

## Kleine aandeelhouders moeten juist wel zeuren

Gepubliceerd in: *Financieel Dagblad*, 23 augustus 2015

Gert Jochems

De kleine aandeelhouder moet niet zeuren, [aldus het commentaar in deze krant van 19 augustus](#). Het betreft de uitspraak van de Ondernemingskamer van 7 juli jongstleden over de procedure om aandeelhouders uit te kopen na gestanddoening van een openbaar bod. Deze uitspraak roept volgens mij juist op om als kleine aandeelhouder te zeuren.

De uitspraak betreft specifiek de uitkoop van de (resterende) minderheidsaandeelhouders in Unit 4. In het kort komt de uitspraak er op neer dat de resterende aandeelhouders hun aandelen dienen over te dragen tegen de voorwaarden zoals die ten tijde van het bod golden.

Waar de Ondernemingskamer vanaf 2000 de regel hanteert, dat een prijs van de 'uit te roken' aandelen wordt bepaald op de datum van het eindarrest, heeft zij nu geoordeeld dat de prijs volgens de biedingsvoorwaarden geldt. Op zich een noviteit, want een aandeelhouder is immers tot het moment van overdracht aandeelhouder en dus komen alle voor- en nadelen van dat aandeelhouderschap voor zijn of haar rekening.



De argumentering van de Ondernemingskamer is wat raadselachtig. Aan de ene kant stelt zij dat in dit specifieke geval de periode tussen betaalbaarstelling en dagvaarding zodanig kort is, dat aan het karakter van de onderneming weinig is veranderd. Aan de andere kant betoogt de Ondernemingskamer dat een lange periode het vaststellen van een waarde bemoeilijkt, omdat een eventuele waardevermeerdering — kort gezegd — niet altijd het resultaat hoeft te zijn van de doorgaande ontwikkelingen. Deze kan ook bereikt zijn door maatregelen die de biedende partij (de nieuwe eigenaar) heeft bewerkstelligd.

Ook ten aanzien van de bepaling van waardevermindering gelden specifieke uitdagingen. Voorts geeft de Ondernemingskamer aan dat een nieuwe waardebepaling kan leiden tot aanzienlijke kosten en aantasting van het belang van geheimhouding van de bedrijfsgevoelige

informatie. Daarnaast beargumenteert zij dat een nieuwe waardebepaling kan leiden tot aanzienlijke vertraging of uitstel van volledige integratie. Argumenten die in veel uitkoopprocedures niet van toepassing zijn.

Het is daarom nogal kort door de bocht dat de Ondernemingskamer stelt vanaf heden voor het bepalen van de peildatum aansluiting te zoeken bij de datum van het bod. Met deze stelling kiest zij wel erg duidelijk voor de onderneming in plaats van de aandeelhouder.

Gelukkig wordt in de uitspraak de mogelijkheid geschapen de thans voorgestelde peildatum toch maar weer te verlaten. Het is daarom belangrijk aandacht te besteden aan de andere overwegingen van de Ondernemingskamer. Die kunnen van belang zijn bij een volgende uitrookprocedure.

De Ondernemingskamer stelt namelijk vast dat slechts een miniem percentage aandelen (minder dan 0,5%) niet is aangemeld en dat geen van de gedaagde minderheidsaandeelhouders zich in het geding hebben gemeld om bezwaar te maken.

Mijn conclusie is dan ook dat de Ondernemingskamer juist wél graag had gezien dat de minderheidsaandeelhouders gingen zeuren. Anders zou deze opmerking niet specifiek in de overweging zijn opgenomen. Feitelijk zegt de Ondernemingskamer dat als er geen tegenstand van aandeelhouders is, het belang van de onderneming prevaleert. Daarmee wordt de kleine aandeelhouder duidelijk uitgedaagd zich te laten horen. Dit is voor aanstaande betrokkenen in uitrookprocedures een aanknopingspunt: organiseer het verzet en laat u horen!

Al met al heeft de prevaleert met dit Unit 4 arrest de discussie niet gesloten, maar juist opengesteld. Maar dan moet er wel gereageerd worden. Cassatie bij de Hoge Raad zou wenselijk zijn, maar het is nu vooral te hopen dat in een toekomstige uitrookprocedure de minderheidsaandeelhouders de handschoen oppakken en gaan zeuren.

*Gert M. Jochems is directeur Financial Markets Conduct.*