelhoudersovereenkomst in ieder geval niet blijkt dat de investering zonder enig risico was. De verwachting van de vertrekkende aandeelhouder dat hij bij een uitkoop in ieder geval zijn inleg zou terugkrijgen, moet volgens de rechtbank dan ook voor zijn eigen rekening blijven.

In deze laatste rechtsoverweging lezen wij de toepassing van de subjectieve Haviltex-maatstaf door de rechtbank. De rechtbank lijkt aandacht te besteden aan de vraag of bij de vertrekkende aandeelhouder op basis van mededelingen gedaan door de overblijvende aandeelhouder bij het aangaan van de investering redelijkerwijs verwachtingen zijn gewekt op basis waarvan de vertrekkende aandeelhouder de afspraken tussen partijen en de zin van de bepalingen die zij in de Aandeelhoudersovereenkomst zijn overeengekomen zo had kunnen opvatten dat hij nooit een lagere prijs voor zijn aandelen zou kunnen krijgen dan het bedrag van zijn investering (EUR 28.000,-).

De rechtbank komt tot de conclusie dat dit niet zo is. De rechtbank besteedt hier ook aandacht aan de hoedanigheid van de partijen, volgens de Hoge Raad ook een relevante omstandigheid bij de uitleg van contracten,⁹ en concludeert dat zij als investeerders in een start-up hadden moeten bedenken dat zo'n investering niet zonder risico's is.

Wij vinden deze argumentatie van de rechtbank goed te volgen. Een investering in een start-up of scale-up onderneming is van nature risicovol en het komt niet zelden voor dat ondernemingen in de start-up- of scale-up-fase niet de waardegroei kunnen realiseren die aanvankelijk werd beoogd door investeerders.

Op grond van bovenstaande concludeert de rechtbank dat de vorderingen van de overblijvende aandeelhouder moeten worden toegewezen en dat de vertrekkende aandeelhouder zijn aandelen moet overdragen aan de overblijvende aandeelhouder voor een prijs van EUR 1,-.

In de laatste paragraaf van haar conclusie plaatst de rechtbank de opmerkelijke kanttekening dat zij zich realiseert dat de uitkomst van deze procedure onbevredigend is voor de vertrekkende aandeelhouder, vooral aangezien op zitting is gebleken dat de overblijvende aandeelhouder aan de andere oud-aandeelhouders van de Vennootschap het aanbod heeft gedaan om hun inleg in geval van verkoop van de Vennootschap terug te geven en de overblijvende aandeelhouder tegenover de vertrekkende aandeelhouder niet (meer) bereid was dit aanbod te doen (althans niet zonder dat daar een vergoeding van gemaakte juridische kosten tegenover stond). De rechtbank vervolgt dat een dergelijk

aanbod echter niet juridisch afdwingbaar is en wijst daarbij op de schriftelijke afspraken tussen partijen in de Aandeelhoudersovereenkomst. Dat die afspraken nadelig zijn voor de vertrekkende aandeelhouder is geen grond om die afspraken opzij te zetten, zo besluit de rechtbank.¹⁰

4. Conclusie

De gang naar de rechter heeft in deze zaak ertoe geleid dat een patstelling die al een aantal jaar voortduurde binnen een periode van maanden is beslecht en dat door de toewijzing van de vordering tot indeplaatsstelling van het vonnis als leveringsakte, de overblijvende aandeelhouder de overdracht van de aandelen direct kan bewerkstelligen als de vertrekkende aandeelhouder geen medewerking verleent aan de levering van de aandelen.

In onze ogen is de toepassing door de rechtbank van de objectieve Haviltex maatstaf in dit geval gerechtvaardigd gezien de aard van de overeenkomst en de verhoudingen tussen partijen als medeaandeelhouders in een start-up en leidt de overwegend taalkundige uitleg tot de meest plausible interpretatie van de afspraken tussen partijen. Dit leidt tot een nadelige situatie voor de vertrekkende aandeelhouder door de aandelenprijs van EUR 1,-. Dit staat in schril contrast met het feit dat hij voor deze aandelen zelf een bedrag van EUR 28.000,- heeft betaald en de andere aandeelhouders wel hun inleg hebben teruggekregen. Dat lijkt onrechtvaardig. De rechtbank geeft in dit kader aan dat zij zich realiseert dat deze uitkomst onbevredigend is voor de vertrekkende aandeelhouder. Dit is echter wel wat partijen zijn overeengekomen (*pacta sunt servanda*). De vertrekkende aandeelhouder had dus bij het opstellen van de Aandeelhoudersovereenkomst beter moeten opletten.

De les voor de praktijk is dat toepassing van de Haviltex-maatstaf 'ugly' kan uitpakken, zelfs voor een good leaver, wanneer het aankomt op het uitleggen van gemaakte afspraken tussen aandeelhouders. Dus het devies moet zijn: bezint eer ge begint. Partijen die (laten) investeren in ondernemingen, met name in start-ups of scale-ups, moeten goed nadenken over de formulering van de afspraken die zij maken met hun medeaandeelhouders in de leaver-bepalingen over de aandelenprijs die zij zullen krijgen voor hun aandelen in het geval dat zij een exit maken. Als geen afspraken worden gemaakt over de te ontvangen (minimale) aandelenprijs en peildatum voor de waardering in dat verband bij een exit, heeft de investeerder geen enkele garantie dat hij minimaal zijn inleg terugkrijgt bij verkoop. Met name bij een good leaver-, bad leaver-bepaling zullen het

⁹ HR 20 september 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA0727 (Rotterdam/Eneco).

¹⁰ In deze context wijzen wij ook op de recente conclusie van P-G Drijber bij de Hoge Raad met betrekking tot een uitspraak van het Gerechtshof 's-Hertogenbosch waartegen cassatie is ingesteld. Het Hof oordeelde in deze zaak dat een koopprijs voor certificaten die uiteindelijk uitkomt op EUR 1,- niet maakt dat toepassing van een bad leaver-bepaling uit een certificatenhoudersovereenkomst in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Volgens Drijber is dit oordeel van het Hof niet onbegrijpelijk. De Hoge Raad heeft deze zaak vervolgens afgedaan met een beroep op 81 RO (HR 14 april 2023, ECLI:NL:HR:2023:558).

prijsbepalingsmechanisme en zeker ook de peildatum aandacht vereisen. Voor de investeerder is het raadzaam om deze peildatum vast te zetten op een moment dat de waarde of winstgevendheid van de vennootschap zo voordelig mogelijk is.