

# Op zoek naar het monster van Loch Ness

## Over de toepassing en afwijking van het billijke prijsvermoeden

*Mr. S. Gommans\**

*Ondanks dat rechters en juridische auteurs steevast overwegen dat afwijken van het billijke prijsvermoeden in de bijzondere uitkoopprocedure (art. 2:359c lid 6 BW) mogelijk is, gebeurt het in de praktijk nooit. In dit artikel staat de oorzaak daarvan centraal. Daarbij besteedt de auteur bijzondere aandacht aan de ratio achter het billijke prijsvermoeden.*

### 1 Inleiding

De bieder die een openbaar bod uitbrengt op een beursvennootschap wil daarmee doorgaans 100% van de aandelen verkrijgen. Om dat te bereiken met een openbaar bod moeten alle aandeelhouders hun aandelen aanbieden. Nu er altijd wel aandeelhouders zijn die hun aandelen niet aanbieden, is voor de bieder een van de belangrijkste vragen: hoe verkrijg ik na gestanddoening van het bod alsnog 100% van het geplaatste kapitaal en de stemrechten in een beursvennootschap? Eén manier om dat te doen is door toepassing van de bijzondere uitkoopprocedure voor na een openbaar bod.<sup>1</sup>

De bieder is ontvankelijk in de bijzondere uitkoopprocedure wanneer hij 95% van het geplaatste kapitaal in de doelvennootschap verschaft en 95% van de stemrechten vertegenwoordigt.<sup>2</sup> De Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (hierna: de OK) zal na vaststelling van de ontvankelijkheid overgaan tot toewijzing van de uitkoopvordering. Het debat tussen partijen spitst zich daarna alleen toe op de hoogte van de uitkoopprijs. Die vast te stellen uitkoopprijs moet een billijke prijs zijn.<sup>3</sup> De bieder wil in de uitkoopprocedure idealiter dezelfde prijs voor de aandelen betalen als onder het openbaar bod. Daarbij kan de OK onder omstandigheden het zogeheten billijke prijsvermoeden<sup>4</sup> gebruiken. Dit houdt in dat de biedprijs die de bieder onder het bod betaalt vermoed wordt billijk

te zijn, mits ten minste 90% van de aandelen is verworven waarop het bod betrekking had.

Hoe het prijsvermoeden precies werkt en waar zijn grenzen liggen, is ingewikkeld. Niet alleen is het billijke prijsvermoeden een juridische cocktail van nationaal recht, een Europese richtlijn en jurisprudentie van de OK, het leerstuk is ook niet volledig uitgekristalliseerd. Dat het leerstuk zelfs voor rechters ingewikkeld kan zijn, blijkt uit een recent vonnis van de rechtbank Amsterdam.<sup>5</sup> Het leerstuk verdient daarom wat extra aandacht door de werking en de grenzen ervan in dit artikel uiteen te zetten.

Nadat is vastgesteld dat het bod op grote schaal is aanvaard, wordt in de rechtspraak steevast overwogen dat na die vaststelling weerlegging van het billijke prijsvermoeden mogelijk is. In een inventarisatie van de rechtspraak zien we dat niet terug. In totaal zijn er 35 uitkoopprocedures<sup>6</sup> volgend op een vrijwillig openbaar bod geweest. In slechts één procedure is het billijke prijsvermoeden terzijde gesteld.<sup>7</sup> De situatie waarin voor de prijsbepaling in de bijzondere uitkoopprocedure niet wordt aangesloten bij de biedprijs is daarom een soort monster van Loch Ness: er zijn verhalen over haar bestaan, maar we zien haar (bijna) nooit. De vraag is waarom dat het geval is. Dat rechters nooit afwijken van het billijke prijsvermoeden komt door enkele factoren, die ik in dit artikel de revue laat passeren. Daarnaast doe ik een suggestie voor een aanscherping op het leerstuk, die volgens mij in de lijn van de ratio achter het prijsvermoeden ligt en die het leerstuk duidelijker maakt: bij de toepassing van het billijke prijsvermoeden moeten alle omstandigheden die met de prijsbepaling te maken hebben, worden betrokken in het beantwoorden van de vraag of het bod

\* Mr. S. Gommans is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek te Amsterdam.

De auteur bedankt Jaap Barneveld en Huub Willems voor hun commentaar tijdens het schrijfproces.

1 Art. 2:359c BW.

2 Zijn er verschillende soorten aandelen, dan kan de vordering slechts worden ingesteld ten aanzien van de soort waarvan eiser of eiseres ten minste 95% van het geplaatste kapitaal verschaft en 95% van de stemrechten vertegenwoordigt, vgl. art. 2:359c lid 2 BW.

3 Art. 2:359c lid 6 BW, eerste zin.

4 Art. 2:359c lid 6 BW, tweede zin.

5 Rb. Amsterdam 14 december 2022, ECLI:NL:RBAMS:2022:7520 (DPA Group): de rechtbank geeft in r.o. 5.14 een onjuiste weergave van de werking van de peildatum in een uitkoopprocedure volgend op een openbaar bod. Zie voor de werking van de peildatum par. 2.4 van dit artikel.

6 Met 'unieke uitkoopprocedures' wordt bedoeld: alle eindarresten van uitkoopprocedures ex art. 2:359c BW.

7 Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1976, ARO 2014/126 (Mediq III).

op grote schaal is aanvaard. Daarna bestaat geen ruimte meer voor weerlegging van het vermoeden.

Allereerst ga ik nader in op het pad dat de bieder kan bewandelen naar een 100%-belang (par. 2). Vervolgens bespreek ik het billijke prijsvermoeden door een conceptuele analyse. Die bestaat uit: een uiteenzetting van de ratio achter het prijsvermoeden (par. 3) en de introductie van de maatman-aandeelhouder en de aandeelhouder die in een wezenlijk andere positie verkeert dan de maatman-aandeelhouder (par. 4). Tot slot beantwoord ik de vraag of er ruimte bestaat om van het billijke prijsvermoeden af te wijken (par. 5).

## 2 De weg naar een 100%-belang

### 2.1 Een openbaar bod als eerste stap naar 100%

Overnames van Nederlandse beursvennootschappen zijn bijna altijd gestructureerd als een openbaar bod.<sup>8</sup> Het doel van de bieder is normaal gesproken het verkrijgen van 100% van het geplaatste kapitaal en het vertegenwoordigen van 100% van de stemrechten in die beursvennootschap (hierna: een 100%-belang<sup>9</sup>). De bieder wil bijvoorbeeld de beursnotering van de vennootschap beëindigen en de vennootschap met daarin de onderneming in zijn concern integreren.

Eigen aan een beursvennootschap is dat de aandelen verspreid zijn over een grote groep anonieme aandeelhouders. Het is praktisch onmogelijk om met al deze anonieme aandeelhouders te onderhandelen over de overname van de aandelen. Door het uitbrengen van een openbaar bod op alle aandelen kan de bieder toch alle aandelen verkrijgen tegen een vooraf bekende prijs: de biedprijs.<sup>10</sup>

Aandeelhouders kunnen hun aandelen aanmelden bij de bieder gedurende een aanmeldingstermijn.<sup>11</sup> Na sluiting van die termijn maakt de bieder bekend hoeveel procent van de aandelen is aangemeld. De bieder geeft aandeelhouders die hun aandelen op dat moment niet hebben aangemeld doorgaans de mogelijkheid om dat in een na-aanmeldingstermijn alsnog te doen. Deze na-aanmelding geeft aandeelhouders die te laat waren, maar ook aandeelhouders die de afloop van het openbaar bod wilden afwachten, een laatste kans hun aandelen tegen de biedprijs van de hand te doen.<sup>12</sup>

8 J. Barneveld, De achterkant van het openbaar bod. Over de opkomst, ontwikkeling en normering van de pre-wired back end, MvO 2019, afl. 5-6, p. 155.

9 Waar in dit artikel wordt gesproken over een 'belang' worden het percentage geplaatst kapitaal waarover de bieder beschikt en het percentage stemrechten dat de bieder vertegenwoordigt bedoeld.

10 C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen (VDHI nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 10; zie ook De Brauw 2017 voor een zeer uitvoerige en gedetailleerde uiteenzetting over de werking van het openbaar bod.

11 De Brauw 2017, p. 681 e.v.

12 De Brauw 2017, p. 712 e.v.

De kans is nihil dat een bieder na deze aanmeldingstermijnen een 100%-belang heeft verworven. Er zijn bijna altijd enkele aandeelhouders die niet op de hoogte zijn van het bod of die hun aandelen niet willen aanmelden onder de door de bieder aangeboden voorwaarden, meestal omdat ze de biedprijs te laag vinden. De bieder wordt geconfronteerd met een klein groepje minderheidsaandeelhouders in een vennootschap die een groepsmaatschappij<sup>13</sup> van de bieder is geworden. Voor de bieder brengt dat grote bezwaren met zich, waartegen het belang van de minderheidsaandeelhouder(s) om aandeelhouder te blijven niet opweegt.<sup>14</sup> In de praktijk maakt de bieder gebruik van een zogeheten *pre-wired back end*-structuur om de minderheidsaandeelhouders uit de vennootschap te drukken.<sup>15</sup>

### 2.2 Over ontvankelijkheid en profijt van het billijke prijsvermoeden

Vanwege de in noot 14 genoemde grote bezwaren is het gewenst dat de niet-aanmeldende aandeelhouders verplicht kunnen worden hun aandelen tegen een billijke prijs over te dragen aan de houder van de overgrote meerderheid van de aandelen: de bieder. Het bestaan van de mogelijkheid om minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod uit te kopen bevordert het functioneren van de Europese interne markt. Daarom heeft de Europese wetgever de lidstaten verplicht om een uitstotingsregeling te introduceren. De Nederlandse wetgever heeft dit uitstotingsrecht vormgegeven in de al bekende uitkoopprocedure (art. 2:92a/201a BW) door de bijzondere uitkoopprocedure (art. 2:359c BW) te introduceren.<sup>16</sup>

13 In de zin van art. 2:24a lid 1 of art. 2:24b BW.

14 Het feit dat er minderheidsaandeelhouders een belang houden in de dochtervennootschap van de bieder betekent onder meer dat: de bieder de acquisitiefinanciering niet ten laste van de doelvennootschap kan brengen, de wettelijk voorgeschreven oproepingsformaliteiten volledig in acht moeten worden genomen, jaarrekeningen volledig moeten zijn dan het geval is bij een 100%-dochtervennootschap (ingevolge art. 2:403 BW), minderheidsaandeelhouders kunnen protesteren wanneer de dochtervennootschap de winst geheel voor investeringen wil bestemmen, en de dochtervennootschap *at arm's length* moet worden behandeld bij intragroeptransacties geteld op de belangen van de minderheidsaandeelhouders.

15 Het gaat deze bijdrage te buiten om de pre-wired back end-structuur te bespreken. Zie daarvoor Barneveld 2019, R.H. Kleipool & C.R. Nagtegaal, De grensoverschrijdende fusie als pre-wired herstructurering, TOP 2016/410 en P.D. Olden, Pre-wired asset sale, WPNR 2014, afl. 7037, p. 1055-1059. De Hoge Raad heeft in HR 14 september 2007, ECLI: NL:HR:2007:BA4117 (Versatel I) besloten dat een besluit tot fusie dat enkel en alleen de strekking heeft minderheidsaandeelhouders uit te stoten, in strijd kan zijn met hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar aandeelhouders op de voet van art. 2:8 BW wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid. In de praktijk zal daar naar mijn inschatting niet snel sprake van zijn, omdat er in de regel zakelijke redenen zijn om tot uitstoting van minderheidsaandeelhouders over te gaan en minderheidsaandeelhouders een redelijke *exit* hebben.

16 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

De bieder moet om profijt van het billijke prijsvermoeden te hebben:

1. een openbaar bod uitbrengen op alle aandelen van een doelvennootschap die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt;
2. voor eigen rekening minstens 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaffen en minstens 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigen;
3. de vordering instellen tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders; en
4. binnen drie maanden na afloop van de na-aanmeldingstermijn de gezamenlijke minderheidsaandeelhouders dagvaarden.<sup>17</sup>

Het houden van 95% van het geplaatste kapitaal en het vertegenwoordigen van 95% van de stemrechten zijn een ontvankelijkheidseis voor het instellen van de uitkoopvordering. De bieder moet een openbaar bod hebben uitgebracht, maar het is niet relevant *hoe* de bieder een 95%-belang heeft verkregen. De uitkoopregeling van artikel 2:359c BW geldt bijvoorbeeld ook als de bieder al een 5%-belang hield in de doelvennootschap, hij door onderhandse aankopen op de gereglementeerde markt nog eens 25% verwierf en door het openbaar bod 'maar' 65% verkreeg.<sup>18</sup>

### 2.3 Welke prijs betaalt de bieder voor de aandelen?

De in uitkoopprocedures vast te stellen prijs is de prijs die de hypothetische meest biedende, onafhankelijke koper, na de beste voorbereiding en op de meest geschikte manier, bereid is op de peildatum te betalen voor de aandelen in de doelvennootschap. Die prijs vertegenwoordigt een *fair market value*, waarbij aan de verkoopzijde van belang is dat het gaat om een prijs die een redelijk handelende en geïnformeerde verkoper bereid is te aanvaarden.<sup>19</sup> Dit is de prijs die de OK in de systematiek van prijsbepaling in artikel 2:359c lid 6 BW de billijke prijs noemt.<sup>20</sup> Met het woord 'onafhankelijk' wil de OK volgens mij tot uitdrukking brengen dat de onafhankelijkheid van de bieder ten opzichte van de aanmeldende aandeelhouder relevant is voor de vraag of in de aanmelding van de aandelen steun voor de biedprijs kan worden gelezen. Door in het aanmeldpercentage te corrigeren voor aandeelhouders die niet onafhankelijk zijn van de bieder blijft de juridische fictie dat de

bieder de meest biedende én onafhankelijke koper is overeind. Daardoor kun je zeggen dat de biedprijs een billijke prijs is. Hier ga ik in paragraaf 4.2 en 4.4 nader op in.

Deze definitie van de 'billijke prijs' maakt de prijsbepaling van de aandelen in de vennootschap op zichzelf nog niet makkelijker. Elke seconde verandert de waarde van de onderneming. Waardebepaling van een onderneming en daarmee de prijs van een aandeel is daarom een kunst. Waardebepaling van een beursgenoteerde vennootschap is wat minder een kunst, omdat de beurskoers in een liquide, goed functionerende markt de waarde van de onderneming reflecteert.<sup>21</sup> Het billijke prijsvermoeden bestaat om in de bijzondere uitkoopprocedure het een en ander te vergemakkelijken. De uitkoopprijs wordt namelijk vermoed een billijke prijs te zijn wanneer de bieder als gevolg van de aanvaarding van het bod aandelen heeft verworven die ten minste 90% vertegenwoordigen van het kapitaal waar het bod betrekking op heeft en waaraan stemrechten zijn verbonden (hierna: het 90%-criterium).<sup>22</sup> De prijs voor de aandelen wordt vastgesteld op basis van steun voor die waardering in de markt. Daarmee wordt een tijdrovende en kostbare prijsvaststelling, bijvoorbeeld door de benoeming van deskundigen, voorkomen.<sup>23</sup> Het billijke prijsvermoeden is daarom in de praktijk een belangrijk instrument voor de prijsvaststelling van aandelen in een uitkoopprocedure.

### 2.4 De peildatum van het Unit4-arrest

Met het oog op de hierboven aan de orde gekomen volatiliteit van de waarde van de onderneming is de vraag per welk moment de OK de billijke prijs voor de aandelen vaststelt van groot belang: de peildatum.<sup>24</sup> Uit de wetsgeschiedenis leid ik af dat de peildatum aan het tijdstip en de voorwaarden van het openbaar bod gekoppeld moet worden, vooral wanneer op het bod ruimhartig is gereflecteerd.<sup>25</sup> De OK sloot bij het vaststellen van de peildatum niet standaard aan bij de datum van het openbaar bod. In het Unit4-arrest ging de OK alsnog 'om' en sloot voor de peildatum in een uitkoopprocedure volgend op een openbaar bod aan bij de datum van de betaalbaarstelling van de biedprijs, op voorwaarde dat de bieder op dat moment minstens over een 95%-belang beschikt.<sup>26</sup> De datum van de betaalbaarstelling is de datum waarop de biedprijs ter overboe-

17 Art. 2:359c lid 3 BW; T. Saleminck, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders*. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (diss. Nijmegen; VDHI nr. 125), Deventer: Kluwer 2014, p. 64-65; D.J.F.F.M. Duynstee & C.C.M. de Smet, *Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2015-2016*, in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017* (VDHI nr. 134), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 207.

18 Asser/Macijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/693.

19 C.D.J. Bulten & J.H.M. Willems, *Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2011-2013*, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2013-2014* (VDHI nr. 121), Deventer: Kluwer 2014, p. 209.

20 Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BD1680, ARO 2008/96 (Euronext), r.o. 3.11; J.H.M. Willems, redactionele aantekening onder ARO 2022/107 (NIBC), punt 3.

21 Saleminck 2014, par. 9.3.2.

22 Art. 15 lid 5 van Richtlijn 2004/25/EG. Dit is een ander percentage dan het percentage genoemd in par. 3.1 en noot 20. Het gaat hier om het percentage van aandelen en stemrechten die de bieder door middel van het openbaar bod heeft verkregen, waarbij de aandelen en stemrechten waarover de bieder al beschikte voorafgaand aan het bod dus irrelevant zijn.

23 Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3, p. 10. Normaal gesproken benoemt de OK een of meer deskundigen om een deskundigenoordeel te geven over de uitkoopprijs. Dat kan achterwege blijven als het prijsvermoeden niet weerlegd wordt.

24 Art. 2:359c lid 6 BW, eerste zin.

25 Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3, p. 49.

26 Zo sloot de OK in sommige arresten aan bij de prijs van het bod (JOR 2008/335 (Numico) en ARO 2009/93 (Tele Atlas)) en in andere bij de datum van overdracht of een tijdstip dat daar zo dicht mogelijk bij gelegen is (JOR 2009/130 (Hagemeyer) en JOR 2011/45 (Corporate Express)).

king beschikbaar komt aan de aandeelhouder die het bod heeft geaccepteerd.<sup>27</sup>

Er valt veel te zeggen voor deze benadering. Het moment dat zeker is dat de bieder over een 95%-belang gaat beschikken, en ontvankelijk wordt in de bijzondere uitkoopprocedure, is doorgaans het moment waarop de bieder het bod gestand heeft gedaan.<sup>28</sup> De peildatum is het moment dat het economische risico van eventuele waardedalingen of -stijgingen overgaat van de minderheidsaandeelhouders op de bieder. In de periode tussen de gestanddoening van het bod en het eindarrest in de uitkoopprocedure heeft de bieder overwegende zeggenschap over de doelvennootschap. De waarde van de doelvennootschap kan als gevolg daarvan wijzigen, bijvoorbeeld door synergie-effecten en een herstructurering.<sup>29</sup> Doordat na het bod de waarde van de onderneming kan schommelen, kiest de OK vanuit proceseconomisch perspectief voor een peildatum die tot zo min mogelijk complicaties leidt bij het vaststellen van de uitkoopprijs. Waardestijging van de doelvennootschap leidt namelijk niet meer tot een hogere uitkoopprijs (zie verder par. 5.2).<sup>30</sup>

### 3 De ratio achter het billijke prijsvermoeden

#### 3.1 Het draait om marktappreciatie en enthousiasme

Wanneer een openbaar bod op grote schaal wordt aanvaard, vindt kennelijk een overgrote meerderheid van de aandeelhouders de biedprijs een billijke prijs. Met billijke prijs bedoel ik hier de prijs die een fair market value vertegenwoordigt en die de hypothetische meest biedende, onafhankelijke koper betaalt.<sup>31</sup> Andersom is het zo dat de biedprijs blijkbaar te laag is en volgens de markt geen juiste weerspiegeling van de waarde van de onderneming betreft, wanneer relatief weinig aandeelhouders op het bod zijn ingegaan.<sup>32</sup>

Olden drukt het uit in enthousiasme: het billijke prijsvermoeden is een maat voor het enthousiasme waarmee het bod is aanvaard; dat zegt iets over de biedprijs.<sup>33</sup> De gedachte is: de meest betrouwbare waarderingsmethode is het meten van het aandeelhoudersenthousiasme voor de biedprijs. Als daar geen duidelijkheid uit komt, kan de OK deskundigen benoemen die berichten omtrent de waarde van de aandelen. De grens wanneer het bod op grote schaal is aanvaard, is door de Europese wetgever – redelijk arbitrair<sup>34</sup> – vastgesteld op 90%.<sup>35</sup>

Het bestaan van het billijke prijsvermoeden wordt ook gerechtvaardigd doordat de eiser binnen een korte termijn na gestanddoening de minderheidsaandeelhouders moet dagvaarden. In die periode kan de waarde van de onderneming niet veel schommelen. De gedachte hierbij is dat de biedprijs na een langere tijd dan drie maanden geen goede graadmeter meer is voor het aandeelhoudersenthousiasme, waardoor voor de waardering van de onderneming, en daarmee de prijs van de aandelen, niet bij de biedprijs kan worden aangesloten.<sup>36</sup> Dat is mijns inziens óók een van de redenen waarom de peildatum aansluit bij de dag van betaalbaarstelling onder het bod.<sup>37</sup>

### 4 De maatman-aandeelhouder tegenover de WAP-aandeelhouder

#### 4.1 De meetlat van de maatman-aandeelhouder

De vraag die centraal staat bij het 90%-criterium is of alle aandeelhouders die hun aandelen onder het bod hebben aangemeld mee mogen tellen voor het voldoen aan dat criterium. Daarvoor is vereist dat in de aanmelding van een aandeelhouder daadwerkelijk steun voor de biedprijs kan worden gele-

27 Zolang en voor zover de uitkoopprijs niet is betaald, wordt hij verhoogd met de wettelijke rente, van de peildatum tot de overdracht, zie art. 2:359c lid 6 BW, zevende zin, en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/688.

28 De bieder zal het bod alleen gestand doen als hij weet dat hij een 95%-belang kan verkrijgen, eventueel na het toepassen van zogeheten (pre-wired) back end-structuren. Op de motieven wanneer en waarom de bieder een bod gestand zal doen, de voorwaarden waaronder dat gebeurt, en de juridische instrumenten die daarbij gebruikt worden, kan in dit artikel niet worden ingegaan. Zie hiervoor o.a. De Brauw 2017, hoofdstuk 1 (par. 1.3) en voetnoot 52.

29 Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, ARO 2015/178 (Unit4), r.o. 3.16. Op 22 december 2023 heeft de Hoge Raad de Unit4-benadering van de OK bevestigd. In dit arrest oordeelt de Hoge Raad tevens dat deze benadering niet strijdig is met art. 1 Eerste Protocol EVRM; HR 22 december 2023, ECLI:NL:HR:2023:1824, JOR 2024/29. De OK geeft dit als rechtvaardiging voor het kiezen van de peildatum, maar deze effecten spelen niet altijd. De doelvennootschap zal bijv. niet per definitie op voornoemde wijze veranderen bij een overname door een financiële partij.

30 Duynstee & De Smet 2017, p. 175-176.

31 D.J.F.F.M. Duynstee & T. Drenth, Kroniek uitkoopregeling 2015-2021, Ondernemingsrecht 2022/70, p. 479.

32 De OK bevestigt deze zienswijze in Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.13-3.15.

33 P.D. Olden, annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, JOR 2010/62 (Tele Atlas).

34 In de algemene uitkoopprocedures wordt het bod namelijk door de OK geacht op grote schaal te zijn aanvaard bij lagere aanmeldpercentages. Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG3438, ARO 2008/178 (Numico), r.o. 3.13, aanmeldpercentage: 89,1%; Hof Amsterdam (OK) 21 december 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BO9265, ARO 2011/16 (Smit Internationale), r.o. 3.12, aanmeldpercentage: 84,45%; Hof Amsterdam (OK) 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2897, ARO 2015/200 (Nutreco), r.o. 3.10, aanmeldpercentage: 82%; zie verder par. 5.4.

35 Art. 15 lid 5 van Richtlijn 2004/25/EG. Het voorstel om het billijke prijsvermoeden te laten gelden vanaf het 90%-criterium komt uit de commissie-Winter. De commissie-Winter was een commissie van deskundigen op het gebied van het ondernemingsrecht die de Eurocommissaris Bolkestein adviseerde over de modernisering van het Europees vennootschapsrecht, resulterende in de dertiende EG-richtlijn. Opvallend is dat de commissie-Winter in haar rapport een duidelijke rechtvaardiging geeft voor het vaststellen van de ontvankelijkheidsgrens op een percentage tussen de 90 en 95%, maar niet voor het 90%-criterium; High Level Group of Company Law Experts (commissie-Winter), Report on issues related to takeover bids, Brussel 10 januari 2002, p. 60-66. Zie voor een uitgebreidere historie Salemink 2014, par. 3.3.

36 Kamerstukken I 2006/07, 30419, C, p. 10; P.M. Storm, Corporate litigation bij de Ondernemingskamer, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2014, p. 340; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/695.

37 P.M. Storm, Corporate litigation bij de Ondernemingskamer, Den Haag: Boom juridisch 2018, p. 613.

zen.<sup>38</sup> Dat is namelijk de ratio achter het prijsvermoeden. Alleen aandeelhouders die *slechts* hun belang in de doelvennootschap verkopen tegen de biedprijs mogen daarom meetellen. Dus: de geïnformeerde verkopende aandeelhouder die zijn belang verkoopt omdat hij vindt dat de biedprijs de prijs is die de hypothetische meest biedende, onafhankelijke koper bereid is te betalen voor het aandeel.<sup>39</sup> Ik noem deze aandeelhouder de maatman-aandeelhouder.

#### 4.2 De correctie voor de WAP-aandeelhouder

Een aandeelhouder kan zijn aandelen ook aanmelden onder het bod om andere redenen dan dat de biedprijs een fair market value vertegenwoordigt. In dat geval kan de assumptie dat die aandeelhouder zijn pakket *slechts* heeft aangemeld omdat hij de biedprijs een billijke prijs vond niet overeind blijven. De ratio achter het prijsvermoeden dwingt daarom bij het berekenen van het 90%-criterium tot uitsluiting van de aandeelhouder die in een wezenlijk andere positie (WAP) verkeert dan de maatman-aandeelhouder. Na de correctie voor de WAP-aandeelhouder geeft de acceptatiegraad een nauwkeurige indicatie van de marktappreciatie van de biedprijs.<sup>40</sup> Deze correctie voor WAP-aandeelhouders op de maatman-aandeelhouders is een systeem van *checks & balances* op de ratio achter en de betrouwbaarheid van het billijke prijsvermoeden.

Bij de beoordeling van de vraag of een aandeelhouder zich in een wezenlijk andere positie bevindt, is van belang of die aandeelhouder *slechts* zijn belang vanwege de biedprijs verkoopt, of dat hij daar andere redenen voor heeft (par. 4.3). Een tweede indicator dat een aandeelhouder in een wezenlijk andere positie verkeert, is het bestaan van twijfels over de onafhankelijkheid van de aanmeldende aandeelhouder ten opzichte van de bieder (par. 4.4). Die twee indicatoren zijn relevant omdat

de billijke prijs in de systematiek van artikel 2:359c BW de prijs is die de hypothetische meest biedende en onafhankelijke koper betaalt voor de aandelen.

#### 4.3 De WAP-aandeelhouder die niet slechts zijn belang verkoopt

De aandeelhouder die niet zijn pakket verkoopt omdat hij vindt dat de biedprijs een fair market value vertegenwoordigt, wordt gemotiveerd door een andere reden om zijn pakket aan te bieden. De aandeelhouder heeft bijvoorbeeld een regeling getroffen of een overeenkomst gesloten met de bieder. Die aandeelhouder verkeert in een wezenlijk andere positie wanneer die regeling of overeenkomst meer of andere voorwaarden bevat dan de biedprijs.<sup>41</sup> Daardoor kan in de aanmelding van die aandeelhouder geen marktappreciatie van de biedprijs worden gelezen.

Doorgaans is die luxe alleen weggelegd voor aandeelhouders met een bijzondere positie of kennis, zoals die van bestuurder, nu de bieder vooral die aandeelhouders wil overhalen hun pakket aandelen aan te bieden. Deze aandeelhouder krijgt bijvoorbeeld de mogelijkheid om door te rollen, waardoor hij kan meeprofiteren van de toekomstige groei van de doelvennootschap en de bijbehorende winsten. Die aandeelhouder geniet extra voordelen boven de maatman-aandeelhouder zodat in zijn aanmelding geen marktappreciatie van de biedprijs kan worden gelezen.<sup>42</sup>

Aandeelhouders kunnen volgens de OK ook op een andere manier in een wezenlijk andere positie verkeren dan de maatman-aandeelhouder.<sup>43</sup> Het is niet duidelijk welke situaties hieronder vallen. Ik betoog dat aandeelhouders die onder grote druk hun aandelen aanmelden in de na-aanmeldingstermijn in deze categorie vallen. De heersende leer is echter dat aandelen die aangemeld worden tijdens de na-aanmeldingstermijn 'gewoon' worden meegenomen voor het berekenen van het 90%-criterium.<sup>44</sup> Volgens sommige auteurs getuigt die na-aanmelding nog net van voldoende enthousiasme.<sup>45</sup> Dat lijkt mij onder bepaalde omstandigheden niet het geval. Daar ga ik hieronder nader op in.

38 Voor Royal Reesink was daar minder aandacht voor, zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BV2310, JOR 2012/43 (Draka), r.o. 3.10; Hof Amsterdam (OK) 21 februari 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BV7343, JOR 2012/144 (Crucell), r.o. 3.14.

39 Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3, p. 49; Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15; F.W.C. Blom, Uitkoop van minderheidsbelangen: tegen welke prijs?, NV 1990, afl. 6, p. 166; P.C. van den Hoek, De uitkoopregeling van aandelen, Account Dossier 1990, afl. 1, p. 46; F. Krens, Waardebepaling van incurante minderheidsbelangen, Ondernemingsrecht 1999, afl. 11, p. 291; W.J. Slagter, De prijsbepaling bij uitkoop, in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2001-2002 (VDHI nr. 68), Deventer: Kluwer 2002, p. 186; R.W.Th. Norbruis, Kroniek van de uitkoop- en geschillenregeling, in: G. van Solinge, M. Holtzer & A.F.J.A. Leijten (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005 (VDHI nr. 82), Deventer: Kluwer 2005, p. 58; P.D. Olden, annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG3438, Ondernemingsrecht 2009/24 (Numico), p. 104; Salemink 2014, par. 9.3.2 en 9.3.4; Y.A. Wehrmeijer & I.M. Hendriks, Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2017, in: Y. Borrius e.a. (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018 (VDHI nr. 152), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 229; J.W. Winter, J.B. Wezeman & J.D.M. Schoonbrood, Van de BV en de NV, Deventer: Wolters Kluwer 2022, p. 506.

40 Wehrmeijer & Hendriks 2018, p. 230.

41 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15 onder e.

42 Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 23 november 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3638, ARO 2022/22 (ICT Group), r.o. 3.13, waar werknemers in de gelegenheid werden gesteld om aandelen in een groepsmaatschappij van de bieder te verwerven en daarom in een wezenlijk andere positie verkeerden.

43 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.17.

44 Hof Amsterdam (OK) 20 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BV2310, ARO 2012/13 (Draka Holding), r.o. 2.3, 3.10 en 3.13; Hof Amsterdam (OK) 21 februari 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BV7343, ARO 2012/39 (Crucell), r.o. 3.12-3.13; Hof Amsterdam (OK) 21 april 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:1461, ARO 2015/133 (Ziggo), r.o. 3.19.

45 Storm 2018, p. 605.

Voor de start van de aanmeldingstermijn onderhandelt het bestuur van de beursvennootschap met de bieder over de voorwaarden van het bod. Daarbij wordt doorgaans afgesproken dat het bod gestand wordt gedaan bij een aanmeldpercentage van 80%.<sup>46</sup> Soms wordt het bod zelfs gestand gedaan bij een lager percentage dan afgesproken met de bieder.<sup>47</sup> Na de initiële aanmeldingstermijn wordt bekend of het bod gestand wordt gedaan. Daarna volgt de na-aanmeldingstermijn. Vervolgens wordt bekend of er van een afgesproken pre-wired back end-structuur gebruik wordt gemaakt. Dat instrument blijft daarom na de bekendmaking dat het bod gestand wordt gedaan als een zwaard van Damocles boven de na-aanmeldingstermijn hangen.

Deze gang van zaken heeft tot gevolg dat er grote druk wordt uitgeoefend op minderheidsaandeelhouders om alsnog in de na-aanmeldingstermijn hun aandelen aan te bieden. In de praktijk gaat dat soms zo ver dat minderheidsaandeelhouders worden opgebeld met de mededeling dat ze maar beter meteen hun aandelen kunnen aanmelden omdat ze anders uit de vennootschap gedrukt worden. Melden zij hun aandelen niet aan, en gaat de *deal* alsnog door, dan worden zij geconfronteerd met de pre-wired back end en de uitkoopprocedure. Een van de gevolgen daarvan kan zijn dat de minderheidsaandeelhouders 15% dividendbelasting moeten afdragen over de waarde van de aandelen.<sup>48</sup>

Een voorbeeld hiervan is de overname van Accell door KKR en Teslin. Teslin was al aandeelhouder in Accell en zou aandeelhouder blijven na de overname. Het bod werd op 9 juni 2022 tegen de biedprijs gestand gedaan, toen KKR en Teslin samen 77,8% van de aandelen in handen hadden. De in de *merger agreement* afgesproken drempel van 80% voor de gestanddoening van het bod werd dus niet gehaald. Op 22 juni 2022 werd alsnog de 80%-grens gehaald, waardoor de minderheidsaandeelhouders *gesqueezed* konden worden. Binnen 24 uur hadden KKR en Teslin 97% van de aandelen in handen.

Dat in één dag tijd 17% van de aandeelhouders eieren voor hun geld kiest, verbaast niet.<sup>49</sup> De aandeelhouder die in de Accell-casus van mening is dat de biedprijs geen billijke prijs is,

bevindt zich namelijk in een onmogelijke positie: (1) het bod accepteren en genoeg nemen met een prijs waarvan hij vindt dat die niet kwalificeert als billijke prijs, of (2) zijn 'geluk' beproeven in de uitkoopprocedure of de back end. Minderheidsaandeelhouders zoals ASR verklaarden zich onder druk gezet te voelen om alsnog de aandelen aan te melden.<sup>50</sup>

Van aandeelhouders – zoals ASR – die toch hun aandelen aanmelden onder het bod kan mijns inziens niet worden gezegd dat zij aanmelden omdat zij de biedprijs steunen. Wanneer een minderheidsaandeelhouder in de uitkoopprocedure stelt en zo nodig bewijst dat de minderheidsaandeelhouders die aanmelden in de na-aanmeldingstermijn onder dreiging van de pre-wired back end om die reden kwalificeren als WAP-aandeelhouders, dan lijkt mij dat een gegronde reden om in die aanmelding geen marktappreciatie voor de biedprijs te lezen. Het gevolg daarvan is dat zij niet worden meegeteld voor het 90%-criterium.

#### *4.4 De WAP-aandeelhouder die niet onafhankelijk is van de bieder*

Voor zover het bod betrekking heeft op de door de uitkoper gehouden aandelen, spreekt het vanzelf dat die aandelen geen rol moeten spelen bij de bepaling van de marktappreciatie van de biedprijs. Datzelfde geldt voor een aandeelhouder die kwalificeert als een bieder in de zin van artikel 1:1 Wft en de met hem verbonden (rechts)personen.<sup>51</sup> De bewoording 'met hem verbonden (rechts)personen' lijkt aan te sluiten bij de definitie van groepsmaatschappij van artikel 2:24b BW. Mijns inziens moet deze categorie ruimer worden opgevat en moeten ook aan de bieder gelieerde partijen onder deze definitie vallen. Bijvoorbeeld wanneer partijen die juridisch niet aan elkaar verbonden zijn samenwerken om een openbaar bod uit te brengen. Aandelen die door de doelvennootschap zelf worden gehouden tellen ook niet mee voor het 90%-criterium.<sup>52</sup>

De OK noemt bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap die ook aandeelhouder zijn in beginsel niet onafhankelijk van de bieder.<sup>53</sup> Bestuurders en commissarissen onderhandelen met de bieder namens de doelvennootschap over

<sup>46</sup> Strikt gezien is de term 'aanmeldpercentage' niet accuraat, omdat de drempel altijd wordt gebaseerd op het totaal van (1) de onder het bod aangemelde aandelen en (2) de door de bieder al gehouden aandelen.

<sup>47</sup> Bij de overname van Accell door KKR werd het bod gestand gedaan, ondanks dat in de aanmeldingstermijn 'slechts' een aanmeldpercentage van 77,8% werd bereikt, terwijl een percentage van 80% was afgesproken tussen de bieder en de doelvennootschap.

<sup>48</sup> Of een aandeelhouder dividendbelasting moet afdragen, kan per minderheidsaandeelhouder verschillen en de impact hiervan is daarom afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

<sup>49</sup> Het percentage van 17% kan enigszins een vertekend beeld geven omdat indexfondsen volgens hun beleid hun pakket aandelen pas mogen aanmelden als de 80%-grens uit de merger agreement behaald is. Ik ben van mening dat indexfondsen die 'blind aanmelden' – zonder zich een eigen oordeel over de biedprijs te vormen – kwalificeren als WAP-aandeelhouder.

<sup>50</sup> Zie [fd.nl/bedrijfsleven/1441964/veb-accell-schoffeert-minderheidsaandeelhouders](https://fd.nl/bedrijfsleven/1441964/veb-accell-schoffeert-minderheidsaandeelhouders). Bij de overname van Boskalis door HAL verklaarden minderheidsaandeelhouders die in dezelfde positie verkeerden als ASR ook dat zij zich onder druk gezet voelden, zie [fd.nl/bedrijfsleven/1443513/boskalis-mogelijk-van-de-beurs-als-hal-80-aandelen-bemachtigt](https://fd.nl/bedrijfsleven/1443513/boskalis-mogelijk-van-de-beurs-als-hal-80-aandelen-bemachtigt).

<sup>51</sup> Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.17. De 'uitkoper' en de 'bieder' zijn juridisch twee verschillende figuren maar in de praktijk vaak dezelfde (rechts)persoon. Op die complexiteit gaat dit artikel niet verder in. Ik spreek hierna gewoon over 'de bieder'.

<sup>52</sup> Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15 onder c.

<sup>53</sup> Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15 onder d. Dat de OK expliciet bestuurders en commissarissen niet onafhankelijk van de bieder noemt, werpt mijns inziens extra vragen op. Wat te denken van partners, ouders en kinderen van de bestuurder resp. commissaris die aandelen in de doelvennootschap houden, zijn die wel onafhankelijk? En hoe zit het met ander hooggeplaatst management dat aandelen houdt?

de biedprijs. In de aanmeldtermijn wordt vervolgens het bod waarover door het bestuur en de commissarissen is onderhandeld getest op aandeelhouderssteun. Aandeelhouders stemmen met hun aanmelding voor of tegen de voorwaarden van het bod waarover bestuurders en commissarissen onderhandeld hebben.

Bestuurders en commissarissen zullen doorgaans als onderdeel van de onderhandelingen met de bieder bedingen dat zij mogen aanblijven als bestuurder of commissaris en/of dat zij mogen doorrollen als aandeelhouder.<sup>54</sup> Hetzelfde geldt wanneer zij, of ander hooggeplaatst management, meedoen met een managementparticipatieprogramma. Nu het bod voor de bestuurders en de commissarissen in beginsel andere gevolgen zal hebben dan voor andere aandeelhouders, kan niet worden vermoed dat de aanmelding van de aandelen gehouden door bestuurders en commissarissen plaatsvindt *slechts* omdat zij de biedprijs een billijke prijs vinden.<sup>55</sup>

Los van de hierboven besproken aandeelhouders laat zich niet gemakkelijk een aandeelhouder bedenken die niet onafhankelijk genoeg is van de bieder om in zijn aanmelding geen steun voor de biedprijs te lezen. De OK heeft nog niet expliciet duidelijkheid verschaft over de vraag wat 'onafhankelijkheid' precies inhoudt in de systematiek van de billijke prijs en in welke mate daar sprake van moet zijn. De OK zou er goed aan doen duidelijkheid te verschaffen over wat zij beoogt met deze toets, of dat kan worden volstaan met het rijtje: de bieder en de aan hem gelieerde partijen, bestuurders en commissarissen en de doelvennootschap.

Gelet op het voorgaande wordt het 90%-criterium als volgt berekend. De noemer van de breuk ontstaat door het totale aantal aandelen waarop het bod betrekking heeft te verminderen met het aantal aandelen dat gehouden wordt door (rechts)personen die in een wezenlijk andere positie verkeren dan de maatman-aandeelhouder.<sup>56</sup>

54 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15; Winter, Wezeman & Schoonbrood 2022, p. 506.

55 Zie voor een andere opvatting M.W. Josephus Jitta, annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 25 juli 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2984, JOR 2017/231 (Royal Reesink II) en Salemink 2014, p. 228-229, die betwijfelen dat de aandelen gehouden door bestuurders resp. commissarissen niet meegeteld mogen worden bij het 90%-criterium.

56 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.15. Een correctie voor een kleine WAP-aandeelhouder uit de teller en de noemer leidt slechts tot een beperkte verschuiving in de berekening van het 90%-criterium (zie in gelijke zin M.W. Josephus Jitta, annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, JOR 2017/162, punt 9). Naarmate een grote WAP-aandeelhouder alleen of meer WAP-aandeelhouders samen over een groter belang beschikken, zal de eliminatie uit het 90%-criterium sneller leiden tot het buiten werking stellen van het billijke prijsvermoeden. Dit brengt namelijk een grotere verschuiving in het 90%-criterium met zich. Doordat WAP-aandeelhouders vaak groot-aandeelhouders zullen zijn, die andere voorwaarden kunnen bedingen dan kleinere aandeelhouders, is deze constatering relevant voor de praktijk.

## 5 Een weerlegbaar prijsvermoeden?

### 5.1 Onder welke omstandigheden kan het prijsvermoeden worden weerlegd?

Het billijke prijsvermoeden is volgens de wetsgeschiedenis<sup>57</sup> en jurisprudentie<sup>58</sup> een weerlegbaar wettelijk bewijsvermoeden. Volgens de huidige jurisprudentie van de OK betekent dit dat het billijke prijsvermoeden nog weerlegd kan worden nadat de OK heeft vastgesteld dat is voldaan aan het 90%-criterium. Weerleggen kan volgens de OK in twee gevallen: (1) wanneer er aanwijzingen bestaan dat de biedprijs niet ten minste overeenstemt met de waarde van de aandelen op het moment van het bod (par. 5.2), of (2) wanneer een groot deel van het geplaatste kapitaal in handen is van enkele aandeelhouders waardoor slechts een geringe *free float* bestaat (par. 5.3).<sup>59</sup> Ik meen dat een alternatieve benadering beter is. Deze omstandigheden moeten een rol spelen bij de vraag of aan het 90%-criterium is voldaan. Het ligt niet in de lijn van de ratio achter het prijsvermoeden om na het vervullen van het 90%-criterium een weerleggingsmogelijkheid open te houden. Hieronder ga ik in op de redenen daarvoor.

### 5.2 De werkelijke waarde van de aandelen ligt hoger dan de biedprijs

Volgens de OK kunnen zich ondanks het hoge aanmeldpercentage aanwijzingen voordoen dat de biedprijs niet overeenstemt met de werkelijke waarde van de aandelen op het moment van het bod.<sup>60</sup> Ik meen dat alleen aanwijzingen die zich voordoen vóór de peildatum en die niet bekend zijn in de markt een indicatie kunnen opleveren dat de waarde van de aandelen niet overeenkomt met de biedprijs.

De systematiek van de peildatum dwingt tot uitsluiting van aanwijzingen die zich voordoen ná de peildatum. De reden daarvoor is dat de peildatum het moment is waarop het aan de aandelen verbonden risico in verband met waardeverschuivingen overgaat op de bieder. Of zich daarna nog omstandigheden voordoen die de waarde van de onderneming beïnvloeden, komt voor rekening van de bieder en is daarom niet van belang bij de vraag wat een billijke prijs voor de aandelen is.

Daarnaast geldt in de bedrijfseconomie dat de waarde van een vermogensbestanddeel gelijk is aan de netto contante waarde van de op de peildatum verwachte toekomstige kasstromen die uit dat aandeel voortvloeien. Centraal staan daarom de verwachtingen over toekomstige nettokasstromen en de opportuniteitskosten van het aandeel op de peildatum en niet

57 Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3, p. 49; zie het woord 'geacht' in art. 15 lid 5 (voorlaatste alinea) van Richtlijn 2004/25/EG; High Level Group of Company Law Experts 2002, p. 69.

58 Hof Amsterdam (OK) 5 september 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BO5174, ARO 2010/155 (Schuitema), r.o. 3.9.

59 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.21.

60 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, ARO 2017/139 (Royal Reesink I), r.o. 3.21.

verwachtingen die daarna ontstaan.<sup>61</sup> Het gebruiken van een historische peildatum en de manier waarop vermogensbestanddelen gewaardeerd worden, maken dat alleen aanwijzingen die zich voordeden vóór de datum van de betaalbaarstelling onder het bod invloed kunnen hebben op de billijke prijs.<sup>62</sup>

In de inleiding noemde ik dat er één arrest is waarin – ambts-halve<sup>63</sup> – is afgeweken van het billijke prijsvermoeden. In de Mediq-casus werd een openbaar bod gedaan door AI Garden B.V. op de aandelen Mediq N.V. De biedprijs bedroeg EUR 14 en er was voldaan aan het 90%-criterium.<sup>64</sup> Ter ondersteuning van de gevorderde uitkoopprijs, die gelijk was aan de biedprijs, heeft de bieder een assurancerapport overlegd. Uit het eindarrest blijkt dat de OK op basis van een nieuwe deskundigenverklaring afwijkt van het billijke prijsvermoeden omdat de waarde van de onderneming is gestegen in het jaar nadat de uitkoopprocedure aanhangig is gemaakt.<sup>65</sup> Veranderde marktomstandigheden na afloop van het bod rechtvaardigen een hogere prijs. De waarde van de aandelen steeg in de uitkoopprocedure van EUR 14 naar EUR 17.<sup>66</sup> De oplettende lezer ziet dat de veranderende marktomstandigheden waardoor de waarde van de aandelen steeg, zich in deze casus voordeden na de datum van de betaalbaarstelling onder het bod. Doordat de OK is omgegaan in het Unit4-arrest kunnen omstandigheden die zich voordoen na de datum van betaalbaarstelling onder het bod – zoals de veranderende marktomstandigheden uit de Mediq-casus – niet meer noodzaken tot een aanpassing van de billijke prijs. Dit heeft tot gevolg dat deze casus zich niet meer voor kan doen na het Unit4-arrest. Deze foto van het monster van Loch Ness blijkt toch een drijvende boomstam te zijn.

Er kunnen zich bijzondere omstandigheden voordoen die noodzaken tot afwijking van de peildatum, waardoor omstandigheden na de datum van betaalbaarstelling wel van invloed kunnen zijn op de hoogte van de billijke prijs. Afwijking is,

voor zover dat in de jurisprudentie aan de orde is geweest, alleen mogelijk bij een lang tijdsverloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod en het uitbrengen van de dagvaarding. Die situatie doet zich bij het billijke prijsvermoeden niet voor, omdat het billijke prijsvermoeden alleen gebruikt kan worden wanneer de minderheidsaandeelhouders binnen drie maanden gedagvaard worden.<sup>67</sup> Er is dan per definitie geen sprake van een lang tijdsverloop tussen de betaalbaarstelling onder het bod en de dagvaarding. Lang tijdsverloop in de procedure zelf lijkt geen reden te zijn voor een andere peildatum.<sup>68</sup>

De ratio achter het prijsvermoeden verplicht tot een tweede beperking op welke aanwijzingen in acht kunnen worden genomen. Aanwijzingen dat de biedprijs niet overeenstemt met de daadwerkelijke waarde van de aandelen moeten aanwijzingen zijn waarvan de maatman-aandeelhouder niet op de hoogte kan zijn. Het moet gaan om informatie die niet bekend is in de markt.<sup>69</sup> De geïnformeerde maatman-aandeelhouder heeft alle beschikbare informatie namelijk tot zich genomen en daarop de beslissing gebaseerd dat de biedprijs een billijke prijs is en om zijn aandelen aan te melden. Alleen niet-beschikbare informatie had hem tot een ander oordeel kunnen brengen. Dat bepaalde informatie niet beschikbaar is, zal zich in de praktijk niet vaak voordoen. Een openbaar bod is in de regel goed gedocumenteerd, met onder meer een biedingsbericht, *fairness opinion(s)* en analistenrapporten. De informatie over de waarde van de aandelen op de peildatum zal daarom zo accuraat mogelijk beschikbaar zijn. Het argument dat beursvennootschappen die lijken op de doelvennootschap een hogere beurskoers hebben en daarom de biedprijs hoger had moeten zijn,<sup>70</sup> kan dus niet opgaan. We moeten ervan uitgaan dat de maatman-aandeelhouder die informatie in zijn keuze om de biedprijs te steunen heeft verwerkt. De maatman-aandeelhouder vindt de biedprijs voor *deze* vennootschap namelijk nog steeds een billijke prijs, ondanks een afwijkende beurskoers van soortgelijke beursvennootschappen.

Uit het voorgaande volgt dat alleen aanwijzingen die zich voordeden vóór de peildatum en die niet bekend waren in de markt een indicatie kunnen zijn dat de waarde van de aandelen niet overeenkomt met de biedprijs. Die aanwijzingen zullen zich slechts in zeer uitzonderlijke situaties voordoen.<sup>71</sup> De Xeikon-casus is hier een voorbeeld van.

Voor de overname van Xeikon door XBC – dus voor de peildatum – zijn er enkele onzakelijke transacties verricht waarvan de exacte impact op Xeikon niet bekend was. Hangende de

61 K.W.M. Scheepers, Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed, in: J. Huizink (red.), Waardering van aandelen na Unit4, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 33-35.

62 Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, ARO 2015/178 (Unit4), r.o. 3.17. De OK kiest in beginsel voor een historische peildatum. Dit standpunt is later bevestigd in onder meer Hof Amsterdam (OK) 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2897, ARO 2015/200 (Nutreco) (voor art. 2:92a BW) en Hof Amsterdam (OK) 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2914, ARO 2015/204 (Exact Holding) (voor art. 2:359c BW); Josephus Jitta en Bulten bepleitten deze systematiek al in 2014: M.W. Josephus Jitta & C.D.J. Bulten, Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2014, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015 (VDHI nr. 128), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 148-153.

63 Volgens Saleminck kan de OK ambts-halve afwijken van het prijsvermoeden en zelfstandig een uitkoopprijs vaststellen wanneer de omstandigheden daartoe nopen, zie Saleminck 2014, p. 232.

64 Hof Amsterdam (OK) 11 maart 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:785 (Mediq II).

65 Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1976 (Mediq III), r.o. 2.4.

66 Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1976 (Mediq III), r.o. 2.3.

67 Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, ARO 2015/178 (Unit4), r.o. 3.18.

68 In Unit4 werd ondanks een vertraging in de procedure van negen maanden de datum van de betaalbaarstelling onder het bod nog steeds als peildatum toegepast.

69 Scheepers 2016, p. 33-35.

70 Dit argument werd door minderheidsaandeelhouders aangedragen in de NIBC-uitkoopprocedure. Hof Amsterdam (OK) 12 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1217, ARO 2022/107 (NIBC), r.o. 3.27.

71 Duynstee & De Smet 2017, p. 177.



uitkoopprocedure werd de impact op Xeikon via een enquête-procedure duidelijk. Door de onzakelijke transacties verdamp-te op papier minstens EUR 30 miljoen van de ondernemings-waarde. Die waarde zat echter nog steeds in de vennootschap, bestaande uit vorderingen die Xeikon had op de oud-bestuur-ders die aan de onzakelijke transacties hadden meegewerkt. Vanwege de onbekendheid met het bestaan van de vorderin-gen is de waarde van de vorderingen niet verdisconteerd in de biedprijs en heeft de maatman-aandeelhouder die informatie niet mee kunnen nemen in zijn beslissing om de biedprijs te steunen.<sup>72</sup>

Omdat de billijke prijs de prijs is die de hypothetische meest biedende koper betaalt, kan worden gezegd dat deieder een hogere biedprijs had betaald als hij van de schadevorderingen op de bestuurders had geweten. Daarmee is de billijke prijs in de systematiek van artikel 2:359c BW in deze casuspositie een hogere prijs dan de biedprijs. De maatman-aandeelhouder is een geïnformeerde aandeelhouder die deze biedprijs niet had geaccepteerd als hij bekend was geweest met deze prijsverho-gende omstandigheid. In zijn aanvaarding van het bod kan geen steun voor de biedprijs worden gelezen.

Dit heeft tot gevolg dat niet aan het 90%-criterium wordt vol-daan. Het prijsvermoeden verliest al zijn waarde, nu de maat-man-aandeelhouder geen betrouwbare beslissing heeft kun-nen nemen over de billijkheid van de biedprijs. De OK kan in dat geval niet anders dan deskundigen benoemen die in hun advies over de uitkoopprijs rekening houden met de vorderin-gen die de doelvennootschap heeft op haar oud-bestuurders.

### 5.3 Wat zegt een geringe free float over de billijkheid van de biedprijs?

De tweede situatie waarin naar huidig recht het prijsvermoeden weerlegd kan worden, is de situatie dat er sprake is van een ‘geringe free float’. De OK heeft tot op heden niet duidelijk gemaakt wanneer daar sprake van is. Ik geef eerst een definitie. De ‘free float’ is het aantal aandelen dat vrij verhandelbaar is op de beurs: de uitstaande aandelen.<sup>73</sup> Een geringe free float is daarom een situatie waarbij er weinig aandelen uitstaan en er daarom weinig liquiditeit is. Dat wil zeggen dat een belegger zijn positie niet snel kan op- of afbouwen.

Er is economisch onderzoek dat bevestigt dat een geringe free float leidt tot een grotere kans op informatieasymmetrie en een belemmering van efficiënte prijsvorming op de aandelen-markt, ook wel prijsvolatiliteit genoemd.<sup>74</sup> Als het bod ziet op

een relatief klein aantal aandelen, is de biedprijs geen betrouw-baar referentiepunt voor de waarde van die aandelen, zo lijkt de gedachte achter deze weerleggingsgrond.<sup>75</sup>

Er is geen overeenstemming over de vraag vanaf welk percenta-ge vrij verhandelbare aandelen er sprake is van een ‘geringe’ free float. Ik vraag mij af of het altijd uitmaakt hoe gering de free float is. De vraag die ertoe doet is: maakt het aanwezig zijn van een geringe free float dat er geen marktappreciatie kan worden gelezen in de aanmelding van aandelen door aandeel-houders? Stel dat er een bod wordt uitgebracht op alle aande-len in een beursvennootschap met een 1%-free float. De groot-aandeelhouder meldt zijn hele pakket aandelen aan en verkeert niet in een wezenlijk andere positie dan de maatman-aandeel-houder. Waarom kan in dié aanmelding geen marktappreciatie van de biedprijs worden gelezen? De prijs lijkt mij juist meer dan redelijk als de grootaandeelhouder *slechts* vanwege de bied-prijs zijn hele pakket aandelen aanbiedt. Het enige belang dat de grootaandeelhouder in dat geval heeft, is het krijgen van een zo hoog mogelijke prijs. Daarnaast gaat het argument dat bij een geringe free float er een te laag aantal aandelen is voor een betrouwbare prijsvorming niet altijd op. Bij een zeer klein beursfonds met een 70%-free float kan de liquiditeit kleiner zijn dan bij een zeer groot beursfonds met een 15%-free float.

De overname van Hunter Douglas door 3G Capital is een voorbeeld van een geringe free float-situatie.<sup>76</sup> Ten tijde van het uitbrengen van het bod had het aandeel Hunter Douglas een free float van ongeveer 18%. Grootaandeelhouder familie Sonnenberg hield 82%.<sup>77</sup> De biedprijs bedroeg EUR 175 per aandeel.<sup>78</sup> In het jaar voorafgaande aan het bod schommelde de beurskoers tussen EUR 65 en EUR 100 per aandeel.<sup>79</sup> Het kan zo zijn dat de beurskoers hier gedrukt wordt door een lage liquiditeit. Dat is mijns inziens niet relevant voor de vraag wat een billijke prijs is, zolang deieder net zoveel betaalt als de hypothetische meest biedende en onafhankelijke koper en de aanmeldende aandeelhouders van mening zijn dat de biedprijs van EUR 175 een fair market value vertegenwoordigt. De vraag waarop het antwoord altijd doorslaggevend moet zijn voor de werking van het prijsvermoeden is: staat er een groot

72 Hof Amsterdam (OK) 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684, ARO 2019/60 (Xeikon/Recalcico), r.o. 2.27-2.28.

73 M.J.G.C. Raaijmakers, Ondernemingsrecht (Pitlo, deel 2), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 369.

74 X.S. Ding, Y. Ni & L. Zhong, Free float and market liquidity around the world, *Journal of Empirical Finance* (38) 2016, p. 236-257; H. Le & A. Gregoriou, Liquidity and asset pricing: Evidence form a new free-float-adjusted price impact ratio, *Journal of Economic Studies* (49) 2002, afl. 4, p. 751-771. Dit wordt erkend in de wetgeschiedenis, zie Kamerstukken II 2005/06, 30419, nr. 3, p. 49.

75 Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203, JOR 2017/162 m.nt. M.W. Josephus Jitta (Royal Reesink I), r.o. 3.21 en noot punt 9; Hof Amsterdam (OK) 18 september 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX9490, ARO 2012/139 (IFCO Systems), r.o. 3.10; in de IFCO Systems-uitkoopprocedure sluit de OK voor de waardering niet aan bij de biedprijs, onder meer omdat het bod slechts betrekking heeft op 3,33% van het geplaatste kapitaal.

76 Ik ga er voor *the sake of argument* van uit dat de *private deal* tussen familie Sonnenberg en 3G Capital een openbaar bod op alle aandelen Hunter Douglas was, nu de casuspositie bekend is en zich goed leent voor mijn argumentatie.

77 Zie [addvaluefund.nl/uploads/media/Add%20Value%20Fund%20N.V.%20Hunter%20Douglas%20d.d.%205%20juni%202020.pdf](http://addvaluefund.nl/uploads/media/Add%20Value%20Fund%20N.V.%20Hunter%20Douglas%20d.d.%205%20juni%202020.pdf). Volgens Add Value Fund in juni 2020 was de free float bij Hunter Douglas onge-veer 18%.

78 Zie [investor.hunterdouglasgroup.com/news-releases/news-release-de-tails/3g-capital-completes-acquisition-controlling-interest-hunter](http://investor.hunterdouglasgroup.com/news-releases/news-release-de-tails/3g-capital-completes-acquisition-controlling-interest-hunter).

79 Zie [live.euronext.com/nl/product/equities/ANN4327C1220-XAMS](http://live.euronext.com/nl/product/equities/ANN4327C1220-XAMS).

genoeg percentage maatman-aandeelhouders achter de biedprijs?

Wanneer kan een geringe free float wel leiden tot een correctie in het 90%-criterium? Daarvoor is noodzakelijk dat er een aantal aandeelhouders is dat zijn aandelen niet aanmeldt vanwege de biedprijs, maar omdat het de enige optie is om uit de geringe free float en de lage liquiditeit te ontsnappen. Als voorbeeld dient opnieuw de Hunter Douglas-saga.

Voor het bod door 3G Capital bracht Sonnenberg zelf een openbaar bod uit op de aandelen die in de geringe free float zitten. De biedprijs bedroeg EUR 64.<sup>80</sup> De minderheidsaandeelhouders lijken in deze situatie vast te zitten omdat het zeer onwaarschijnlijk is dat Sonnenberg een bod van een derde zal accepteren en doordat er nauwelijks handel in het aandeel plaatsvindt, zeker niet nadat het bod is uitgebracht. Er zijn aandeelhouders die toch maar hun aandelen aanmelden onder het bod omdat ze anders nooit uit de vennootschap kunnen.

Minderheidsaandeelhouders die aanmelden omdat zij klem zitten in de vennootschap, melden niet *slechts* aan omdat zij de biedprijs een billijke prijs vinden. Zij verkeren daarom in een wezenlijk andere positie dan de maatman-aandeelhouder. De twijfel over de zuiverheid van het billijke prijsvermoeden wordt daarmee opgelost in het 90%-criterium. Dit is zuiverder omdat het prijsvermoeden in het 90%-criterium wordt aangetaast. Deze aandeelhouders hebben namelijk niet aangemeld omdat zij de biedprijs een billijke prijs vinden. De minderheidsaandeelhouder in de uitkoopprocedure moet stellen en zo nodig bewijzen dat de ‘geringe free float’-aandeelhouders in een wezenlijk andere positie verkeren dan de maatman-aandeelhouder. Meldt 90% van de free float zich wel aan en doen zij dat wegens hun enthousiasme voor de biedprijs, dan blijft het prijsvermoeden overeind ondanks dat er een kleine free float is, zoals hiervoor is besproken. Klaarblijkelijk vindt 90% van de aandeelhouders de prijs die de grootaandeelhouder betaalt een billijke prijs.

Ook de OK lijkt in Unilever bij één soort aandeel voorbij te gaan aan het feit dat er sprake is van een geringe free float.<sup>81</sup> De OK lijkt dat te doen omdat de biedprijs een aanzienlijke premie op de beurskoers inhoudt. Zie ik dat goed, dan lijkt mij dat in overeenstemming met de ratio achter het prijsvermoeden.<sup>82</sup> Zelfs wanneer de koers volatiel is en er een gebrek aan liquiditeit is, moet er voor de uitkoopprijs worden aangesloten

bij de biedprijs wanneer voldoende aandeelhouders kwalificeren als maatman-aandeelhouder.<sup>83</sup>

Kortom, naar mijn mening speelt een geringe free float alleen een rol bij het bepalen of de minderheidsaandeelhouders die zich aanmelden onder het bod in een wezenlijk andere positie verkeren dan de maatman-aandeelhouder in het 90%-criterium. Zolang de OK niet meer duidelijkheid verschaft, is naar huidig recht in ieder geval niet te zeggen welke ruimte er op deze grond bestaat om het prijsvermoeden niet toe te passen. Het enige dat op dit moment zeker is, is dat een free float van 23,46% niet gering is en een free float van 3,3% wel.<sup>84</sup>

#### *5.4 Een bittere pil voor de minderheidsaandeelhouder?*

Gefeliciteerd minderheidsaandeelhouder! Je hebt genoeg gesteld en zo nodig bewezen om de OK te laten vaststellen dat niet is voldaan aan het 90%-criterium. Nu benoemt de OK onafhankelijke deskundigen om te rapporteren over de prijs van de aandelen? Dat is zeker geen gegeven. Naast het billijke prijsvermoeden bestaat namelijk ook nog een jurisprudentieel vermoeden. Daar wordt het 90%-criterium vervangen door het ‘bod moet op grote schaal aanvaard zijn’-criterium. Daar geldt geen vast aanmeldingspercentage voor. Zo sloot de OK inzake Numico (89,1%), Smit Internationale (84,45%) en Nutreco (82%) aan bij de biedprijs bij een lager aanmeldpercentage.<sup>85</sup> Een acceptatiegraad van 71% bleek in Ballast Nedam onvoldoende voor aansluiting bij de biedprijs.<sup>86</sup>

## 6 No nessie in sight

Dit artikel begon met de constatering dat de bieder idealiter de biedprijs betaalt aan de minderheidsaandeelhouders in de uitkoopprocedure. De bieder trekt aan het langste eind. Het in de inleiding aangehaalde vonnis van rechtbank Amsterdam is ook hier tekenend: er wordt door de OK in de regel bij het vaststellen van de uitkoopprijs aansluiting gezocht bij de biedprijs.<sup>87</sup> Het is voor de minderheidsaandeelhouder bijna onmogelijk om te ontsnappen aan het bereik van het billijke prijsvermoeden, omdat slechts in uitzonderlijke situaties niet aan het 90%-criterium wordt voldaan. Als er niet aan het 90%-criterium

<sup>80</sup> Zie [fd.nl/bedrijfsleven/1425652/luxaflex-fabrikant-hunter-douglas-komt-in-handen-van-3g-capital#:~:text=Premie%20van%2073%25,Douglas%20op%20€101%2C40](https://fd.nl/bedrijfsleven/1425652/luxaflex-fabrikant-hunter-douglas-komt-in-handen-van-3g-capital#:~:text=Premie%20van%2073%25,Douglas%20op%20€101%2C40).

<sup>81</sup> Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1029, JOR 2018/178 (Unilever).

<sup>82</sup> G.P. Oosterhof, annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1029, JOR 2018/178 (Unilever), punt 3; Duynstee & Drenth 2022, p. 479.

<sup>83</sup> Uit het arrest zelf en het verschenen commentaar daarop wordt niet helemaal duidelijk hoe gering die free float was van het preferente aandeel met de aanduiding ‘cumpref 7%’. Volgens mijn berekeningen gaat het om een free float van 17,88%. Per soort uit te kopen aandeel moet aan het 90%-criterium worden voldaan om het prijsvermoeden te laten gelden, waardoor de free float per soort aandeel relevant kan zijn, zie Saleminck 2014, p. 227.

<sup>84</sup> Hof Amsterdam (OK) 12 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1217, ARO 2022/107 (NIBC), r.o. 3.26; Hof Amsterdam (OK) 18 september 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX9490, ARO 2012/139 (IFCO Systems), r.o. 3.10.

<sup>85</sup> Hof Amsterdam (OK) 28 oktober 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG3438, ARO 2008/178 (Numico), r.o. 3.13; Hof Amsterdam (OK) 21 december 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BO9265, ARO 2011/16 (Smit Internationale), r.o. 3.12; Hof Amsterdam (OK) 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2897, ARO 2015/200 (Nutreco), r.o. 3.10.

<sup>86</sup> Hof Amsterdam (OK) 30 augustus 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:3583, ARO 2016/168 (Ballast Nedam 1), r.o. 3.12.

<sup>87</sup> Rb. Amsterdam 14 december 2022, ECLI:NL:RBAMS:2022:7520 (DPA Group), r.o. 5.14.

um wordt voldaan, zal alsnog vaak bij de biedprijs worden aangesloten op grond van het jurisprudentieel vermoeden.

Het leerstuk van het billijke prijsvermoeden heeft volgens mijn analyse enige aanscherping en duidelijkheid nodig. De toets voor de vraag of de biedprijs een billijke prijs is, is de overweldigende steun door aanmeldende maatman-aandeelhouders. Om de integriteit en betrouwbaarheid van de ratio achter het billijke prijsvermoeden te garanderen, moeten alle correcties op het billijke prijsvermoeden plaatsvinden wanneer wordt vastgesteld of voldaan is aan het 90%-criterium en niet daarna. Ik heb uiteengezet welke ruimte daarvoor bestaat door het introduceren van de maatman-aandeelhouder en de WAP-aandeelhouder.

Dit brengt met zich dat er geen situatie denkbaar is waarin het prijsvermoeden weerlegd kan worden zodra eenmaal is voldaan aan het 90%-criterium. De systematiek van het prijsvermoeden en de ratio daarachter lijken mij daar niet geschikt voor. Daarnaast is het ook in het belang van het proces om alle omstandigheden mee te nemen in de vraag of aan het 90%-criterium wordt voldaan. Uit die aangescherpte systematiek wordt per definitie duidelijk of voldoende maatman-aandeelhouders het bod steunen omdat zij de biedprijs een billijke prijs vinden. Daarna staat wat mij betreft vast dat de biedprijs kwalificeert als billijke prijs. Dit kan het gevolg hebben dat de bijzondere uitkoopprocedure iets duidelijker wordt én dat de bestudering daarvan overzichtelijker wordt.

Kortom, het billijke prijsvermoeden is *de jure* een weerlegbaar bewijsvermoeden, maar *de facto* een onweerlegbaar bewijsvermoeden. Afwijken van het billijke prijsvermoeden is daarom ook echt het monster van Loch Ness. De kans dat we Nessie ooit gaan zien, is nihil.