

RO 2008, 50

HOF AMSTERDAM (ONDERNEMINGSKAMER)

15 mei 2008, (voorheen rolnr. 1416/2006 en thans) rolnr. 106.005.518/1 OK
(Mrs. J.H.M. Willems, E.F. Faase, P.M.F. van Loon, prof. dr. J. Klaassen RA, drs. P.R. Baart RA)

BW art. 2:201a, 183 lid 4

Uitkoopprocedure. Ontvankelijkheid. Prijsvaststelling.

Kan een aandeelhouder die zich ten tijde van het uitbrengen van de dagvaarding in het kader van de uitkoopprocedure niet heeft gemeld en gelegitimeerd als aandeelhouder ontvankelijk zijn in zijn verweer tegen de uitkoopvordering? Wie gelden als 'houders van aandelen bij name bekend'? Zijn er omstandigheden die rechtvaardigen dat in het kader van de te betalen prijs voor de over te dragen aandelen uit hoofde van de uitkoopprocedure, wordt afgeweken van de prijs betaald in het kader van het openbaar bod?

Eiseressen ('Valcon c.s.') vorderen van alle onbekende houders van aandelen in het kapitaal van The Nielsen Company B.V. de overdracht van de aandelen. Hiervoor heeft na een succesvol openbaar bod op de aandelen omzetting in een besloten vennootschap plaatsgevonden. De VEB vordert de nietigheid van de dagvaarding, omdat zij geen onbekende aandeelhouder is en daarom de dagvaarding ten onrechte niet aan haar is betekend. Valcon c.s. stellen dat VEB niet ontvankelijk is, omdat zij zich niet heeft gemeld en gelegitimeerd als aandeelhouder. Ook ingeval van legitimatie geldt volgens Valcon c.s. onder verwijzing naar art. 2:183 lid 4 BW, dat het recht op verweer in deze procedure pas bestaat, als VEB staat ingeschreven in het aandeelhoudersregister. Voorts vindt VEB dat na het openbaar bod feiten en omstandigheden zijn gerezen om van de biedprijs van het openbaar bod af te wijken.

OK: VEB heeft zich voldoende gelegitimeerd als aandeelhouder. Dat het recht op verweer voortvloeit

uit het aandeel zoals bedoeld in art. 2:183 lid 4 BW, is onjuist. Dat VEB zich – ten tijde van de dagvaarding – nog niet bij de vennootschap ter inschrijving in het aandeelhoudersregister had gemeld en de uit haar aandeelhouderschap voortvloeiende rechten nog niet kon uitoefenen, doet daaraan niet af. Bekendheid met de VEB als aandeelhouder leidt niet tot de nietigheid van de dagvaarding. Zolang aandeelhouders zich nog niet bij de vennootschap hebben gemeld en gelegitimeerd, gelden zij niet als 'houders van aandelen bij name bekend'. Dit geldt ook voor houders van aandelen aan toonder die door de omzetting in een besloten vennootschap van rechtswege houders van aandelen op naam zijn geworden. Daaraan doet niet af dat VEB zich voor de omzetting in aandeelhoudersvergaderingen heeft gelegitimeerd als stemgerechtigde.

Valcon c.s. hebben, door overlegging van (nadere) verklaringen en een gemotiveerde weerlegging van de stellingen van VEB, voldoende aannemelijk gemaakt dat sinds de gestanddoening van het openbaar bod geen feiten en omstandigheden zijn ontstaan, die een hogere prijs dan die is betaald onder het openbaar bod rechtvaardigen. Daarbij weegt mee dat de biedprijs van het openbaar bod een (aanzienlijke) premie op de beurskoers inhield. De vordering wordt toegewezen en de prijs voor de aandelen wordt bepaald op de biedprijs van het openbaar bod.

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 waarderings-tijdstip bij de uitkoop- en de geschillen-regeling', *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:

De aandeelhouders die zich niet hebben gemeld en gelegitimeerd als aandeelhouder, gelden als onbekende aandeelhouders en behoeven niet afzonderlijk te worden gedagvaard. Ook niet als die aandeelhouders zich voor een omzetting van toonderaandelen in gewone aandelen, hebben gelegitimeerd als stemgerechtigde op vroegere aandeelhoudersvergaderingen. Dit is een voor de praktijk zeer werkbaar uitgangspunt. Dat een aandeelhouder die zich niet heeft gemeld en gelegitimeerd als aandeelhouder wel verweer kan voeren in de uitkoopprocedure, geeft evenzeer blijk van een praktische en wenselijke benadering. Ook in deze zaak komt de problematiek van de prijsvaststelling aan de orde. Verwezen kan worden naar de uitspraak in de uitkoopprocedure rond Euronext N.V. in RO 2008, 49. De overwegingen van de OK in deze zaak bieden in aanvulling daarop geen nieuwe inzichten. Noemenswaardig is alleen dat de OK hier aansluit bij de biedprijs, die bestond uit de beurskoers ten tijde van het openbaar bod met een toeslag daarop. Gezien het feit dat het geslaagde openbaar bod is gevolgd door een beëindiging van de beursnotering, is dit geheel begrijpelijk. Tegelijk geldt dat het niet langer hebben van een beursnotering, meer ruimte biedt voor debat over de prijsvaststelling. De OK gaat niet met de stellingen van de VEB mee, omdat in de visie van de OK Valcon c.s. genoegzaam heeft onderbouwd dat er geen feiten en omstandigheden zijn die een hogere prijs dan de biedprijs, rechtvaardigen.

1. Valcon Acquisition B.V., te Amsterdam,
2. The Nielsen Company B.V. (voorheen VNU Group B.V.), te Haarlem, eiseressen, adv. en proc. mr. L.D. Bruining, tegen
1. Alle onbekende houders van uitstaande aandelen in het kapitaal van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid The Nielsen Company B.V. (voorheen VNU Group B.V.), te Haarlem, zonder bekende woon- of verblijfplaats in of buiten Nederland, gedaagden, niet verschenen,
2. Vereniging van Effectenbezitters, te 's-Gravenhage, gedaagde, adv. mr. A.A.E. Rietveld, proc. mr. I.M.C.A. Reinders Folmer.

Hof:1 *Het verloop van het geding*

1.1. Eiseressen (hierna gezamenlijk Valcon c.s. te noemen) hebben bij exploit van 31 juli 2006 gedaagden – in de dagvaarding nog allen aange-merkt als ‘alle onbekende houders van uitstaande aandelen’ – gedagvaard om te verschijnen ter terechtzitting van de Ondernemingskamer van 7 september 2006 teneinde te horen eisen dat de

Ondernemingskamer – zakelijk weergegeven – bij arrest, uitvoerbaar bij voorraad,

- 1) gedaagden, alsmede degenen aan wie de aandelen zullen toebehoren, veroordeelt het onbezwaarde recht op de door hen gehouden aandelen in eiseres sub 2, VNU Group B.V., aan eiseres sub 1 (hierna Valcon te noemen) over te dragen;
 - 2) de prijs van de over te dragen gewone aandelen vaststelt op €29,50 per gewoon aandeel, dan wel op een andere door de Ondernemingskamer in goede justitie te bepalen prijs, per een bij het arrest van de Ondernemingskamer te bepalen datum;
 - 3) de prijs van de over te dragen preferente aandelen vaststelt op €21 per preferent aandeel, dan wel op een andere door de Ondernemingskamer in goede justitie te bepalen prijs, per een bij het arrest van de Ondernemingskamer te bepalen datum;
 - 4) bepaalt dat, zolang en voor zover de prijs voor de over te dragen aandelen niet is betaald, deze wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf de onder 2) en 3) bedoelde datum tot aan de datum van de overdracht of de dag van consignatie overeenkomstig het bepaalde in art. 2:201a lid 8 BW;
 - 5) bepaalt dat uitkeringen die in het hiervoor onder 4) bedoelde tijdvak op de aandelen betaalbaar worden gesteld, strekken tot gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling;
 - 6) Valcon gelast de vastgestelde prijs voor de over te dragen aandelen met rente als voormeld te betalen aan degenen aan wie de aandelen toebehoren of zullen toebehoren, tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen;
 - 7) gedaagden, voor zover zij in rechte verschijnen en verweer voeren, veroordeelt in de kosten van het geding.
- 1.2. Mr. I.M.C.A. Reinders Folmers heeft zich ter rolle van 7 september 2006 als procureur gesteld voor – naar de Ondernemingskamer begrijpt – gedaagde sub 2 (hierna VEB te noemen). Gedaagden sub 1 zijn niet in rechte verschenen.
- 1.3. Valcon c.s. hebben bij conclusie van eis ter rolle van 7 september 2006 de in de dagvaarding genoemde producties in het geding gebracht en gediend van eis overeenkomstig de dagvaarding.
- 1.4. VEB heeft bij conclusie van antwoord ter rolle van 7 december 2006, onder overlegging van producties, preliminair de Ondernemingskamer verzocht de dagvaarding van Valcon c.s. nietig te verklaren en Valcon c.s. niet ontvankelijk te verklaren in haar vorderingen. VEB heeft bij de conclusie van antwoord voorts geconcludeerd dat, indien en voor zover de Ondernemingskamer toekomt aan een beoordeling van de vordering van Valcon c.s. ten gronde, de Ondernemingskamer – naar de Ondernemingskamer begrijpt en zakelijk weergegeven – bij arrest, uitvoerbaar bij voorraad, primair Valcon c.s. haar vordering ontzegt, met veroordeling van Valcon c.s. in de

kosten van het geding, en subsidiair één of meer deskundigen benoemt met de opdracht de Ondernemingskamer te berichten over de waarde van de over te dragen aandelen met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die de waarde van de aandelen (kunnen) bepalen, met veroordeling van Valcon c.s. in de kosten van het deskundigenbericht.

1.5. Valcon c.s. hebben bij conclusie van repliek ter rolle van 1 maart 2007 onder overlegging van nadere producties geconcludeerd dat – naar de Ondernemingskamer begrijpt – VEB niet ontvankelijk in haar verweer dient te worden verklaard en volhard in haar vordering. Voorts hebben Valcon c.s. bij voornoemde conclusie van repliek meegedeeld dat de naam van VNU Group B.V. is gewijzigd in The Nielsen Company B.V. en de Ondernemingskamer – naar zij begrijpt en zakelijk weergegeven – verzocht het door Valcon c.s. gevorderde zoals hiervoor weergegeven in 1.1 onder 1) aldus te lezen dat de Ondernemingskamer gedaagden, alsmede degenen aan wie de aandelen zullen toebehoren, veroordeelt het onbezwaarde recht op de door hen gehouden aandelen in The Nielsen Company B.V. (hierna verder – ook – de vennootschap te noemen) aan Valcon over te dragen.

1.6. VEB heeft bij conclusie van dupliek ter rolle van 1 maart 2007 onder overlegging van nadere producties eveneens volhard in haar standpunten.

1.7. Partijen hebben vervolgens de stukken van het geding overgelegd en arrest gevraagd.

2 De vaststaande feiten

2.1. De vennootschap is op 22 oktober 1960 opgericht als naamloze vennootschap. Haar aandelen waren (tot de in 2.9 te vermelden doorhaling op 11 juli 2006) genoteerd aan – thans – de effectenbeurs van Euronext Amsterdam N.V.

2.2. Het maatschappelijke kapitaal van de vennootschap bedraagt €116.200.000 en is verdeeld in 550.000.000 gewone aandelen met een nominale waarde van €0,20 elk, 150.000 zogenoemde 7% preferente aandelen met een nominale waarde van €8 elk en 25.000.000 preferente aandelen B, met een nominale waarde van €0,20 elk. Het geplaatste kapitaal van de vennootschap bedraagt €54.332.771,40 en is verdeeld in 258.463.857 gewone aandelen, 150.000 7% preferente aandelen en 7.200.000 preferente aandelen B, alle aandelen – na omzetting – op naam.

2.3. Op 10 juli 2005 hebben de raad van commissarissen en het bestuur van de vennootschap de overname van, althans de fusie met, IMS Health, Inc. (hierna IMS Health te noemen) door de vennootschap unaniem goedgekeurd. In de periode juli tot en met september 2005 hebben – naar luid van het in 2.4 te vermelden biedingsbericht – 'several significant shareholders' van de vennootschap zich verzet tegen de voorgenomen fusie met IMS Health. Op 17 november 2005 zijn de vennootschap en IMS Health overeengekomen de voorgenomen fusie niet (langer) door te zetten.

2.4. Op 31 maart 2006 heeft Valcon een openbaar bod uitgebracht op alle uitstaande gewone en 7% preferente aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap. De biedprijs bedroeg €28,75 in contanten per gewoon aandeel en €13 in contanten per 7% preferent aandeel. Ter zake van het bod is een biedingsbericht uitgebracht. In het biedingsbericht is vermeld dat de biedprijs voor de gewone aandelen een premie vertegenwoordigt van (i) 23,1% ten opzichte van de slotkoers van €23,35 per gewoon aandeel op 8 juli 2005, de laatste handelsdag voorafgaand aan de aankondiging van de voorgenomen fusie tussen de vennootschap en IMS Health, (ii) respectievelijk 29% en 20,8% ten opzichte van de gemiddelde koers per gewoon aandeel van €22,28 respectievelijk €23,80 over de twaalf respectievelijk vierentwintig maanden voorafgaand aan 8 juli 2005, (iii) respectievelijk 27,8% en 20,3% ten opzichte van de koers per gewoon aandeel van €22,50 en €23,90 respectievelijk negen en twaalf maanden voorafgaand aan 8 maart 2006, de dag waarop de vennootschap en Valcon gezamenlijk aankondigden dat de verwachting gerechtvaardigd was dat er overeenstemming over een bod zou kunnen worden bereikt, (iv) 18,6% ten opzichte van de prijs per gewoon aandeel van €24,23 berekend op basis van de op marktconsensus gebaseerde 2006 EBITDA vermenigvuldigingsfactor van 10,6 voor bedrijven vergelijkbaar met de vennootschap. Voorts vermeldt het biedingsbericht dat de biedprijs van €28,75 per gewoon aandeel tevens (i) een vermenigvuldigingsfactor van 13,4 ten opzichte van de voor 2005 genormaliseerde EBITDA (aangepast voor – onder meer – IMS Health schikkingskosten en boekwinsten) vertegenwoordigt en (ii) op basis van veronderstelde ondernemingswaarde ten opzichte van EBITDA, een vermenigvuldigingsfactor vertegenwoordigt die elk redelijkerwijs vergelijkbaar bedrijf overtreft.

2.5. Op 4 mei 2006 heeft Valcon onder meer de biedprijs verhoogd naar €29,50 per gewoon aandeel en naar €21 per 7% preferent aandeel.

2.6. Het openbare bod is op 21 mei 2006 door Valcon gestand gedaan met aankondiging van een na-aanmeldingstermijn tot 9 juni 2006.

2.7. Tussen 9 juni 2006 en 11 juli 2006 heeft Valcon in regelmatig beursverkeer nog gewone aandelen verkregen.

2.8. Ten tijde van het openbare bod stonden 500 prioriteitsaandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap uit. Deze prioriteitsaandelen zijn in het kader van het openbare bod geleverd aan de vennootschap en bij wijziging van de statuten van de vennootschap van 13 juni 2006 omgezet in 20.000 gewone aandelen.

2.9. De notering van de aandelen van de vennootschap aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam N.V. is beëindigd per 11 juli 2006.

2.10. Valcon heeft alle 7.200.000 preferente aandelen B verworven ingevolge koopovereenkomsten in het kader van het uitgebrachte

openbare bod. Deze aandelen zijn op 28 juli 2006 ingekocht door de vennootschap.

2.11. Bij notariële akte van 28 juli 2006 is de vennootschap omgezet van een naamloze vennootschap in een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.

2.12. VEB heeft op 9 februari 2007 onder overlegging van een verklaring van ABN AMRO Bank N.V. van 5 februari 2007 inhoudende dat VEB 'een rekening bij ons aanhoudt' en dat '[o]p deze rekening (...) per heden 93 stuks aandelen VNU (staan) geregistreerd', het bestuur van de vennootschap verzocht VEB in te schrijven in het aandeelhoudersregister van de vennootschap.

3 De gronden van de beslissing

3.1. VEB heeft betoogd dat de door Valcon c.s. uitgebrachte dagvaarding nietig is. Het exploit van dagvaarding zou, aldus VEB, ten onrechte overeenkomstig art. 54 lid 2 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) zijn betekend. Nu de aandelen van de vennootschap op naam luiden en VEB – blijkens de notulen van de (buitengewone) algemene vergaderingen van aandeelhouders van de vennootschap van (onder meer) 18 april 2006, 13 juni 2006 en 28 juli 2006 – geen onbekende aandeelhouder is, had, aldus VEB, het exploit van dagvaarding en de dagvaarding zelf de naam en woonplaats moeten vermelden van VEB en aan VEB in persoon moeten worden betekend. Valcon c.s. hebben daartegenover gesteld dat VEB op de dag van de dagvaarding niet als aandeelhouder in het aandeelhoudersregister van de vennootschap stond ingeschreven en dat Valcon c.s. derhalve het exploit van de dagvaarding op de juiste wijze hebben uitgebracht. Voorts hebben Valcon c.s. gesteld dat, integendeel, VEB niet ontvankelijk in haar verweer dient te worden verklaard nu VEB zich niet had en heeft gemeld en gelegitimeerd als aandeelhouder van de vennootschap. Ten slotte hebben Valcon c.s. gesteld dat VEB, ook indien zij zich uiteindelijk als aandeelhouder zal blijken te kunnen legitimeren, op grond van art. 2:183 lid 4 BW de aan de aandelen verbonden rechten – waaronder het recht op het voeren van verweer in de onderhavige procedure – eerst kan uitoefenen indien zij als aandeelhouder is ingeschreven in het aandeelhoudersregister van de vennootschap.

3.2. De Ondernemingskamer stelt vast dat VEB zich, blijkens de in 2.12 beschreven en bij conclusie van dupliek als productie in het geding gebrachte (en overigens qua inhoud niet door Valcon c.s. betwiste) brief van ABN AMRO Bank N.V., voldoende heeft gelegitimeerd als rechtzeggende op aandelen in de vennootschap in die zin dat zij 93 aandelen houdt althans de haar toekomende aandelen op verzoek aan haar dienen te worden uitgeleverd uit het verzameldepot dat door ABN AMRO Bank N.V. (mede) ten behoeve van VEB wordt aangehouden. Mitsdien is VEB op de gebruikelijke wijze als aandeelhouder van de vennootschap te beschouwen en kan zij zich in rechte verweren tegen de onderhavige vordering

tot uitkoop als zodanig. In zoverre gaat het standpunt van Valcon c.s., dat het recht om verweer te voeren in de onderhavige procedure een recht is dat voortvloeit uit het aandeel zoals bedoeld in art. 2:183 lid 4 BW, dan ook uit van een onjuiste rechtsopvatting. Dat VEB zich – ten tijde van de dagvaarding – nog niet bij de vennootschap ter inschrijving in het aandeelhoudersregister had gemeld en (ingevolge het genoemde artikellid) de uit haar aandeelhouder-schap voortvloeiende lidmaatschapsrechten, zijnde de aan een aandeel verbonden rechten, nog niet kon uitoefenen, doet aan het voorgaande niet af.

3.3. Wèl houdt het vorenstaande in dat – ook – de stelling van VEB dat de dagvaarding van Valcon c.s. nietig is omdat – kort gezegd – art. 54 lid 2 Rv jegens haar niet geldt nu zij juist bij de vennootschap bekend was als houder van aandelen, moet worden verworpen. Art. 54 lid 2 Rv houdt (onder meer) in dat ten aanzien van houders van aandelen of andere effecten die niet op naam luiden of die niet bij name bekend zijn, de betekening van de dagvaarding geschiedt aan het parket van de ambtenaar van het openbaar ministerie bij het gerecht waar de zaak moet dienen of dient. Hoewel de houders van aandelen aan toonder door de omzetting van de vennootschap van een naamloze in een besloten vennootschap van rechtswege houders van aandelen op naam zijn geworden, hebben zij, zolang zij zich nog niet bij de vennootschap hebben gemeld en gelegitimeerd, nog niet te gelden als 'houders van aandelen bij name bekend'. Dat VEB zich eerder, vóór de omzetting, jegens de vennootschap in (buitengewone) algemene vergaderingen van aandeelhouders heeft gelegitimeerd als (minst genomen) stemgerechtigde ten aanzien van een aantal toonderaandelen maakt dit niet anders. Evenmin wordt dit anders door de omstandigheid dat VEB zich, ondanks dat zij nog niet was ingeschreven in het aandeelhoudersregister van de vennootschap, wel mag verweren tegen de onderhavige vordering. Valcon c.s. hebben derhalve terecht de door haar uitgebrachte dagvaarding op de voet van art. 54 lid 2 Rv betekend. De overige stellingen dienaangaande van VEB kunnen met voornoemde vaststelling onbesproken blijven.

3.4. De Ondernemingskamer stelt verder op grond van de ingediende stukken vast dat ter rolle is verzuimd tegen gedaagden sub 1 verstek te verlenen. Gezien het voorgaande dient de Ondernemingskamer thans te beslissen of verstek kan worden verleend tegen de niet in rechte verschenen gedaagden. Valcon c.s. hebben ten bewijze dat zij voor het dagvaarden van gedaagden de voorgeschreven termijnen en formaliteiten in acht hebben genomen, overgelegd de dagvaarding van 31 juli 2006 waarvan de gerechtsdeurwaarder een afschrift heeft achtergelaten aan het parket van de ambtenaar van het openbaar ministerie bij het Gerechtshof te Amsterdam en kopieën van advertenties in – naar de Ondernemingskamer begrijpt – Het

Financieele Dagblad van 3 augustus 2006 en NRC Handelsblad van 4 augustus 2006. De Ondernemingskamer is op grond van de overgelegde bescheiden van oordeel dat eiseressen gedaagden op de juiste wijze hebben gedagvaard en zal derhalve alsnog verstek verlenen tegen gedaagden sub 1.

3.5. Nu althans tegen een aantal van gedaagden verstek zal worden verleend dient de Ondernemingskamer ambtshalve te onderzoeken of Valcon c.s. voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaffen. Valcon c.s. hebben haar vordering ingesteld als groepsmaatschappijen van elkaar en hebben gesteld dat zij gezamenlijk per de datum van het uitbrengen van de dagvaarding voor eigen rekening (afgerond) 99,5% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaffen. Nu met de aandelen die de vennootschap, tevens eiseres sub 2, in haar eigen kapitaal houdt ingevolge het bepaalde in art. 2:24d BW voor de onderhavige doeleinden geen rekening wordt gehouden, zal de Ondernemingskamer slechts onderzoeken of Valcon, eiseres sub 1, voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaft. Valcon c.s. hebben kopieën overgelegd van (i) de akte van omzetting en statutenwijziging van de vennootschap van 28 juli 2006, (ii) een (elektronisch) uittreksel uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel voor Amsterdam van 4 september 2006 en (iii) het proces-verbaal van een verklaring van 4 augustus 2006 van kandidaat-notaris mr. J.F. Klaassen, handelend als waarnemer van notaris mr. T.P. van Duuren, inhoudende dat Valcon blijkens het aandeelhoudersregister van de vennootschap gerechtigd is tot 149.704 7% preferente aandelen en 257.009.231 gewone aandelen, en derhalve tot 99,45%, van het geplaatste kapitaal van de vennootschap. De Ondernemingskamer acht gezien de inhoud van deze stukken voldoende gebleken dat Valcon op de dag van de dagvaarding 257.158.935 van de aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap hield en aldus ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaft. De (gezamenlijke) vordering van Valcon (c.s.) is derhalve in zoverre deugdelijk.

3.6. Aan de door gedaagden gehouden aandelen zijn geen bijzondere rechten inzake de zeggenschap in de vennootschap verbonden. Gesteld nog gebleken is dat gedaagden ondanks de geboden vergoeding ernstige stoffelijke schade – kunnen – lijden door de overdracht van de door hen gehouden aandelen of dat Valcon c.s. jegens (een der) gedaagde(n) afstand hebben gedaan van haar bevoegdheid de onderhavige vordering in te dienen.

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

3.8. Wat die prijs betreft, hebben Valcon c.s.

overgelegd kopieën van (i) het biedingsbericht ter zake van het openbare bod van 31 maart 2006, (ii) de jaarstukken van de vennootschap over de boekjaren 2003, 2004 en 2005, (iii) 'Condensed Consolidated Financial Statements VNU nv as of March 31, 2006 (Unaudited) and December 31, 2005, and for the three months ended March 31, 2006 and 2005 (Unaudited)' en (iv) een verklaring van P.J. Steman RA (hierna Steman RA te noemen), werkzaam bij Mazars Paardekooper Hoffman N.V. te Amsterdam (hierna Mazars te noemen), gedateerd 4 september 2006 en inhoudende dat hem, op basis van het door hem verrichte onderzoek, niet is gebleken dat zich sinds 21 mei 2006, de datum waarop het openbare bod van Valcon onvoorwaardelijk werd, tot 29 augustus 2006, de datum van de afronding van voornoemd onderzoek, enige ontwikkelingen hebben voorgedaan die een hogere prijs zouden rechtvaardigen voor de nog uitstaande gewone aandelen en de 7% preferente aandelen dan de prijs van €29,50 respectievelijk €21 zoals geboden en betaald onder het openbare bod.

3.9. Voorts is in voormeld biedingsbericht opgenomen (i) een fairness opinion van, naar de Ondernemingskamer aanneemt: een of meer personen werkzaam bij, Credit Suisse Securities (USA) LLC (hierna Credit Suisse te noemen) van 7 maart 2006, inhoudende dat vanuit financieel oogpunt de biedprijs geboden aan de houders van gewone aandelen fair is, (ii) een fairness opinion van, naar de Ondernemingskamer aanneemt: een of meer personen werkzaam bij, NM Rothschild & Sons Limited (hierna Rothschild te noemen) van 7 maart 2006, inhoudende dat vanuit financieel oogpunt de biedprijs geboden aan de houders van gewone aandelen fair is en (iii) een verklaring van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap dat zij, onder verwijzing naar voornoemde fairness opinions, het bod unaniem ondersteunen en aanbevelen aan de aandeelhouders.

3.10. Verder hebben Valcon c.s. wat de prijs van de over te dragen 7% preferente aandelen betreft nog overgelegd een (pagina van de) 'Offer value rationale for 7% preferred shares', – kennelijk – afkomstig van ABN AMRO Bank N.V. en J.P. Morgan PLC gezamenlijk (hierna tezamen als AA&JPM aan te duiden) waarin – onder meer – is opgenomen dat de prijs voor de 7% preferente aandelen van €13 per aandeel een premie vertegenwoordigt van 28,7% ten opzichte van de beurskoers van dit aandeel op 7 maart 2006, de dag voordat het openbare bod werd uitgebracht, en een premie van 62,5% ten opzichte van de nominale waarde van de 7% preferente aandelen.

3.11. De Ondernemingskamer overweegt ter zake van de prijs van de over te dragen aandelen als volgt.

3.12. Voor de vaststelling van de prijs in procedures als de onderhavige kan, volgens vaste rechtspraak van de Ondernemingskamer, in het algemeen aansluiting worden gezocht bij het bedrag dat voor de onder het openbare bod

aangemelde aandelen feitelijk is betaald, hetgeen vooral het geval zal (kunnen) zijn als de prijsvaststelling in een procedure als de onderhavige plaatsvindt kort nadat het openbare bod is uitgebracht en geslaagd, dit een en ander mits aannemelijk is dat zich sinds de gestanddoening van dat bod geen feiten of omstandigheden ter zake van de betrokken vennootschap hebben voorgedaan die een hogere prijs rechtvaardigen. Hoewel in casu de prijsvaststelling niet plaats vindt kort nadat het openbare bod gestand is gedaan, ziet de Ondernemingskamer niettemin onvoldoende aanleiding van de hiervoor bedoelde, onder het openbare bod feitelijk betaalde prijs af te wijken. Daarbij heeft zij gelet op het volgende.

3.13. In de onderhavige procedure hebben Valcon c.s. voornoemde verklaring van Steman RA van Mazars in het geding gebracht om haar stelling dat er geen sprake is van feiten of omstandigheden die een hogere prijs rechtvaardigen, te schragen. VEB heeft daartegen aangevoerd dat er (wél) voldoende dergelijke feiten en omstandigheden zijn, nu (i) op het moment van de gestanddoening van het bod nog niet was begonnen met de uitvoering van een reeds in november 2005 aangekondigd kostenbesparingsprogramma genaamd 'Project Forward', (ii) de vennootschap haar positie op de markt voor diensten aan de radio- en platenindustrie heeft versterkt door de op 6 juli 2006 bekendgemaakte overname van Radio & Records Inc., (iii) de vennootschap op 9 oktober 2006 heeft aangekondigd de resterende aandelen in NetRatings Inc. te zullen verwerven, hetgeen volgens VEB voor haar (de vennootschap) tot fiscale voordelen uit hoofde van de vorming van een fiscale eenheid zal leiden en voorts (inmiddels) heeft duidelijk gemaakt dat het reeds bestaande 60% belang van de vennootschap in NetRatings Inc. is (en was) ondergewaardeerd, en, tot slot, (iv) sinds gestanddoening van het bod sprake is van een koersstijging van de aandelen van met de vennootschap vergelijkbare ondernemingen (de peergroup), welke ondernemingen ook in de fairness opinions in het biedingsbericht zijn gebruikt ter vergelijking met de vennootschap.

3.14. Valcon c.s. hebben de stellingen van VEB gemotiveerd betwist en daartoe mede nadere verklaringen overgelegd van Credit Suisse, Rothschild en Mazars. Uit die nadere verklaringen blijkt dat de mogelijke effecten van Project Forward in de fairness opinions van Credit Suisse en Rothschild in het biedingsbericht en in de verklaring van Steman RA van Mazars zijn meegewogen. Ook is met de overname van Radio & Records Inc. door Steman RA bij zijn verklaring van 4 september 2006 rekening gehouden, in die zin dat '[d]e hoogte van de veronderstelde meerwaarde van deze acquisitie (...) geen aanleiding (biedt) tot een materiële aanpassing in de waarde van de aandelen'. De overname van de resterende aandelen in NetRatings Inc. was blijkens dier nadere verklaring wel reeds door Rothschild in haar fairness opinion betrokken.

Mazars vermeldt in haar nadere verklaring dat Steman RA die acquisitie niet in de beschouwing had betrokken, doch dat het bepaald voorbarig is om te concluderen dat de door VEB gestelde fiscale voordelen zijn te behalen. Valcon c.s. hebben in dit verband verklaard dat de vennootschap de facto geen fiscale eenheid met NetRatings Inc. is aangegaan, nu dit naar haar zeggen niet mogelijk is omdat NetRatings Inc. niet in Nederland is gevestigd en dat het door VEB gestelde fiscale voordeel ook inderdaad niet is en kan worden behaald. Voorts hebben Valcon c.s. betwist dat het 60% belang in NetRatings Inc. was of is ondergewaardeerd en gesteld dat de vennootschap – uiteindelijk (dat de overname zou slagen, is eerst op 5 februari 2007 bekend gemaakt) – een forse control premium voor de verwerving van het resterende 40% belang heeft moeten betalen en dat het directe winstpotentieel van het aandeel in de vennootschap niet wordt beïnvloed door de overname van dat 40% belang. Tot slot hebben Valcon c.s. bestreden dat bij vergelijkbare ondernemingen sprake is (geweest) van een substantiële koersstijging in de hier aan de orde zijnde periode en hebben zij erop gewezen dat bovendien in acht moet worden genomen dat de (verhoogde) biedprijs reeds een forse premie op de laatste koersprijs van de vennootschap bevatte. Steman RA heeft, naar blijkt uit de nadere verklaring van Mazars, in de door hem onderzochte periode van 19 mei 2006 tot en met 28 augustus 2006 voor de eerste peergroup een gemiddeld resultaat van $\sim 0,30\%$ aangetroffen en voor de tweede peergroup een gemiddeld resultaat van $\sim 1,01\%$.

3.15. De Ondernemingskamer acht het betoog van Valcon c.s. overtuigend. Zij is van oordeel dat Valcon c.s. met de (nadere) verklaringen van Credit Suisse, Rothschild en Mazars alsmede haar eigen, gemotiveerde betwisting van de stellingen van VEB voldoende aannemelijk hebben gemaakt dat zich bij de vennootschap sinds de gestanddoening van het bod geen feiten of omstandigheden hebben voorgedaan die een hogere prijs voor de aandelen dan die onder het openbare bod is betaald, rechtvaardigen, met name niet nu tegenover het betoog van Valcon c.s. een nadere, feitelijke toelichting van VEB op haar stellingen achterwege is gebleven. De Ondernemingskamer heeft hierbij mede in aanmerking genomen dat de (verhoogde) biedprijs reeds een (aanzienlijke) premie op de beurskoers inhield. Met name kan de stelling van VEB, dat bij vergelijkbare ondernemingen sprake zou zijn van een substantiële koersstijging van, volgens haar, 9,1% sinds de gestanddoening van het openbare bod (dan wel van 17,8%, zoals zou volgen uit de daartoe overgelegde productie 19 bij de conclusie van dupliek), wat daar ook van zij, in dit licht niet tot een ander oordeel leiden.

3.16. Voorts is ook de enkele stelling van VEB dat de door Valcon c.s. gestelde, in het biedingsbericht vermelde financiële omstandigheden (die zien op de aanvankelijke, lagere biedprijs welke

volgens VEB kennelijk niet redelijk was omdat deze door de markt als onvoldoende is verworpen, althans moest worden verhoogd teneinde het bod te laten slagen) niet de redelijkheid van de (verhoogde) biedprijs kunnen aantonen, op zichzelf en zonder nadere toelichting onvoldoende om tot een ander oordeel te (kunnen) leiden. Daarbij heeft de Ondernemingskamer mede in aanmerking genomen dat de aanvaarding op grote schaal van de (verhoogde) biedprijs door de aandeelhouders van de vennootschap een aanwijzing is dat deze (verhoogde) biedprijs redelijk geacht moet worden.

3.17. Voorzover VEB de onafhankelijkheid van de fairness opinions en van de verklaring van Steman RA in twijfel heeft getrokken, heeft zij nagelaten haar stelling van voldoende (feitelijke) grondslag te voorzien. De enkele omstandigheid dat één van de betrokken banken (Credit Suisse) tevens als adviseur bij het openbare bod betrokken was en dat haar fee daarbij voor een belangrijk deel afhankelijk was van het slagen van dat bod, is in ieder geval zonder méér onvoldoende om twijfel aan de onafhankelijkheid van haar opinie op te leveren. Voor zover voorts al juist is dat uit het oordeel van 'de markt' bleek dat de aanvankelijke biedprijs onder het openbare bod niet redelijk was, noopt – anders dan VEB heeft gesteld – de omstandigheid dat de fairness opinions stellen dat die aanvankelijke biedprijs (wel) redelijk was, niet tot de conclusie dat 'er dan ook wel iets (moet) schorten aan de redenering in de fairness opinions', althans heeft VEB te weinig concreets gesteld om die conclusie te kunnen rechtvaardigen. Dat de fairness opinions overigens niet tot doel hadden de reële en feitelijke waarde van de aandelen vast te stellen, volgt (naar VEB ook heeft erkend) uit hun tekst. In zoverre valt niet in te zien wat bestudering van de opdrachtbrieven hier aan toe zou kunnen voegen. Dat VEB de strekking van de fairness opinions, nu deze volgens haar niet de sociaaleconomische gevolgen van het bod adresseren, te beperkt acht om de redelijkheid van de (verhoogde) biedprijs onder het bod en daarmee – ook – van de in deze procedure geboden prijs te kunnen toetsen, leidt als zodanig evenmin tot diskwalificatie van die opinions. Ook de omstandigheid dat Valcon c.s. kennelijk reeds ten tijde van het uitvaardigen van de dagvaarding bekend waren met de inhoud van de verklaring van Mazars van 4 september 2006 kan zonder nadere motivering, welke ontbreekt, niet meebrengen dat de door Steman RA afgegeven verklaring niet als onafhankelijk of betrouwbaar heeft te gelden.

3.18. Verder kan het betoog van VEB dat door Valcon c.s. de biedprijs voor de 7% preferente aandelen met de berekening van AA&JPM onvoldoende van grondslag is voorzien, niet slagen (i) omdat, zoals Valcon c.s. gemotiveerd hebben betoogd en, gelet op de Offer value rationale van AA&JPM, aannemelijk hebben gemaakt, de premies boven de beurskoersen zoals die voor de gewone aandelen golden ook zijn

toegepast op de 7% preferente aandelen, (ii) omdat de verklaring van Steman RA ook ziet op de 7% preferente aandelen en (iii) omdat ook het bod op deze preferente aandelen op grote schaal door de houders daarvan is aanvaard. Voorts hebben Valcon c.s. nog – door VEB onweersproken – gesteld dat, nu de 7% preferente aandelen een vast renderend karakter hebben van zeven procent, deze aandelen op grond van de verwachtingen van 'de markt' ten tijde van het bod (en ook thans) dien(d)en te worden gewaardeerd op een net present value van €17,95 (als ware het 7% preferente aandeel een eeuwigdurende obligatie), waarna Valcon de aanvankelijke biedprijs van €13 voor deze aandelen heeft verhoogd tot €21, zijnde het afgeronde gemiddelde van de hiervoor bedoelde contante waarde met en zonder inachtneming van de Nederlandse vennootschapsbelasting. Op grond hiervan en nu deze (verhoogde) biedprijs op grote schaal is aanvaard, acht de Ondernemingskamer ook de door Valcon c.s. in deze procedure geboden prijs voor de 7% preferente aandelen, welke prijs aansluit bij het openbare bod, een redelijke. Met deze vaststelling behoeft het verweer van Valcon c.s. dat VEB niet ontvankelijk dient te worden verklaard ten aanzien van de 7% preferente aandelen omdat zij geen houder is van enig dergelijk aandeel, geen behandeling.

3.19. Bij deze stand van zaken behoeft evenmin behandeling de stelling van Valcon c.s. dat de te dezen geldende Nederlandse regelgeving moet worden uitgelegd overeenkomstig hetgeen is bepaald in Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 (Publicatieblad EU L 142/12) betreffende het openbaar overnamebod en dat een dergelijke richtlijnconforme interpretatie ertoe moet leiden dat (ook) in deze procedure de onder het openbare bod geboden prijs voor de gewone en 7% preferente aandelen – zonder meer – geacht moet worden billijk te zijn. Voorzover VEB in dit verband nog heeft bedoeld te stellen dat de onder het openbare bod betaalde prijs niet redelijk (de Ondernemingskamer leest: te laag) was omdat in het biedingsbericht bepaalde wezenlijke informatie, over de sociaaleconomische gevolgen van dat bod, niet was opgenomen, raakt haar betoog geen doel, nu zij niet, althans niet voldoende concreet en feitelijk heeft gesteld en toegelicht (hetgeen, gelet ook op de omstandigheid dat, naar Valcon c.s. hebben gesteld, de genoemde gevolgen in de paragrafen 6.2 en 6.3 van het biedingsbericht wel degelijk zijn genoemd, op haar weg had gelegen) welke die in het biedingsbericht ontbrekende wezenlijke informatie was en evenmin waarom die ontbrekende informatie tot een hogere prijs voor de aandelen onder het openbare bod had moeten leiden. Nu bovendien de (verhoogde) biedprijs al ongeveer 30% hoger was dan de beurskoersen van de aandelen vóór aankondiging van het openbare bod, heeft de Ondernemingskamer ook overigens geen aanleiding te vermoeden dat enige in het biedingsbericht ontbrekende informatie als hier bedoeld zou hebben geleid tot

een (markt)prijs welke boven die (verhoogde) biedprijs zou komen te liggen. Of het biedingsbericht (overigens) aan de eisen van de genoemde richtlijn voldoet kan in deze procedure onbesproken blijven.

3.20. Ten slotte kan hetgeen overigens nog door VEB is gesteld niet tot een ander oordeel leiden.

3.21. De slotsom is dat de vordering van Valcon c.s. voor toewijzing vatbaar is op de wijze zoals hierna te vermelden.

3.22. De Ondernemingskamer acht ten slotte termen aanwezig de kosten van het geding tussen de verschenen partijen te compenseren zoals hierna te vermelden en zal voorts vanwege het bepaalde in art. 2:201a lid 6 BW een beslissing omtrent de proceskosten voor het overige achterwege laten.

eiseressen en gedaagde sub 2 aldus dat ieder van deze partijen haar eigen kosten draagt.

4 De beslissing

De Ondernemingskamer:

verleent verstek tegen de niet in rechte verschenen gedaagden sub 1;

veroordeelt gedaagden alsmede degenen aan wie de aandelen zullen toebehoren het onbezwaarde recht op de aandelen in het geplaatste kapitaal van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid The Nielsen Company B.V., voorheen genaamd VNU Group B.V., gevestigd te Haarlem, waarvan zij houder zijn, aan Valcon Acquisitions B.V., gevestigd te Amsterdam, over te dragen;

stelt de prijs van de over te dragen gewone aandelen vast op €29,50 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;

bepaalt dat uitkeringen, in laatstbedoeld tijdvak op de gewone aandelen betaalbaar gesteld, tot gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling strekken;

stelt de prijs van de over te dragen 7% preferente aandelen vast op €21 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;

bepaalt dat uitkeringen, in laatstbedoeld tijdvak op de 7% preferente aandelen betaalbaar gesteld, tot gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling strekken;

veroordeelt Valcon Acquisitions B.V., gevestigd te Amsterdam, 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