

alle prioriteits aandelen in de Vennootschap. Een groot aantal minderheidsaandeelhouders heeft zijn aandelen eerder verkocht aan Fontana voor € 123 per aandeel. In de uitkoopprocedure voor de resterende aandelen is tegen gedaagden verstek verleend. Fontana stelt zich op het standpunt dat de prijs dient te worden gesteld op de zichtbaar intrinsieke waarde van de aandelen, zijnde € 130,89.

OK: Bij de waardebeoordeling van de over te dragen gewone aandelen kan niet zonder meer van de door eiseressen aangeboden prijs worden uitgegaan. De geboden prijs is gebaseerd op de zichtbaar intrinsieke waarde van de Vennootschap, zonder dat enige rechtvaardiging wordt aangevoerd van de daaraan ten grondslag liggende (veronder)stelling dat deze waarderingsmethode in de omstandigheden van het onderhavige geval tot een reële vergoeding leidt. De waarde is niet zonder meer gelijk aan de waarde die aan het aandeel toevalt als het zichtbare vermogen van de vennootschap pro rata wordt verdeeld over de geplaatste aandelen. Op grond van de EBITDA bestaat het vermoeden dat de waarde per aandeel hoger zou kunnen zijn. Dit vermoeden wordt versterkt doordat blijkt dat belangrijke activa (bedrijfsgebouwen en bedrijventerreinen) die al in 1983 zijn verworven, zijn gewaardeerd tegen historische kostprijs minus afschrijvingen, terwijl de actuele waarde hoger zou kunnen zijn, gezien het aanmerkelijke positieve waardeverloop van deze activa. De OK acht zich onvoldoende voorgelicht om de prijs van de aandelen vast te kunnen stellen en beveelt een deskundigenbericht. De deskundige dient de waarde vast te stellen per een zo recent mogelijke voor de hand liggende datum en met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die de waarde bepalen.

RO 2008, 37

HOF AMSTERDAM (ONDERNEMINGSKAMER)

13 maart 2008, nr. 832/2007 OK

(Mrs. J.H.M. Willems, E.F. Faase, P.M.F. Van Loon, drs. G. Izeboud RA, prof. dr. M.N. Hoogendoorn RA)

ARO 2008, 37

BW art. 2:201a

Uitkoopprocedure.

Welke waarderingsmethode moet worden gehanteerd bij de prijsvaststelling van de over te dragen aandelen?

N.V. Bronnenbad Nieuweschans-Bunde is in 1995 omgezet in Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V. (de 'Vennootschap'). Het geplaatste kapitaal van de Vennootschap is verdeeld in 91767 gewone aandelen en 10 prioriteitsaandelen. Fontana Holding B.V. ('Fontana') houdt 91378 gewone aandelen en

Zie ook:

- Hof Amsterdam (OK) 22 november 1990, NJ 1991, 618;
- HR 11 september 1996, NJ 1997, 176 m. nt. Maeijer;
- Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2000, JOR 2000/170;
- W.J. Slagter, 'De prijsbepaling bij uitkoop' in *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2001-2002*, Deventer: Kluwer 2002, p. 183 e.v.

Wenk:

De OK heeft een grote vrijheid bij de waardering van de over te dragen aandelen. Zij kan één of drie deskundigen benoemen, maar is daartoe niet verplicht. Deze regels gelden ook indien tegen gedaagden verstek is verleend. Ingeval van uitkoop na een openbaar bod op een beursgenoteerde vennootschap, knoopt de OK meestal aan bij de prijs van het openbaar bod, met name als tussen het bod en de uitkoop weinig tijd is verstreken en het bod door de aandeelhouders in groten getale is geaccepteerd. Let wel: tenzij er feiten en omstandigheden zijn die in de richting van

een hogere waarde wijzen. In dit geval gaat het om een uitkoop bij een BV. Uiteraard is er geen referentie-biedprijs zoals bij een openbaar bod. Fontana had wel eerder veel minderheidsaandeelhouders over de streep gekregen voor een prijs gebaseerd op het eigen vermogen per 31 december 2005. De OK knoopt hier niet bij aan. Fontana had een (iets hogere) prijs aangedragen, ditmaal gebaseerd op de intrinsieke waarde. De OK overweegt dat niet zeker is dat dit leidt tot een reële vergoeding voor de aandeelhouders en wijst een deskundigenonderzoek toe. Een deskundigenonderzoek wordt door de OK alleen gelast als zij dit noodzakelijk acht. Zo'n onderzoek is relatief kostbaar. In een verstekzaak kunnen de gedaagden niet worden verwezen in de kosten en zullen deze (dus) volledig voor de eiser zijn. Uit de wetsgeschiedenis en HR 11 september 1996, *NJ* 1997, 176 blijkt dat de wetgever geen richtlijn geeft voor de waardebepaling, maar dat deze uitgaat van een prijsvaststelling uitgaande van de werkelijke feiten, waarbij alle omstandigheden die de waarde bepalen in aanmerking moeten worden genomen, zoals de balans, tussentijdse cijfers, winstvooruitzichten en de aard van de onderneming. Makkelijker gezegd dan gedaan in de praktijk blijkt waardebepaling van aandelen vaak een zeer lastige exercitie. Een waardeberekening uitsluitend op grondslag van de intrinsieke waarde wordt door de OK niet, althans niet zonder nadere redengeving, aanvaardt. Dit is niet nieuw, de eiser had dit af kunnen leiden uit OK 22 november 1990, *NJ* 1991, 618. Als uitkopende aandeelhouder is het niet verstandig om een prijs aan te bieden op basis van de intrinsieke waarde. Tenslotte een algemene opmerking: een korting op de prijs van de aandelen vanwege het feit dat de aandelen van de kleine minderheid een lagere waarde zouden hebben dan de meerderheidsaandelen wordt door de OK niet geaccepteerd. De aan de aandelen toe te kennen waarde wordt naar rato van de waarde van de gehele onderneming vastgesteld.

1. Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V.,
2. Fontana Holding B.V., beide gevestigd te Nieuweschans, eiseressen, adv. mrs. K.J. Smit en M.H.C. Sinninghe Damsté, proc. mr. M.H.C. Sinninghe Damsté,
1. De gezamenlijke onbekende houders van aandelen in het geplaatste kapitaal van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V., te Nieuweschans, zonder bekende woon- of verblijfplaats in of buiten Nederland,
2. W. A. Bakker, te Leusden,
3. H. Boelmans, zonder bekende woon- of verblijfplaats in of buiten Nederland,
4. L.A. Boonman, te Bellingwolde,
- (5. tot en met 63.) B. Willems, zonder bekende

woon- of verblijfplaats in of buiten Nederland, gedaagden, niet verschenen.

Hof:

1 *Het verloop van het geding*

1.1. Eiseressen hebben bij exploitatie van 19 juni 2007, 20 juni 2007 en 21 juni 2007 gedaagden gedagvaard om te verschijnen ter terechtzitting van de Ondernemingskamer van 19 juli 2007 teneinde te horen eisen – zakelijk weergegeven – dat de Ondernemingskamer bij arrest, uitvoerbaar bij voorraad,

- 1) gedaagden veroordeelt de door hen gehouden aandelen in de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V., gevestigd te Nieuweschans, aan eiseres sub 2 over te dragen overeenkomstig het bepaalde in artikel 2:201a BW;
 - 2) de prijs van de over te dragen aandelen vaststelt op €130,89 per aandeel per een door de Ondernemingskamer te bepalen datum dan wel de prijs van de over te dragen aandelen vaststelt op een door de Ondernemingskamer te bepalen bedrag per een door de Ondernemingskamer te bepalen datum;
 - 3) bepaalt dat, zolang en voor zover de prijs niet is betaald, deze wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf de onder 2) bedoelde datum tot aan de datum van de overdracht;
 - 4) bepaalt dat uitkeringen op de aandelen die in het hiervoor onder 3) bedoelde tijdvak betaalbaar worden gesteld, strekken tot gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling;
 - 5) eiseres sub 2 gelast de vastgestelde prijs met rente zoals voormeld te betalen, eventueel door consignering, aan degene aan wie de aandelen toebehoren of zullen toebehoren, tegen levering van het onbezwaarde recht op die aandelen;
 - 6) gedaagden, voor zover zij verweer voeren, veroordeelt in de kosten van het geding.
- 1.2. Gedaagden zijn in rechte niet verschenen; tegen hen is verstek verleend.
- 1.3. Eiseressen hebben bij conclusie van eis de in de dagvaarding genoemde producties in het geding gebracht en gesteld en geconcludeerd overeenkomstig de dagvaarding.
- 1.4. Vervolgens hebben eiseressen de stukken van het geding, die hier als herhaald en ingelast gelden, overgelegd en arrest gevraagd.

2 *De vaststaande feiten*

- 2.1. Bij notariële akte van 19 juli 1995 is N.V. Bronnenbad Nieuweschans-Bunde, opgericht op 16 december 1983, omgezet in de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V. (hierna de vennootschap te noemen).
- 2.2. Het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap bedraagt blijkens de overgelegde statuten zoals die luiden sinds 12 november 1996

en blijkens een overgelegd uittreksel van de Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Groningen van 5 juni 2007 €6.806.703,24 en is verdeeld in 149.990 gewone aandelen op naam en 10 prioriteitsaandelen, beide soorten aandelen met een nominale waarde van (thans) €45,38 elk. Het geplaatste kapitaal van de vennootschap bedraagt €4.164.658,69 en is verdeeld in 91.767 gewone aandelen en 10 prioriteitsaandelen.

2.3. De vennootschap en Fontana Holding B.V., eiseres sub 2, zijn groepsmaatschappijen als bedoeld in artikel 2:24b BW.

3 De gronden van de beslissing

3.1. Nu tegen gedaagden verstek is verleend dient de Ondernemingskamer ambtshalve te onderzoeken of eiseressen voor eigen rekening tezamen ten minste 95% van het geplaatste kapitaal in de vennootschap verschaffen.

3.2. Ten bewijze van haar daartoe strekkende stelling hebben eiseressen overgelegd (kopieën van) (i) de doorlopende tekst van de statuten van de vennootschap, zoals deze zijn komen te luiden na de akte van statutenwijziging van 12 november 1996, (ii) een uittreksel uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Groningen gedateerd 5 juni 2007, (iii) een afschrift van het aandeelhoudersregister van de vennootschap van 24 mei 2007 en (iv) een verklaring van mr. J. Kuipers, notaris te Groningen, van 5 juni 2007, onder meer inhoudende dat eiseressen 91.378 gewone aandelen en alle (10) prioriteitsaandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap houden.

3.3. De Ondernemingskamer acht het op grond van deze bescheiden, deze mede in samenhang bezien, voldoende vaststaan dat eiseressen, zoals zij hebben gesteld, op de dag van de dagvaarding 91.378 gewone en 10 prioriteitsaandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap hielden en aldus voor eigen rekening ten minste 95% van het kapitaal van de vennootschap verschaffen. De vordering is derhalve in zoverre deugdelijk.

3.4. Aan de door gedaagden gehouden aandelen zijn geen bijzondere rechten inzake de zeggenschap in de vennootschap verbonden. Gesteld noch gebleken is verder dat gedaagden, buiten de hierna te bespreken hoogte van de vergoeding voor de aandelen, ernstige stoffelijke schade zouden – kunnen – lijden door de overdracht van de door hen gehouden aandelen in het kapitaal van de vennootschap, of dat eiseressen jegens – een der – gedaagden afstand hebben gedaan van haar bevoegdheid de onderhavige vordering in te stellen.

3.5. Wat de prijs van de over te dragen aandelen betreft hebben eiseressen zich op het standpunt gesteld dat deze dient te worden gesteld op de zichtbare intrinsieke waarde van de aandelen, te weten €130,89 per aandeel. Ter staving van dit standpunt hebben eiseressen (kopieën van) de jaarstukken van de vennootschap over de jaren 2004, 2005 en 2006 overgelegd, alsmede een rapport van J. Kruihof RA (naar de Onderne-

mingskamer begrijpt: werkzaam bij KPMG Accountants N.V.) van 5 juni 2007, inhoudende dat per 31 december 2006 het eigen vermogen van de vennootschap per gewoon aandeel €54,62 bedraagt en dat, indien de inkoop van één prioriteitsaandeel op 24 augustus 2006 door de vennootschap voor een bedrag van €7.000.000 niet zou hebben plaatsgevonden, het eigen vermogen per 31 december 2006 €130,89 per aandeel zou hebben bedragen. Tot slot hebben eiseressen gewezen op de omstandigheid dat een groot aantal minderheidsaandeelhouders een bod op de door hen gehouden aandelen voor een prijs van €123 op basis van het eigen vermogen per aandeel per 31 december 2005 reeds heeft aanvaard.

3.6. De Ondernemingskamer is van oordeel dat in het onderhavige geval wat de waarde van de over te dragen gewone aandelen betreft niet zonder meer van de door eiseressen aangeboden prijs kan worden uitgegaan. Weliswaar kan in het algemeen aan de omstandigheid dat een groot aantal (minderheids)aandeelhouders een bod als dat van eiseres sub 2 heeft aanvaard, betekenis worden toegekend bij de vaststelling van de prijs van de aandelen in het kader van een procedure als de onderhavige, doorslaggevend is die omstandigheid niet.

3.7. In het onderhavige geval kan niet worden voorbijgegaan aan de omstandigheid dat de geboden prijs van de aandelen uitsluitend gebaseerd is op de zichtbare intrinsieke waarde (het eigen vermogen) volgens de balans van de vennootschap per 31 december 2006 nadat deze is gecorrigeerd voor de prijs van de gerealiseerde inkoop van één prioriteitsaandeel, zonder dat enige rechtvaardiging wordt aangevoerd van de daaraan ten grondslag liggende (veronder)stelling dat deze waarderingsmethode in de omstandigheden van het onderhavige geval tot een reële vergoeding leidt. De waarde van een aandeel is immers niet zonder meer gelijk aan de waarde die aan het aandeel toevalt als het zichtbare vermogen van de vennootschap pro rato wordt verdeeld over de geplaatste aandelen. De waarde is daarmee, gelet op het navolgende, in het onderhavige geval dus nog niet bepaald. Hoewel uit de geconsolideerde jaarstukken van eiseres sub 2 over 2006 de cijfers van de vennootschap niet direct zijn af te leiden, blijkt wel dat er in 2006 minimaal een EBITDA was van €1.571.074. Dit geeft grond voor het vermoeden dat de waarde per aandeel hoger zou kunnen zijn dan de hiervoor bedoelde zichtbare intrinsieke waarde (of eigen vermogen) per aandeel. Dit vermoeden wordt nog versterkt nu bovendien blijkt dat belangrijke activa (bedrijfsgebouwen en bedrijfsterrainen) zijn gewaardeerd tegen historische kostprijs minus afschrijvingen, terwijl de actuele waarde in het economische verkeer van deze activa hoger zou kunnen zijn en ter zake daarvan geen correctie (of verantwoording voor het achterwege blijven daarvan) bij de berekening van de waarde van de aandelen heeft plaats-

gevonden. Een en ander klemt temeer nu niet uitgesloten moet worden geacht dat deze activa, of een - belangrijk - deel daarvan, reeds bij of rond de oprichting van N.V. Bronnenbad Nieuweschans-Bunde op 16 december 1983 zijn verworven en sindsdien onderhevig zijn geweest aan een aanmerkelijk (naar de ervaring heeft geleerd: positief) waardeverloop. Ook het overgelegde rapport van J. Kruithof RA leidt bij de Ondernemingskamer niet tot de overtuiging dat de onderhavige door eiseres sub 2 geboden prijs voor de gewone aandelen een billijke is.

3.8. De Ondernemingskamer acht zich gezien hetgeen hiervoor is overwogen, onvoldoende voorgelicht om de prijs van de gewone aandelen vast te kunnen stellen op basis van - slechts - de stukken van het geding. Zij zal dan ook een deskundigenbericht bevelen.

3.9. Met de benoeming van één deskundige kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer in deze zaak worden volstaan, in welk verband echter heeft te gelden dat het de te benoemen deskundige vanwege de aard van zijn onderzoek vrijstaat zo nodig de deskundigheid van (een) ander(en) in te roepen.

3.10. De deskundige dient de waarde van de gewone aandelen in het kapitaal van de vennootschap vast te stellen per een zo recent mogelijke, voor de hand liggende datum en met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die deze waarde bepalen.

3.11. De Ondernemingskamer zal in afwachting van de uitkomsten van het deskundigenonderzoek ten slotte iedere verdere beslissing aanhouden.

4 De beslissing

De Ondernemingskamer:

beveelt een onderzoek door één deskundige naar de waarde van de over te dragen gewone aandelen in het geplaatste kapitaal van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid Bronnenbad Nieuweschans-Bunde B.V., gevestigd te Nieuweschans, een en ander met inachtneming van hetgeen in dit arrest is overwogen;

benoemt R. Sman RA RV te Zaandijk teneinde het onderzoek te verrichten;

stelt het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten vast op €12.000, de verschuldigde omzetbelasting daarin niet begrepen;

bepaalt dat eiseres binnen drie weken na heden dat bedrag dient te voldoen op een door de deskundige aan te duiden wijze dan wel ten genoegen van de deskundige vóór de aanvang van zijn werkzaamheden voor de betaling van dat bedrag zekerheid dient te stellen op een door de deskundige aan te duiden wijze en bepaalt dat de deskundige met zijn werkzaamheden niet behoeft aan te vangen dan nadat betaling of zekerheidsstelling heeft plaats gevonden;

bepaalt dat de deskundige bij zijn onderzoek eiseressen in de gelegenheid dient te stellen opmerkingen te maken en verzoeken te doen en

dat uit het schriftelijk bericht dient te blijken dat aan dit voorschrift is voldaan;

bepaalt dat van de inhoud van de opmerkingen en de verzoeken in het schriftelijk bericht van de deskundige melding wordt gemaakt;

bepaalt dat de deskundige uiterlijk op 24 april 2008 zijn schriftelijk en ondertekend bericht doet toekomen aan de griffier van de Ondernemingskamer;

bepaalt dat de griffier van de Ondernemingskamer onverwijld een afschrift van dit arrest en van het procesdossier aan de deskundige zal doen toekomen;

verwijst de zaak naar de terechtzitting van de Eerste Enkelvoudige Kamer voor de Behandeling van Burgerlijke Zaken van het Hof (rol van de Ondernemingskamer) van donderdag 8 mei 2008 voor het desgewenst nemen van een akte na deskundigenbericht onderscheidenlijk het andermaal vragen van arrest;

houdt iedere verdere beslissing aan.