RO 2008, 49

HOF AMSTERDAM (ONDERNEMINGSKAMER)
15 mei 2008, (voorheen rolnr. 757/2007 OK en thans) rolnr. 106.006.849/1 OK
(Mrs. J.H.M. Willems, P.M.F. van Loon, A.C. Faber, prof. dr. J. Klaassen RA, N.J. Westdijk)

BW art. 2:92a lid 5 en 6

Uitkoopprocedure. Prijsvaststelling.
In hoeverre kan bij de prijsvaststelling in een uitkoopprocedure worden uitgegaan van de beurskoers van het aandeel?

Eiseressen, hierna: 'Euronext c.s.', vorderen de overdracht van de door de overige aandeelhouders van Euronext N.V. gehouden aandelen. Hieraan is een succesvol openbaar bod voorafgegaan naar aanleiding waarvan Euronext c.s. ten minste 95 % van de aandelen heeft verworven. Dit geschil betreft de prijsvaststelling. Eiseressen vorderen de bepaling van de prijs op een vast bedrag gebaseerd op onder andere verschillende 'fairness opinions' verkregen in het kader van het openbaar bod en de aanvaarding op grote schaal van het bod. Gedaagden, althans een deel van hen, (hierna: Trafalgar c.s.) stellen dat die prijs niet redelijk en aanvaardbaar is, omdat in hoofdzaak de actuele waarde van het aandeel sinds het openbaar bod aanzienlijk is gestegen.

OK: Nu uit de wetsgeschiedenis niet blijkt dat de wetgever een bepaald waardebegrip of een bepaalde methode van waardevaststelling van de aandelen voor ogen heeft gestaan, ligt het in de rede om de prijs vast te stellen op de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum hebben in het economisch verkeer. Voor een beursaandeel dient die waarde in beginsel te worden vastgesteld op de prijs betaald op de beurs. Het is betoogd dat na een geslaagd openbaar bod de beurskoers doorgaans blijft hangen juist onder het niveau van de biedprijs en dat die koers, ook in het onderhavige geval, niet heeft gereageerd op tussentijdse cijfers, terwijl de resultaten van de vennootschap onmiskenbaar van belang zijn voor de waarde van het aandeel, er voorts nog nauwelijks liquiditeit is in het aandeel en de beurskoers na een geslaagd bod voornamelijk wordt bepaald door het feit dat de bieder de minderheid kan uitkopen. Dat maakt niet dat niet van de op de beurs betaalde prijs kan worden uitgegaan. Als op de voor die resterende aandelen bestaande markt de prijsvorming na een geslaagd openbaar bod plaatsvindt op de wijze zoals door gedaagden beschreven, dan moet worden aangenomen dat zulks in het vrije spel van vraag en aanbod met betrekking tot het desbetreffende aandeel de appreciatie van de marktpartijen weergeeft van de eigenschappen die dat aandeel onder de dan geldende omstandigheden heeft. Nu het ook deze aandelen zijn die de insteller van de uitkoopvordering na toewijzing van zijn vordering

zal verwerven, gaat het niet aan een prijs vast te stellen die deze aandelen zouden hebben gehad als er niet sprake was geweest van een geslaagd bod en de handel in het aandeel een groot volume zou hebben. De OK stelt de prijs van de aandelen vast op het door eiseressen gestelde bedrag.

Zie ook:
- HR 11 september 1996, *NJ* 1996, 176 (*Internationale Nederlanden Groep*);
- Hof Amsterdam (OK) 16 september 1999, *JOR* 1999/246 (*MoGen International*);
- Hof Amsterdam (OK) 26 juli 2001, *JOR* 2001/181 (*Cenocorp*);
- Hof Amsterdam (OK) 30 juni 2005, *ARO* 2005/110 (*Rodamco Asia*);
- Hof Amsterdam (OK) 5 januari 2006, *ARO* 2006/25 (*Koninklijke P&O Nedlloyd*);
- Hof Amsterdam (OK) 9 november 2006, *ARO* 2006, 187 en *JOR* 2007/11 (*N.V. Koninklijke Frans Maas Groep*);
- Hof Amsterdam (OK) 27 september 2007, *RO* 2007, 90 en *JOR* 2008/12 (*Seagull Holding*);
- Groene Serie Rechtspersonen (Huizink) art. 92a, aant. 2. (losbl., Kluwer);
- W.J. Slagter, 'De prijsbepaling bij uitkoop'in *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2001-2002, Kluwer: Deventer 2002, p. 183 e.v.

Zie anders:
- J. den Boer, 'Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregelin', *WPNR* 2002/6487 p. 339 e.v.;
- Hof Amsterdam (OK) 23 maart 2000, *JOR* 2000/101;
- Hof Amsterdam (OK) 23 september 2004, *ARO* 2004, 124 en *JOR* 2004/297 (*Vodafone*).

Wenk:
Het is blijkens literatuur en jurisprudentie een ingeburgerd verschijnsel om een geslaagd openbaar bod te laten volgen door een uitkoopprocedure om aldus gefaseerd alle aandelen te verwerven. Daartegen bestaan op zich geen bezwaren. Dat geldt overigens ook in beginsel voor de uitkoopprocedure waaraan een driehoeksfusie is voorafgegaan. Zie HR 14 september 2007, *RO* 2007, 84 en *NJ* 2007, 610 (*Versatel*). In *RO* 2008, 37 is reeds ingegaan op de problematiek rond de prijsvaststelling in een uitkoopprocedure. In de onderhavige zaak gaat het specifiek om de prijsvaststelling in een uitkoopprocedure waaraan een openbaar bod is voorafgegaan. De OK oordeelt geheel in lijn met het leeuwendeel van haar eerdere jurisprudentie dat de waarde van een beursaandeel in het economisch verkeer in beginsel dient te worden vastgesteld op de prijs die op de beurs voor het aandeel wordt betaald. Bijzondere omstandigheden daargelaten, beantwoordt de op de beurs betaalde prijs aan de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding, aldus de OK. De door een deel der minderheidsaandeelhouders gestelde neutraliserende werking van het openbaar bod op de koersontwikkeling van het aandeel, ondanks gunstige ontwikkelingen binnen de onderneming na het openbaar bod, vindt de OK niet van belang, omdat – geparafraseerd weergegeven – de gevolgen van het openbaar bod op de koersontwikkeling van het aandeel als onderdeel moeten worden gezien van het vrije spel van vraag en aanbod en daarmee tot de eigenschappen van het aandeel zijn gaan behoren. De OK laat deze overweging onmiddellijk volgen door de overweging dat de uitkoopregeling ook inhoudt dat een prijs moet worden betaald die overeenkomt met de waarde van de aandelen ten tijde van de overdracht of op een tijdstip daar zo dicht mogelijk tegenaan. Dat is niet nieuw. De OK wijst er vervolgens op dat dit mee kan brengen dat de aandeelhouder die niet is ingegaan op het openbaar bod in een financieel ongunstiger positie kan komen verkeren dan de aandeelhouder die zijn aandelen wel heeft aangeboden. De OK lijkt daarmee een waarschuwing te willen afgeven. Onwillige minderheidaandeelhouders moeten er niet te snel op rekenen dat in het kader van een uitkoopprocedure na een geslaagd openbaar bod, een hogere prijs voor de aandelen zal kunnen worden gerealiseerd dan de beursprijs.

1. Nyse Euronext (Holding) N.V., te Amsterdam,
2. Euronext N.V., te Amsterdam,
3. Euronext Paris S.A., te Parijs, Frankrijk, eiseressen, adv. en proc. mr. A.F.J.A. Leijten,

tegen

1. Stichting Option Plan SBF, te Amsterdam, gedaagde, adv. en proc. mr. M. Gungormez,
2. Euroclear France S.A., te Parijs, Frankrijk, gedaagde, niet verschenen,
3. Effectenkantoor Wijs & Van Oostveen B.V., te Amsterdam, gedaagde, adv. en proc. mr. A.H. Beekhuizen,
4. Kaldenbach Derivatives Trading B.V., te Leidschendam,
5. J.V.R. Options B.V., te 's-Gravenhage,
6. PDM Holding B.V., te Hoorn (N.H.),
7. Polderpeil Options B.V., te Alphen aan de Rijn,
8. Postbank N.V., te Amsterdam,
9. Scrocca Option Trading B.V., te Castricum,
10. Vector Capital Markets B.V., te Amsterdam,

11.a. Newtrade Financial Group B.V., te Amsterdam,
11.b. Newtrade Derivatives I B.V., te Amsterdam,
11.c. Flow Traders B.V., te Amsterdam,
12. Delta Lloyd Bank N.V., te Brussel, België,
13. S.A.A. Bernard, te Kontich, België,
14. G.L. BlanC, te Villeurbanne, Frankrijk,
15. B.S. Cobbett, te Parijs, Frankrijk,
16. R. Szwec, te Parijs, Frankrijk,

17. CDC Marchés S.A., te Parijs, Frankrijk,
18. Crédit Lyonnais Securities Europe-France S.A., te Parijs, Frankrijk,
19. Dresdner Kleinwort Wasserstein Securities Limited, te Londen, Verenigd Koninkrijk,
20. Robertson Stephens International, LTD., te Londen, Verenigd Koninkrijk,
21. UBS A.G., te Zürich, Zwitserland,
22. De gezamenlijke, niet bij naam bekende, houders van aandelen in het geplaatste kapitaal van de naamloze vennootschap Euronext N.V., te amsterdam, zonder bekende woon- of verblijfplaats in of buiten nederland, gedaagden, niet verschenen,
23. Trafalgar catalyst fund, te Georgetown, Kaaiman Eilanden,
24. Trafalgar entropy fund, te Georgetown, Kaaiman Eilanden, gedaagden, adv. mr. V.M. Neering, proc. mr. P.N. van Regteren Altena.

Hof:

1 *Het verloop van het geding*

1.1. Eiseressen hebben bij exploten van 6 juni 2007 met producties – naast een gedaagde jegens wie het geding ter rolle van 20 september 2007 is geroyeerd – gedaagden sub 1 tot en met sub 22 gedagvaard om te verschijnen ter terechtzitting van de Ondernemingskamer van 5 juli 2007 teneinde te horen eisen en concluderen dat het de Ondernemingskamer moge behagen bij arrest, uitvoerbaar bij voorraad,

1) gedaagden, alsmede degenen aan wie de aandelen zullen toebehoren, te veroordelen het onbezwaarde recht op de aandelen in het geplaatste kapitaal van de naamloze vennootschap Euronext N.V. (hierna de vennootschap te noemen), gevestigd te Amsterdam, waarvan zij houder zijn, aan eiseres sub 1 (hierna Holding te noemen) over te dragen;
2) de prijs van de over te dragen aandelen per de datum van het te wijzen arrest, althans per een door de Ondernemingskamer te bepalen dag, vast te stellen primair op €94,05 per aandeel en subsidiair op een door de Ondernemingskamer te bepalen ander bedrag;
3) te bepalen dat de prijs van de over te dragen aandelen wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf de door de Ondernemingskamer te bepalen dag als bedoeld onder 2) tot de dag van de overdracht of de dag van de consignatie van de prijs met rente overeenkomstig art. 2:92a lid 8 BW;
4) te bepalen dat de contante waarde van eventuele uitkeringen op de over te dragen aandelen die in de onder 3) bedoelde periode betaalbaar worden gesteld, op de dag van betaalbaarstelling strekt tot gedeeltelijke betaling van de prijs met rente;
5) Holding te veroordelen de prijs met rente te betalen aan degenen aan wie de aandelen toebehoren of zullen toebehoren, tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen;
6) omtrent de kosten van het geding een zodanige uitspraak te geven als de Ondernemingskamer meent dat behoort.

1.2. Ter rolle van 5 juli 2007 zijn gedaagden sub 1, 3, 23 en 24 in rechte verschenen.

1.3. Ter rolle van 12 juli 2007 is vastgesteld dat gedaagden sub 4 tot en met 13, 17, 21 en 22 niet in rechte zijn verschenen; tegen hen is verstek verleend.

1.4. Ter rolle van 9 augustus 2007 is vastgesteld dat gedaagden sub 2, 14, 15, 16, 19 en 20 niet in rechte zijn verschenen; tegen hen is verstek verleend. Daarnaast zijn eiseressen in de gelegenheid gesteld gedaagde sub 18 opnieuw te dagvaarden.

1.5. Gedaagde sub 1 en gedaagde sub 3 hebben zich – ieder bij afzonderlijke – akte van 20 september 2007 gerefereerd aan het oordeel van de Ondernemingskamer. Ter rolle van die datum is voorts vastgesteld dat gedaagde sub 18 niet in rechte is verschenen en is tegen haar verstek verleend.

1.6. Eiseressen hebben bij akte van eveneens 20 september 2007 de in de dagvaarding genoemde producties overgelegd.

1.7. Gedaagden sub 23 en 24 (hierna gezamenlijk Trafalgar c.s. te noemen) hebben bij conclusie van antwoord van 1 november 2007 geconcludeerd, dat het de Ondernemingskamer moge behagen:

primair de prijs van de over te dragen aandelen vast te stellen op €129,09 per aandeel, te verhogen met de wettelijke rente vanaf 18 oktober 2007 tot en met de dag van de overdracht;

subsidiair de prijs per aandeel van de over te dragen aandelen vast te stellen op €112,91 per 18 oktober 2007, althans op een door de Ondernemingskamer vast te stellen bedrag, te verhogen met de wettelijke rente vanaf de dag per wanneer de waarde zal zijn vastgesteld tot en met de dag van de overdracht;

meer subsidiair de prijs van de over te dragen aandelen vast te stellen op €95,07, althans op €94,05 te verhogen met de wettelijke rente vanaf 4 april 2007 tot en met de dag van de overdracht.

1.8. Ter rolle van 15 november 2007 hebben Trafalgar c.s. bij akte aanvullende producties in het geding gebracht.

1.9. De advocaten van eiseressen en Trafalgar c.s. hebben het standpunt van de door hen vertegenwoordigde partijen nader toegelicht bij pleidooi ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 10 januari 2008, beiden aan de hand van aan de Ondernemingskamer overgelegde pleitnotities en wat mr. Leijten betreft onder overlegging van – op voorhand aan de Ondernemingskamer en mr. Neering gezonden – nadere producties.

2 *De vaststaande feiten*

2.1. Het maatschappelijke kapitaal van de vennootschap bedraagt €1.200.000.000 en is verdeeld in 200.000.000 gewone aandelen van elk nominaal €6. Het geplaatste kapitaal van de vennoot-

schap bedraagt €675.343.554 en is verdeeld in 112.557.259 gewone aandelen. Alle aandelen luiden op naam en zijn genoteerd aan de effectenbeurs van Euronext Paris S.A. te Frankrijk.
2.2. Op 1 juni 2006 zijn NYSE Group, Inc., de vennootschap, NYSE Euronext, Inc., en Jefferson Merger Sub, Inc. overeengekomen dat de activiteiten van NYSE Group, Inc. en de vennootschap samengevoegd zouden worden onder een gezamenlijke houdstervennootschap NYSE Euronext Inc. (hierna NYSE Euronext te noemen). Op 19 december 2006 hebben de aandeelhouders van de vennootschap de voormelde combinatie goedgekeurd in een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders. Vervolgens heeft Holding, een middellijke 100%-dochtervennootschap van NYSE Euronext, op 15 februari 2007 een openbaar bod uitgebracht op alle uitstaande aandelen van de vennootschap onder de voorwaarden zoals uiteengezet in een tweetal Franstalige biedingsberichten van 18 januari 2007 en een Engelstalig exchange offer prospectus (hierna het prospectus te noemen) van 15 februari 2007. Het openbare bod en de afwikkeling daarvan waren onderworpen aan de biedingsregels naar het Franse recht.
2.3. De ingevolge het bod geboden tegenprestatie per aandeel bestond uit een gecombineerd primair bod, bestaande uit (i) €21,32 in contanten en (ii) 0,98 NYSE Euronext 'common stock' (hierna het primaire bod te noemen) en twee secundaire biedingen, te weten (a) een ruilbod ad 1,2633 NYSE Euronext 'common stock' (hierna het secundaire ruilbod te noemen) en (b) een bod in contanten ad €95,07 (hierna het secundaire cash bod te noemen).
2.4. Het primaire bod behelsde een onherroepelijk aanbod. Het secundaire ruilbod en het secundaire cash bod werden blijkens het prospectus uitgebracht onder het voorbehoud van aanpassingen teneinde te verzekeren dat het geheel van contante betalingen, respectievelijk van het aantal uit te geven aandelen NYSE Euronext 'common stock', onder het openbare bod gelijk zou zijn aan het totale bedrag dat in contanten zou worden betaald, respectievelijk het totale aantal aandelen NYSE Euronext 'common stock' dat zou worden uitgegeven, indien alle aandeelhouders de tegenprestatie onder het primaire bod zouden ontvangen.
2.5. De aanmeldingstermijn liep af op 21 maart 2007. De Franse Autorité des Marchés Financiers (hierna de AMF te noemen) heeft op 30 maart 2007 bekendgemaakt dat in totaal 102.898.263 aandelen waren aangemeld. Volgens het persbericht van de AMF bleken 8.332.828 aandelen aangemeld onder het primaire bod, 3.146.338 onder het secundaire ruilbod en 91.419.097 onder het secundaire cash bod, welke aantallen als gevolg van het hiervoor beschreven aanpassingsmechanisme zijn aangepast naar respectievelijk 98.842.319 aandelen, 3.146.338 aandelen en 909.606 aandelen. Holding heeft het bod gestand gedaan op 4 april 2007. Op die datum heeft betaling voor en levering van alle onder het bod aangemelde aandelen plaatsgevonden.
2.6. Op 2 april 2007 heeft Holding in overeenstemming met het geldende Franse recht het bod heropend tot 17 april 2007. Dit leidde tot de naaanmelding en verwerving van 6.251.579 aandelen, zodat Holding thans 109.149.842 aandelen in de vennootschap houdt. Betaling voor en levering van alle onder het heropende bod aangemelde aandelen vond plaats op 27 april 2007.
2.7. De notering van de aandelen aan de effectenbeurs Euronext Paris S.A. is – naar Frans gebruik – nog niet beëindigd.

3 *De gronden van de beslissing*
3.1. Nu althans tegen een aantal van de gedaagden verstek is verleend dient de Ondernemingskamer ambtshalve te onderzoeken of eiseressen tezamen voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaffen.
3.2. Eiseressen hebben haar vordering ingesteld als groepsmaatschappijen van elkaar als bedoeld in art. 2:92a BW. Nu eiseressen echter zelf dienaangaande stellen dat Holding reeds voor eigen rekening meer dan 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaft zal de Ondernemingskamer slechts deze laatste stelling onderzoeken.
3.3. Ten bewijze van haar stelling dat Holding op de dag van de dagvaarding 109.149.842 aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap hield, hebben eiseressen overgelegd (kopieën van) (i) de thans vigerende statuten van de vennootschap, zoals deze statuten zijn komen te luiden na de akte van statutenwijziging van 10 augustus 2006, (ii) een uittreksel uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel voor Amsterdam van 3 juli 2007, (iii) het aandeelhoudersregister van de vennootschap, (iv) een verklaring van mr. B. Bier, notaris te Amsterdam, van 3 juli 2007, inhoudende dat Holding per 29 juni 2007 meer dan 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschafte, (v) een mededeling van de AMF van 30 maart 2007 over het resultaat van het openbare bod alsmede een mededeling van 23 april 2007 over het resultaat van het heropende bod.
3.4. De Ondernemingskamer acht op grond van de voormelde bescheiden, deze mede in onderling verband en samenhang bezien, genoegzaam vaststaan dat eiseressen op de dag van de dagvaarding voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaften. Haar vordering is in zoverre deugdelijk.
3.5. Aan de door gedaagden gehouden aandelen zijn geen bijzondere rechten inzake de zeggenschap in de vennootschap verbonden. Gesteld noch gebleken is dat gedaagden ondanks de vergoeding ernstige stoffelijke schade zouden – kunnen – lijden door de overdracht of dat eiseressen jegens – een der – gedaagde(n) afstand heeft gedaan van haar bevoegdheid de onderhavige vordering in te dienen.

3.6. Op grond van het vorenoverwogene kan de vordering van eiseressen in beginsel worden toegewezen en spitst het onderhavige geschil zich (nog slechts) toe op de door eiseressen te betalen prijs voor de over te dragen aandelen.

3.7. Wat de prijs van de over te dragen aandelen betreft, hebben eiseressen overgelegd (kopieën van) (i) de jaarrekeningen van de vennootschap over de jaren 2003, 2004, 2005 en 2006, (ii) de Franstalige biedingsberichten ter zake van het openbare bod van 15 februari 2007, (iii) het prospectus van 15 februari 2007 en (iv) een bewijsstuk betreffende de slotkoers van €74,21 van het aandeel NYSE Euronext 'common stock' op 4 april 2007.

3.8. In de voormelde biedingsberichten zijn onder meer opgenomen (i) fairness opinions van C. Silver, vice chairman, werkzaam bij Morgan Stanley & Co. Limited en – naar de Ondernemingskamer aanneemt: een of meer personen werkzaam bij – ABN AMRO Corporate Finance France S.A. van 3 januari 2007 inhoudende dat vanuit financieel oogpunt het bod fair is voor de aandeelhouders van de vennootschap, (ii) een fairness opinion van J.F. Rérolle en F. Faure, managing directors, werkzaam bij Houlihan Lokey Howard & Zukin (Europe) Limited van 4 januari 2007 inhoudende dat vanuit financieel oogpunt het bod fair is voor de aandeelhouders van de vennootschap onder verwijzing naar een bijgevoegd independant valuation report van Houlihan Lokey Howard & Zukin (Europe) en (iii) de volgende uiteenzetting over de biedprijs:

> Based on [de vennootschap] share price before the filing of the exchange offer, the standard offer consideration reflects a premium ranging from 6% to 11,7% depending on the period.
>
> Based on [de vennootschap] share price before the announcement of the exchange offer, the standard offer consideration reflects a premium ranging from 4,6% to 20,9% depending on the period.

3.9. Voorts hebben eiseressen ten aanzien van de prijs van de over te dragen aandelen, die volgens haar dient te worden bepaald op €94,05 per aandeel, gesteld dat deze redelijk is gezien (i) de voormelde fairness opinions van Morgan Stanley & Co Limited en ABN AMRO Corporate Finance France S.A., (ii) de voormelde premies van de geboden prijs ten aanzien van de beurskoers van de aandelen van de vennootschap en (iii) de aanvaarding op grote schaal van het bod. Ten slotte hebben eiseressen gesteld dat de door de Eerste Kamer der Staten-Generaal op 22 mei 2007 aangenomen Wet tot uitvoering van de Overnamerichtlijn (30 419) art. 2:359c leden 3 en 6 BW bepalen dat de waarde van de bij een openbaar bod geboden tegenprestatie geacht wordt een billijke uitkoopprijs te zijn, mits (i) ten minste 90% van de aandelen is verworven waarop het bod betrekking had en (ii) de uitkoopvordering binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod is ingesteld, aan welke twee voorwaarden, aldus eiseressen, in dit geval is voldaan.

3.10. Trafalgar c.s. hebben zich op het standpunt gesteld dat de prijs van €94,05 die eiseressen voorstaan geen redelijke en aanvaardbare prijs is, aangezien deze geen recht doet aan de actuele waarde van het aandeel nu deze sinds het openbare bod aanzienlijk is gestegen en voorts de waarde van het openbare bod niet €94,05, doch €95,07 bedroeg. Trafalgar c.s. hebben in dat verband betoogd dat de waarde van het aandeel op 18 oktober 2007 €129,09, althans – subsidiair – €112,91 bedroeg, welke waarde zij, kort samengevat, hebben gebaseerd op de door de vennootschap na het openbare bod bekendgemaakte kwartaal- en halfjaarcijfers, die, zo hebben Trafalgar c.s. gesteld, bijzonder gunstig zijn, en op de sinds het bod significant gestegen waarderingen van vergelijkbare ondernemingen. Voor haar stelling dat de waarde van het openbare bod niet €94,05, doch €95,07 bedroeg, hebben Trafalgar c.s. aangevoerd dat het openbare bod bestond uit een zogenaamd mix and match offer waarbij aandeelhouders de keus hadden tussen een uitkering in aandelen in de bieder, NYSE Euronext, een contante uitkering of een combinatie van die twee, en dat het bod in contanten €95,07 bedroeg, uit te betalen op 4 april 2007. Doordat de waarde van het combinatiebod fluctueerde met de waarde van het aandeel NYSE Euronext, en deze waarde daalde, daalde ook de waarde van het combinatiebod en wel tot €94,05. Aangezien in een uitkoopprocedure enkel een uitkering in contanten tot de mogelijkheden behoort en de minderheidsaandeelhouder niet tegen zijn wil kan worden opgezadeld met aandelen in de bieder, zo hebben Trafalgar c.s. betoogd, zal, indien voor de waardebepaling aansluiting moeten worden gezocht bij het openbare bod, ook moeten worden uitgegaan van de waarde van het bod in contanten. Meer subsidiair hebben Trafalgar c.s. de Ondernemingskamer, mocht zij de prijs van het over te dragen aandeel toch vaststellen aan de hand van het openbare bod dat op 4 april 2007 gestand is gedaan, verzocht de prijs van het aandeel dan ook vast te stellen per 4 april 2007 en niet per de datum van het arrest. Hieraan hebben Trafalgar c.s. het betoog ten grondslag gelegd dat bij vaststelling van de prijs per de datum van het arrest minderheidsaandeelhouders slechter uit zouden zijn dan de aandeelhouders die hun aandelen onder het openbare bod hebben aangemeld, aangezien dezen immers het uitbetaalde bedrag al sinds 4 april 2007 tot hun beschikking hebben.

3.11. De Ondernemingskamer overweegt inzake de prijs van de over te dragen aandelen als volgt. Uit het bepaalde in art. 2:92a leden 5 en 6 BW volgt dat de ingevolge bedoeld artikel vast te stellen prijs dient te worden gesteld op de waarde die aan die aandelen kan worden toegekend. Nu uit de wetsgeschiedenis met betrekking tot de uitkoopregeling niet blijkt dat de wetgever een

bepaald waardebegrip of een bepaalde methode van waardevaststelling van de aandelen voor ogen heeft gestaan, ligt het in de rede dat de Ondernemingskamer – ingeval van een uitkoop van minderheidsaandeelhouders zoals neergelegd in art. 2:92a BW – de prijs van de aandelen vaststelt op de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum hebben in het economische verkeer, dat wil zeggen de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.

3.12. Voor een aandeel dat ter beurze is genoteerd, dient die waarde in het economische verkeer in beginsel te worden gesteld op de prijs die op die beurs voor dat aandeel wordt betaald. Aangenomen moet immers worden, bijzondere omstandigheden daargelaten, dat de handel ter beurze beantwoordt aan de hiervoor in 3.11 geformuleerde voorwaarden.

3.13. In zijn pleidooi heeft de advocaat van Trafalgar c.s. aangevoerd dat de beurskoers van het aandeel in de vennootschap niet bepalend kan zijn voor de vast te stellen prijs. Hij heeft daartoe betoogd dat na een geslaagd bod de beurskoers doorgaans blijft hangen juist onder het niveau van de biedprijs en dat die koers, ook in het onderhavige geval, niet reageert op tussentijdse cijfers, terwijl de resultaten van de vennootschap onmiskenbaar van belang zijn voor de waarde van het aandeel. Voorts is er nog nauwelijks liquiditeit in het aandeel, zo heeft hij vervolgens aangevoerd, en wordt de beurskoers na een geslaagd bod voornamelijk bepaald door het feit dat de bieder de minderheid kan uitkopen, hetgeen valt aan te merken als een wettelijke call optie.

3.14. De Ondernemingskamer verwerpt het aldus luidende betoog van Trafalgar c.s. De uitkoopregeling strekt ertoe dat een aandeelhouder die ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van een vennootschap houdt in de gelegenheid komt de resterende aandelen in die vennootschap die door anderen worden gehouden te verwerven tegen betaling van een door de rechter vast te stellen prijs. Als op de voor die resterende aandelen bestaande markt de prijsvorming na een geslaagd bod plaatsvindt op de wijze zoals door Trafalgar c.s. beschreven, dan moet worden aangenomen dat zulks in het vrije spel van vraag en aanbod met betrekking tot het desbetreffende aandeel de appreciatie van de marktpartijen weergeeft van de eigenschappen die dat aandeel onder de dan geldende omstandigheden heeft. Nu het ook deze aandelen zijn die de insteller van de uitkoopvordering na toewijzing van zijn vordering zal verwerven, gaat het niet aan een prijs vast te stellen die deze aandelen zouden hebben gehad als niet sprake was geweest van een geslaagd bod en de handel in het aandeel een groot volume zou hebben.

3.15. Evenzeer houdt de uitkoopregeling naar het oordeel van de Ondernemingskamer in dat de insteller van de vordering pas na toewijzing ervan de aandelen verwerft en daarvoor dan ook een prijs moet betalen die overeenkomt met de waarde van de aandelen ten tijde van de overdracht of op een tijdstip dat daar zo dicht mogelijk bij gelegen is. Dat zulks ertoe kan leiden dat de aandeelhouder die niet is ingegaan op het openbare bod in een financieel ongunstiger positie komt te verkeren dan de aandeelhouder die zijn aandelen wel heeft aangeboden is daaraan inherent. In ieder geval is in die omstandigheid geen aanleiding te vinden om aan de over te dragen aandelen een prijs te verbinden die overeenkomt met de prijs die de aandelen op een ander tijdstip hadden en over de tussenliggende periode rente te berekenen.

3.16. Een en ander leidt ertoe dat de Ondernemingskamer de prijs van de aandelen zal vaststellen op de waarde die deze aandelen hebben op de dag waarop dit arrest wordt gewezen, en wel in die zin dat deze waarde wordt bepaald op de slotkoers van het aandeel op de beurs van Euronext Paris S.A. op de handelsdag voorafgaande aan de dag waarop dit arrest wordt gewezen.

3.17. Nu – naar valt te kennen uit algemeen toegankelijke bronnen – op de handelsdag voorafgaande aan de dag van wijzen van dit arrest de slotkoers van het aandeel in de vennootschap op de beurs van Euronext Paris S.A. lager was, te weten €92,50, dan het bedrag dat eiseressen in hun vordering hebben opgenomen als de door de Ondernemingskamer vast te stellen prijs van de over te dragen aandelen, zal de Ondernemingskamer laatstbedoeld bedrag – €94,05 – als de door eiseressen te betalen prijs vaststellen.

3.18. De slotsom is dat de vordering van eiseressen voor toewijzing vatbaar is op de wijze zoals hierna te vermelden.

3.19. De Ondernemingskamer acht termen aanwezig de kosten van het geding tussen de verschenen partijen te compenseren als na te melden en zal voorts vanwege het bepaalde in art. 2:92a lid 6 BW een beslissing omtrent de proceskosten voor het overige achterwege laten.

4 De beslissing

De Ondernemingskamer:

veroordeelt gedaagden alsmede degenen aan wie de aandelen zullen toebehoren het onbezwaarde recht op de aandelen in het geplaatste kapitaal van de naamloze vennootschap Euronext N.V., gevestigd te Amsterdam, waarvan zij houder zijn, aan NYSE Euronext (Holding) N.V., gevestigd te Amsterdam, over te dragen;

stelt de prijs van de over te dragen aandelen vast op €94,05 per aandeel en wel per heden;

bepaalt dat die prijs, zolang en voor zover deze niet is betaald, wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf heden tot de dag van de overdracht of de dag van consignatie van de prijs met rente overeenkomstig art. 2:92a BW;

bepaalt dat uitkeringen, in laatstbedoeld tijdvak op de aandelen betaalbaar gesteld, tot

gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling strekken;

veroordeelt NYSE Euronext (Holding) N.V. de vastgestelde prijs, met rente zoals vermeld, te betalen aan gedaagden of aan degene(n) aan wie de aandelen zal (zullen) toebehoren tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen;

verklaart dit arrest tot zover uitvoerbaar bij voorraad;

compenseert de kosten van het geding tussen eiseressen en gedaagden onder 1, 3, 23 en 24 aldus dat ieder van deze partijen de eigen kosten draagt.

RO **2008, 50**