

De vergoeding van afgeleide schade in de uitkoopprocedure



1. Inleiding

De uitkoopprocedure van artikel 2:92a/201a BW zou voor de meerderheidsaandeelhouder die voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van een naamloze of besloten vennootschap verschaft (en bij de BV: en ten minste 95% van de stemrechten in de algemene vergadering kan uitoefenen) vooral een eenvoudige procedure moeten zijn om de minderheid uit te kopen.¹ Daar hoort, zo zou men denken, een eenvoudige, of in ieder geval snelle wijze van prijsvaststelling bij. De meerderheidsaandeelhouder wil immers ‘door’ met de vennootschap. Maar wat nu als die meerderheidsaandeelhouder zich ten koste van de vennootschap en de minderheidsaandeelhouder heeft verrijkt en de uitkoop van de minderheid veeleer het sluitstuk is om de minderheid berooid de deur te wijzen? Of wat als de uitkoper wel te goeder trouw is, maar de vennootschap ten tijde van de uitkoop een vorderingsrecht heeft op een derde (bijvoorbeeld een (ex-)bestuurder)? Kunnen die gedragingen van de meerderheidsaandeelhouder of die vordering op de bestuurder dan worden meegenomen in de prijsbepaling van de aandelen? Het zijn interessante vragen die niet voor eenduidige beantwoording vatbaar zijn. Zolang de minderheidsaandeelhouder de hoedanigheid van aandeelhouder behoudt, beletten de regels die voortvloeien uit het standaardarrest *Poot/ABP*, behoudens bijzondere omstandigheden, veelal de mogelijkheid voor de minderheidsaandeelhouder om de schade die hij aan zijn aandelen lijdt rechtstreeks te verhalen op degene die de schade heeft toegebracht.² In dit artikel staat de vraag centraal in hoeverre de rechter in de uitkoopprocedure ex artikel 2:92a/201a BW de mogelijkheid heeft om bij de prijsbepaling van de aandelen rekening te houden met door de minderheidsaandeelhouder geleden schade aan aandelen welke schade het gevolg is van een normschending jegens de vennootschap.

Dit artikel kent de volgende opbouw. In par. 2 ga ik eerst in op het leerstuk van afgeleide schade, het onderscheid tussen directe en afgeleide schade en de omstandigheden waaronder afgeleide schade toch voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking zou kunnen komen. In par. 3 bespreek ik de uitkoopprocedure en haar ratio, alsmede de vaststelling van de uitkoopprijs in het licht van het EVRM. In par. 4 ga ik dieper in op de spraakmakende zaken *Xeikon* en *Sirova*, waarin de vraag die in dit artikel centraal staat ook aan bod is gekomen. Tevens sta ik in deze paragraaf stil bij verschillende manieren om in het licht van een uitkoopprocedure tot vergoeding te komen van (de facto) afgeleide schade. In par. 5 wordt afgesloten met enkele concluderende opmerkingen.

2. De vordering tot vergoeding van afgeleide schade

Allereerst is het van belang om na te gaan wat onder het begrip ‘afgeleide schade’ moet worden verstaan.³ Door Kroeze – die daarin is gevolgd door Assink – wordt afgeleide schade opgevat als een feitelijk, beschrijvend begrip.⁴ Kroeze verstaat onder afgeleide schade de schade die een aandeelhouder lijdt door waardevermindering van zijn aandelen, wanneer en voor zover deze waardevermindering het gevolg is van schade die aan de vennootschap is toegebracht.⁵ In deze opvatting wordt het afgeleide schadebegrip bepaald door de feitelijke (en objectief vast te stellen) *vorm* waarin de schade wordt geleden; namelijk *aan de aandelen via het vermogen van de vennootschap*. De *toedracht* van de schade maakt in deze opvatting dus geen onderdeel uit van de definitie van het afgeleide schadebegrip. De schade van de vennootschap hoeft met andere woorden niet noodzakelijkerwijs het gevolg te zijn van de normschending van een derde jegens de vennootschap om voor de daarmee corresponderende waardevermindering van de aandelen van ‘afgeleide schade’ te kunnen

* Mr. H.W. Haksteeg is als advocaat werkzaam bij BVD Advocaten.

1. Vgl. HR 16 januari 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO1777, r.o. 3.4.

2. HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, r.o. 3.4.1, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*).

3. Deze paragraaf is grotendeels gelijk aan een eerdere bijdrage van A.C.W. Pijls en auteur in *Maandblad voor Ondernemingsrecht*: H.W. Haksteeg & A.W.C. Pijls, ‘De vordering tot vergoeding van koersgerelateerde schade geleden door aandeelhouders en optiebeleggers. Over afgeleide schade van aandeelhouders en “dubbel afgeleide” schade van optiebeleggers’, *MvO* 2020, afl. 6, p. 287-296.

4. M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss. Utrecht) (Uitgave Vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 45), Deventer: Kluwer 2004, p. 11, 17-18 en B.F. Assink, ‘Vraagtekens rond afgeleide schade’, in: P.J. van der Kost, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming en Recht, deel 69), Deventer: Kluwer 2012, p. 312.

5. Kroeze 2004, p. 17-18.

spreken.⁶ Daarmee wordt een scheiding aangebracht tussen gevallen van afgeleide schade die wel onder de *Poot/ABP*-doctrine vallen, omdat deze schade is veroorzaakt door de normschending van een derde jegens de vennootschap, en gevallen van afgeleide schade die niet onder deze doctrine vallen. De *Poot/ABP*-doctrine komt er in essentie op neer dat afgeleide schade van de aandeelhouder die het gevolg is van de normschending van een derde jegens de vennootschap⁷ (en daardoor veroorzaakte schade aan het vennootschapsvermogen) niet rechtstreeks voor vergoeding in aanmerking komt.

In de opvatting van Kroeze en Assink heeft de *Poot/ABP*-doctrine dus weliswaar altijd betrekking op afgeleide schade, maar vallen niet alle gevallen van afgeleide schade onder de *Poot/ABP*-doctrine.⁸ De regel uit *Poot/ABP* is slechts van toepassing indien er onrechtmatig is gehandeld of wanprestatie is gepleegd jegens de vennootschap. Indien dat niet het geval is, kan wel sprake zijn van afgeleide schade, maar is de *Poot/ABP*-doctrine op een dergelijk geval niet van toepassing. Er is dan geen gegronde reden om de aandeelhouder af te houden van een rechtstreeks vorderingsrecht op degene die de (afgeleide) schade heeft toegebracht (mits uiteraard kan worden aangenomen dat deze derde onrechtmatig heeft gehandeld jegens de aandeelhouder).⁹

De ratio van de *Poot/ABP*-doctrine is naast het verschil in rechtssubjectiviteit tussen de vennootschap enerzijds en de aandeelhouder anderzijds¹⁰, gelegen in verschillende doelmatigheidsargumenten, waarvan de belangrijkste zijn:

1. Rechtstreekse schadevergoeding aan de aandeelhouders doet afbreuk aan de geldende rangorde tussen aandeelhouders en schuldeisers;

2. Rechtstreekse schadevergoeding kan inbreuk maken op de rangorde tussen aandeelhouders onderling;
3. Rechtstreekse schadevergoeding kan leiden tot het door de derde betalen van dubbele schadevergoeding en tot het door de aandeelhouder ontvangen van dubbele schadevergoeding;
4. Het principieel afwijzen van de vergoeding van afgeleide schade voorkomt een 'cascade' aan procedures van individuele aandeelhouders.

Er kan sprake zijn van een uitzondering op de hoofdregel van het *Poot/ABP*-arrest, als de aandeelhouder aannemelijk maakt dat de derde jegens hem een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden.¹¹ Schending van zo'n specifieke zorgvuldigheidsnorm is een noodzakelijke voorwaarde waaraan moet zijn voldaan, wil de afgeleide schade van de aandeelhouder eventueel voor vergoeding in aanmerking komen. Komt schending van zo'n specifieke zorgvuldigheidsnorm inderdaad in rechte vast te staan, dan is echter nog steeds sprake van afgeleide schade. Door schending van zo'n specifieke zorgvuldigheidsnorm 'promoveert' de afgeleide schade niet ineens tot rechtstreekse schade.¹² Uit het arrest *Tuin Bebeer/Houthoff* blijkt dat van schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm onder meer sprake kan zijn, indien de derde opzettelijk schade toebrengt aan de vennootschap met het oogmerk een of meer aandeelhouders te benadelen.¹³ Is de aangesproken derde een bestuurder, dan is voor het aannemen van schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm in de verhouding bestuurder versus individuele aandeelhouder vereist dat de bestuurder een persoonlijk

6. In de literatuur wordt ook wel een enger afgeleide-schadebegrip bepleit. In deze benadering maakt de normschending van de derde jegens de vennootschap onderdeel uit van het afgeleide-schadebegrip. Vgl. voor deze discussie A.J.P. Schild & J.M. de Jongh, 'Timmerman en afgeleide schade', in: H.J. de Kluiver (red.), *De rol van de rechter in het ondernemingsrecht. Beschouwingen bij het afscheid van prof. mr. L. Timmerman als advocaat-generaal bij de Hoge Raad*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2020, p. 108-111.

7. Dat de *Poot/ABP*-doctrine ook toegepast kan worden indien sprake is van een coöperatie blijkt expliciet uit HR 13 oktober 2000, ECLI:NL:PHR:2000:AA7491, *NJ* 2000/699, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Heino Kraus*).

8. Zie B.F. Assink in zijn commentaar bij HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *Ondernemingsrecht* 2019/127 (*Potplantenkwekerij*). Anders: Schild & De Jongh 2020, p. 108-111, die uit het *Potplantenkwekerij*-arrest afleiden dat de Hoge Raad van een normatieve opvatting zou uitgaan (waarbij de normschending onderdeel uitmaakt van het afgeleide-schadebegrip). Naar mijn mening kan een dergelijke conclusie niet uit voornoemd arrest worden getrokken. De in r.o. 3.5.2 van het voornoemde arrest genoemde schadeposten zijn bij uitstek verschijningsvormen van afgeleide schade; namelijk schade in de vorm van gemiste dividenduitkeringen of een lagere waarde van de aandelen, wanneer en voor zover deze schadeposten het gevolg zijn van schade die aan de vennootschap is toegebracht. Dat de aandeelhouder in het *Potplantenkwekerij*-arrest (de moeder) met succes een vordering kon instellen, komt niet omdat van afgeleide schade geen sprake zou zijn, maar veeleer omdat de *Poot/ABP*-doctrine in dit geval *niet* van toepassing was nu niet onrechtmatig was gehandeld jegens de vennootschap (de dochter). Zie in deze zin ook de zeer lezenswaardige conclusie van A-G Hartlief 11 september 2020, ECLI:NL:PHR:2020:960 (*X/Rabobank*), § 3.1-§ 3.31, waar hij in zijn algemene beschouwingen over afgeleide schade en de *Poot/ABP*-doctrine de opvatting van Kroeze respectievelijk Assink lijkt te volgen en de noot van G. van Solinge bij HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *NJ* 2021/176.

9. Vgl. HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *Ondernemingsrecht* 2019/127, m.nt. B.F. Assink (*Potplantenkwekerij*).

10. Een gevolg van dit verschil is dat wanprestatie, onbehoorlijk bestuur of een onrechtmatige daad jegens de vennootschap nog geen wanprestatie, onbehoorlijk bestuur of een onrechtmatige daad jegens de individuele aandeelhouder oplevert.

11. HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001/573, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Chipsol*); HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, r.o. 3.3 sub c, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Bebeer/Houthoff*); HR 2 november 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3671, r.o. 3.4, *NJ* 2008/5, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kessock*).

12. M.J. Kroeze, 'Rechtspersoonlijkheid en afgeleide schade', in: G. van Solinge e.a., *Relativering van rechtspersoonlijkheid* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 114), Deventer: Kluwer 2012, p. 29-32. Anders A.J.P. Schild, 'Aandeelhouders, schuldeisers en afgeleide schade', *Bedrijfsjuridische berichten* 2007, afl. 17, p. 191-199.

13. HR 16 februari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ0419, r.o. 3.5, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Bebeer/Houthoff*). De Hoge Raad lijkt hier een koppeling te maken tussen de aard van de normschending (schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm) en de mate van verwijtbaarheid (opzet tot benadeling). Kritisch hierover Schild & De Jongh 2020, p. 111. Ik lees dit arrest echter niet aldus dat opzet tot benadeling van de aandeelhouder een noodzakelijke voorwaarde is (waaraan dus altijd moet zijn voldaan), om in de verhouding derde

ernstig verwijt kan worden gemaakt.¹⁴ Zo'n persoonlijk ernstig verwijt wordt in beginsel aangenomen, als de bestuurder in strijd heeft gehandeld met een statutaire bepaling die de desbetreffende *individuele aandeelhouder* beoogt te beschermen.¹⁵

Uit de door de Hoge Raad gewezen arresten op het terrein van afgeleide schade blijkt niet of er naast de schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de aandeelhouder, andere, bijkomende voorwaarden zijn waaraan moet zijn voldaan om de afgeleide schade van de aandeelhouder rechtstreeks voor vergoeding in aanmerking te laten komen. Door onder meer Timmerman en Oostwouder wordt het definitief zijn van de schade *van de vennootschap* als harde voorwaarde beschouwd voor het rechtstreeks vergoeden van de afgeleide schade van de aandeelhouder.¹⁶ Voor Assink is het al dan niet definitieve karakter van de *afgeleide schade van de aandeelhouder* (het definitief zijn van de schade van de vennootschap betekent per definitie dat ook de afgeleide schade van de aandeelhouder definitief is; andersom geldt dit niet) een 'dominant' gezichtspunt bij de beoordeling of deze afgeleide schade al dan niet rechtstreeks voor vergoeding in aanmerking komt.¹⁷ Andere gezichtspunten die Assink voor deze beoordeling van belang vindt, zijn:¹⁸

1. de mate waarin de aandeelhouder via het aanwenden van zijn vennootschapsrechtelijke zeggenschapsrechten in staat moet worden geacht de vennootschap te bewegen de derde aansprakelijk te stellen, indien het bestuur hier niet toe overgaat;¹⁹
2. de gevolgen van toewijzing van de vordering van de aandeelhouder voor de verhaalspositie van crediteuren van de vennootschap;

3. de gevolgen van toewijzing van de vordering van de aandeelhouder voor de positie van zijn medeaandeelhouders;
4. het aantal tot vergoeding van afgeleide schade strekkende rechtsovereenkomsten dat door individuele aandeelhouders tegen de derde is of zal worden ingesteld (gelet op de mogelijke chaotische gevolgen daarvan);
5. de mate waarin de aangesproken derde gedwongen zou kunnen worden de schade van de aandeelhouder dubbel te vergoeden en de kans dat de aandeelhouder zodoende meer vergoeding zou ontvangen dan zijn schade belooft; en
6. de aan- of afwezigheid van opzet tot benadeling van de aandeelhouder bij de derde.

Deze gezichtspunten van Assink komen voor een belangrijk deel overeen met de door Kroeze in zijn doorkruisingsleer genoemde doelmatigheids- en rechtvaardigheidsargumenten.²⁰ Gelet op de hiervoor genoemde doelmatigheidsargumenten c.q. beleidsmatige afwegingen die aan de *Poot/ABP*-doctrine ten grondslag liggen en gelet op bovenstaande gezichtspunten van Assink, geldt naar mijn mening dat de aandeelhouder jegens wie een specifieke zorgvuldigheidsnorm is geschonden, niet per definitie recht heeft op schadevergoeding. De uitzondering op de hoofregel uit het *Poot/ABP*-arrest zou daarom aldus geïnterpreteerd moeten worden dat deze aandeelhouder pas recht heeft op schadevergoeding, als er in het concrete geval geen voldoende zwaarwegende argumenten (meer) zijn die zich tegen vergoeding verzetten.²¹

In tegenstelling tot afgeleide schade loopt directe schade – ook wel rechtstreekse schade genoemd – niet via het vermogen van de vennootschap. Kenmerkend voor deze

versus aandeelhouder de schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm aan te nemen. Interessant is in hoeverre een handelen in strijd met art. 2:8 BW leidt tot de conclusie dat sprake is van een specifieke normschending. De norm van art. 2:8 lid 1 BW houdt in dat een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, zich zodanig jegens elkaar moeten gedragen als naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Deze norm is op zichzelf naar mijn mening ter onderbouwing van een afgeleide schadevordering doorgaans onvoldoende omdat zij zonder concrete invulling onvoldoende specifiek is. Aan de hand van de concrete omstandigheden van het geval zal moeten worden bekeken of schending van art. 2:8 BW ook een specifieke zorgvuldigheidsnormschending oplevert jegens de aandeelhouder die zich op de schending van de norm van art. 2:8 BW beroept. Vgl. Hof Arnhem-Leeuwarden 12 juni 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:5411, r.o. 6.32, *JOR* 2018/207, m.nt. P.H.M. Broere (*Baranov*). Zie over de vraag of schending van art. 2:8 BW kwalificeert als onrechtmatige daad of wanprestatie: A.H.F. Verdam, 'Schending van art. 2:8 BW en onrechtmatige daad', *WPNR* 2017, afl. 7163, p. 691-700.

14. HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959, *NJ* 2009/21, m.nt. H.J. Snijders (*Willemsen/NOM*). Zie ook conclusie A-G Timmerman, ECLI:NL:PHR:2010:BK4927, § 3.4.2 bij HR 22 januari 2010, ECLI:NL:HR:2010:BK4927, *RvdW* 2010/188.

15. *Idem*.

16. Zie L. Timmerman, 'Kan een aandeelhouder of vennootschapsschuldeiser afgeleide schade vorderen?', *TVVS* 1998/50, afl. 4, p. 99 respectievelijk W.J. Oostwouder, 'Actualiteiten "afgeleide schade". What's in the name?', *O&F* 2018, afl. 4, p. 11-12, hoewel Timmerman zich later juist heeft uitgesproken voor pragmatisch denken over afgeleide schade: L. Timmerman, 'Pragmatisch denken over afgeleide schade', *WPNR* 2013, afl. 6962, p. 115-118. Vgl. conclusie A-G Hartkamp, ECLI:NL:PHR:2001:AB2443, § 10 bij HR 14 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2443, *NJ* 2001/573, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Chipsol*) en Hof Arnhem-Leeuwarden 12 juni 2018, ECLI:NL:GHARL:2018:5411, r.o. 6.36, *JOR* 2018/207, m.nt. P.H.M. Broere (*Baranov*).

17. Zie B.F. Assink, *Slagter's Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, p. 267. Assink vindt het al dan niet definitieve karakter van de afgeleide schade van de aandeelhouder weliswaar een 'dominant' gezichtspunt, maar hij gaat niet zo ver dat hij het definitief zijn van de afgeleide schade van de aandeelhouder als voorwaarde stelt waaraan in ieder geval moet zijn voldaan om deze rechtstreeks voor vergoeding in aanmerking te laten komen. Het hanteren van een dergelijke eis vindt hij 'te categorisch', aldus Assink 2013, p. 267, voetnoot 188.

18. Zie Assink 2012, p. 337-338 en Assink 2013, p. 266.

19. Hierbij past wel de kanttekening dat het door de aandeelhouder aanwenden van vennootschapsrechtelijke zeggenschapsrechten bij een beursvennootschap in de regel weinig effect zal hebben.

20. Kroeze 2004, p. 66-67.

21. Dit lijkt ook de interpretatie van A-G Hartlief in zijn conclusie van 11 september 2020, ECLI:NL:PHR:2020:960 (*X/Rabobank*), § 3.25-§ 3.30.

schade is dat het vennootschapsvermogen niet – althans niet direct – wordt verlaagd door de schade toebrengende handeling. Hierbij kan gedacht worden aan het geval dat beleggers worden misleid door een beursvennootschap wanneer door (het bestuur van) de beursvennootschap een te rooskleurige financiële situatie wordt voorgesteld.²²

Voor deze directe schade heeft een aandeelhouder wél een rechtstreekse mogelijkheid tot schadeverhaal. Als sprake is van directe schade, is de *Poot/ABP*-doctrine hoe dan ook niet van toepassing en kan de individuele aandeelhouder zijn koersschade rechtstreeks op de derde verhalen (ervan uitgaande dat in de verhouding aandeelhouder versus derde aan alle aansprakelijkheidsvereisten van onrechtmatige daad is voldaan).

Concluderend zou aldus het volgende stappenplan gevolgd kunnen worden bij de beoordeling of door een aandeelhouder geleden schade voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking komt:

1. Heeft de aandeelhouder schade geleden *aan aandelen* welke schade loopt *via* het vermogen van de vennootschap? Zo ja: er is sprake van afgeleide schade. Ga naar punt 2. Zo nee: er kan sprake zijn van directe schade. Directe schade komt voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking indien aan de gewone aansprakelijkheids- en schadevergoedingsregels is voldaan.
2. Is sprake van een situatie waarin onrechtmatig is gehandeld of wanprestatie is gepleegd jegens de vennootschap? Zo ja: de *Poot/ABP*-regel is van toepassing. Ga naar punt 3. Zo nee: de *Poot/ABP*-regel is niet van toepassing. Indien de aandeelhouder afgeleide schade heeft geleden kan hij deze rechtstreeks verhalen op de schade toebrengende derde, mits ook hier aan de gewone aansprakelijkheids- en schadevergoedingsregels is voldaan (vgl. *Potplantenkwekerij*-arrest).²³
3. Is naast de normschending jegens de vennootschap ook sprake van een specifieke zorgvuldigheidsnormschending jegens de aandeelhouder? Zo ja: de uitzondering op de *Poot/ABP*-regel is van toepassing indien er geen andere zwaarwegende argumenten zijn om de aandeelhouder van rechtstreekse vergoeding

af te houden.²⁴ Zo nee: de *Poot/ABP*-regel blijft van toepassing. Er is geen rechtstreeks vorderingsrecht voor de aandeelhouder.

3. De uitkoopprocedure en de ratio daarvan

3.1. De ratio van de uitkoopprocedure

In de artikelen 2:92a lid 1 en 2:201a lid 1 BW is bepaald dat hij die als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van een naamloze of besloten vennootschap verschaft (en ten minste 95% van de stemrechten in de algemene vergadering kan uitoefenen), tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering tot overdracht van hun aandelen kan instellen. Het gaat hier om een recht van de meerderheidsaandeelhouder om via een eenvoudige procedure de andere minderheidsaandeelhouder(s) uit te kopen.²⁵ Over de uitkoopvordering oordeelt in eerste aanleg de Ondernemingskamer. Tegen de uitspraak van de Ondernemingskamer staat uitsluitend beroep in cassatie open. Indien de rechter de vordering van de meerderheidsaandeelhouder niet op de in artikel 2:92a/201a lid 4 BW genoemde gronden afwijst, stelt de rechter de prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben.²⁶

De uitkoopregeling is gegrond op de gedachte dat het voortdurende aandeelhouderschap van kleine minderheden voor de meerderheidsaandeelhouder kosten en andere bezwaren met zich brengt die niet zonder gedwongen uitkoop kunnen worden opgelost.²⁷ Doordat de dochtermaatschappij kunstmatig gescheiden wordt gehouden van de groep kan de moedermaatschappij geen gebruikmaken van regelingen die anders wel beschikbaar zouden zijn.²⁸ Zo dienen transacties tussen de moeder- en dochtermaatschappij ‘at arm’s length’ te zijn en kunnen er niet zonder instemming van de minderheidsaandeelhouders besluiten buiten de vergadering worden genomen (art. 2:238 lid 1 BW). De belangen van de overgebleven minderheidsaandeelhouders, mede bestaande uit het recht op een ongestoord genot van de eigendom op de aandelen,²⁹ wegen volgens de minister niet op tegen de bezwaren en kosten die kleven aan het voortduren van hun

22. Zie voor een ander geval van directe schade: HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1811, *Ondernemingsrecht* 2019/30, m.nt. B. Kemp (*Licorne Holding*), alwaar het ging om een vermeende schending van door de koper bij de koop van aandelen bedongen garanties. Overigens spreekt de Hoge Raad in dit arrest van ‘eigen schade’. Daarbij past de kanttekening dat ook afgeleide schade eigen schade van de aandeelhouder is, zij het dat die schade indirect geleden wordt. Ook de schade die in zo’n geval door de vennootschap geleden wordt, is overigens eigen schade voor de vennootschap. Het zou dan ook beter zijn geweest als de Hoge Raad de door *Licorne Holding* geleden schade had aangeduid als directe of rechtstreekse schade. Zie ook: H.W. Haksteeg, *Schadeverhaal voor optiebeleggers. De vergoeding van koersgerelateerde schade na misleiding door beursvennootschappen*, Weert: Celsus juridische uitgeverij 2021, p. 17-18. Vgl. Assink 2012, p. 315-316.

23. HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *Ondernemingsrecht* 2019/127, m.nt. B.F. Assink (*Potplantenkwekerij*).

24. Daarbij verdient het dus aandacht dat deze laatste extra voorwaarde (i.e. er is geen sprake van andere zwaarwegende argumenten om de aandeelhouder van een rechtstreeks vorderingsrecht af te houden) niet nadrukkelijk door de Hoge Raad is geformuleerd, maar in de literatuur wel wordt aangenomen.

25. HR 16 januari 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO1777, r.o. 3.4, zoals herhaald in HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, r.o. 3.2 (*Sirova*).

26. Art. 2:92a/2:201a lid 5 BW.

27. *Kamerstukken II* 1984/85, 18904, nr. 3, p. 5.

28. *Kamerstukken II* 1984/85, 18904, nr. 3, p. 6.

29. Art. 1 Eerste Protocol EVRM. Daarbij wordt opgemerkt dat veelal geen sprake zal zijn van werkelijke zeggenschap van de minderheidsaandeelhouder. Tenzij aan de aandelen specifieke statutaire zeggenschapsrechten verbonden zijn, zullen de minderheidsaandeelhouders met hun gezamenlijke 5% geen besluiten kunnen tegenhouden. Dit neemt overigens niet weg dat voor de BV aan aandeelhouders die 1% of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen ingevolge art. 2:224a lid 1 BW een agenderingsrecht toekomt, hoewel de daadwerkelijke effectiviteit van het agenderingsrecht in een uitkoopprocedure kan worden betwijfeld.

aandeelhouderschap.³⁰ Een regeling in de wet waarmee wordt gewaarborgd dat zij een *juiste* prijs voor hun aandelen krijgen, benadeelt hen niet, aldus de minister.³¹

3.2. De vaststelling van de uitkoopprijs

Het is dus de rechter die deze prijs van de aandelen moet vaststellen op een door hem te bepalen dag (de peildatum, waarover hierna). De wetgever geeft in artikel 2:92a/201a BW geen voorschrift voor de wijze waarop de waardebepaling moet plaatsvinden. Hieruit volgt dat bij de prijsbepaling en de bepaling van de peildatum de rechter veel vrijheid toekomt.³² Veelal zal de Ondernemingskamer zich door deskundigen laten adviseren over de waarde van de aandelen.³³ Bij de waardevaststelling moet acht worden geslagen op alle omstandigheden die de waarde bepalen.³⁴ Voor de wijze van vaststelling van de waarde is het nuttig onderscheid te maken tussen enerzijds courante aandelen en anderzijds incurante aandelen. Bij courante aandelen kan voor de waardebepaling aangesloten worden bij een recente of actuele beurskoers. Wil aangesloten kunnen worden bij de beurskoers, dan dient in ieder geval sprake te zijn van een transparante markt of *fair market*.³⁵ Dit zal meestal niet het geval zijn bij een uitkoopprocedure.³⁶ Regelmatig beursverkeer zal vaak niet hebben plaatsgevonden. Volgt de uitkoopprocedure op een voorafgaand bod, dan kan hier onder omstandigheden aansluiting bij worden gezocht. Aansluiting bij het aan de uitkoop voorafgegaane bod is mogelijk indien 1) het bod op grote schaal is aanvaard; 2) tussen het bod en de datum van het arrest een beperkte tijd is verstreken;

en 3) er geen redenen zijn te veronderstellen dat de waarde van de aandelen sinds het bod is gestegen.³⁷

Gaat het om incurante aandelen dan wordt gewoonlijk de waarde van de aandelen 'pro rata parte' vastgesteld. Veelal wordt daartoe eerst op basis van de *discounted cash flow*-methode de waarde van het gehele aandelenkapitaal vastgesteld. Andere methoden om tot vaststelling van de waarde van de aandelen te komen zijn de *comparable company analysis* (waarbij de onderneming waar de minderheidsaandeelhouder uitgekocht moet worden, wordt vergeleken met een andere onderneming),³⁸ waardering op basis van historische financiële gegevens van de vennootschap of prijsbepaling door te kijken naar de nominale waarde van de aandelen. Vervolgens wordt de waarde van het totale aandelenkapitaal gedeeld door het aantal aandelen en vervolgens vermenigvuldigd met het aantal uit te kopen aandelen. Premies of kortingen omdat het gaat om een minderheidspakket aandelen vormen in principe geen grondslag voor een correctie op de vastgestelde pro rata parte-waarde.³⁹

3.3. De vaststelling van de peildatum

De rechter dient de prijs van de over te dragen aandelen vast te stellen *op eendoor hem te bepalen dag* (de peildatum). Tot 7 juli 2015 hanteerde de OK als uitgangspunt in veruit de meeste gevallen de datum van het eindarrest, althans een tijdstip dat daar zo dichtbij mogelijk ligt, als peildatum.⁴⁰ Sinds het op 7 juli 2015 gewezen arrest *Unit 4* sluit de Ondernemingskamer voor de bepaling van de peildatum bij uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod aan bij de datum van de betaalbaarstelling

30. *Kamerstukken II* 1984/85, 18904, nr. 3, p. 6 en *Kamerstukken I* 1987/88, nr. 41a, p. 1.

31. *Kamerstukken II* 1984/85, 18904, nr. 3, p. 6.

32. Zie ook HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, r.o. 3.2 (*Sirowa*).

33. Hoewel er ook voorbeelden zijn waarin de Ondernemingskamer de waarde bepaalt zonder een deskundigenbericht. Zie bijvoorbeeld de recente zaak die heeft geleid tot de uitspraak Hof Amsterdam (OK) 29 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2532 (*Parlevliet*). In deze uitspraak bepaalde de Ondernemingskamer de waarde van de aandelen op slechts € 920, hoewel de aandelen kort daarvoor aan een gelieerde partij waren verkocht voor € 40 miljoen. Volgens de Ondernemingskamer kenden de door de meerderheidsaandeelhouder kort daarvoor gewijzigde statuten slechts een zeer beperkt recht op dividend en liquidatie-uitkeringen toe aan de aandelen hetgeen tot de slotsom leidde dat de aandelen volgens de Ondernemingskamer geen hogere waarde hadden dan de door meerderheidsaandeelhouder aangeboden € 920. Hoewel de minderheidsaandeelhouder had gezegd de statutenwijziging te zullen aanvechten door in een aparte procedure een beroep te doen op de nietigheid dan wel vernietigbaarheid van het besluit tot statutenwijziging, ging de Ondernemingskamer alsnog uit van de op dat moment geldende statuten, nu de minderheidsaandeelhouder op het moment van de uitspraak nog geen procedure tot nietigverklaring dan wel vernietiging aanhangig had gemaakt.

34. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de beschikbare balansen, tussentijdse cijfers en de aard van de onderneming.

35. Als 'fair market value' wordt veelal de volgende definitie gebruikt: 'the (highest) price, expressed in terms of cash or cash equivalents, at which property would exchange hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arm's length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.' Zie bijvoorbeeld ook N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord. Grondslagen en raamwerk* (diss. Groningen), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 54 met verdere verwijzingen. De Ondernemingskamer gebruikt vaak de term 'waarde in het economisch verkeer'. Mede in het licht van *Kamerstukken II* 1985/86, 18904, nr. 6, p. 2 lijkt mij deze term slechts toepasselijk indien het gaat om courante aandelen.

36. S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (diss. Nijmegen) (Serie Onderneming en Recht, nr. 107), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 8.4.3.

37. T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW* (diss. Nijmegen) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 125), Deventer: Kluwer 2014, par. 9.3.2.b.ii. Zie ook: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/687 onder d. De Ondernemingskamer noemt deze voorwaarden ook uitdrukkelijk in Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, *JOR* 2015/234, m.nt. T. Salemink (*Unit 4*). De sinds dit arrest gehanteerde peildatum in het geval waarin een openbaar bod aan de uitkoopprocedure is voorafgegaan (de datum van betaalbaarstelling) doet de vraag rijzen of de derde voorwaarde nog wel relevant is.

38. Hierbij zal vaak het probleem spelen dat vergelijkbare ondernemingen moeilijk te vinden zijn.

39. Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 26 juni 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0325, r.o. 2.13 (*Economcom International*).

40. De ratio van dit uitgangspunt was dat de uit te kopen aandeelhouder tot de datum van de overdracht van zijn aandelen verstrekker van risicodragend kapitaal is en dat de voor- en nadelen verbonden aan de aandelen voor zijn rekening en risico dienen te blijven zolang hij aandeelhouder is.

onder het bod, mits de bieder dan ten minste 95% van het geplaatste kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt. Indien zich in het concrete geval bijzondere omstandigheden voordoen (zoals de lengte van het tijdsverloop tussen de dag van betaalbaarstelling en de dagvaarding) of indien aan de uitkoopprocedure geen openbaar bod vooraf is gegaan, kan als peildatum gekozen worden voor de datum waarop de Ondernemingskamer bij tussenarrest vaststelt dat artikel 2:92a/201a lid 1 en 4 BW toewijzing van de uitkoopvordering niet belemmeren en waarin vervolgens (gewoonlijk) een deskundigenbericht wordt gelast.^{41,42}

3.4. De vaststelling van de prijs in het licht van het EVRM

Daar waar minderheidsaandeelhouders via de uitkoopprocedure worden uitgekocht geldt dat in wezen sprake is van onteigening. In dat licht is het van belang dat in artikel 1 Eerste Protocol bij het EVRM is bepaald dat iedere natuurlijke persoon of rechtspersoon recht heeft op het ongestoord genot van zijn eigendom. Van niemand zal zijn eigendom worden ontnomen, behalve in het algemeen belang en onder de voorwaarden voorzien in de wet en in de algemene beginselen van internationaal recht. Door het Europees Hof voor de Rechten van de Mens is in het kader van de uitkoopprocedure in de zaak *Offerhaus/Staat* op grond van artikel 2:92a BW eerder geoordeeld dat:

‘There must be a reasonable relationship of proportionality between the means employed and the aim sought to be realised by any measure depriving a person of his possessions. Compensation terms under the relevant legislation are material to the assessment whether the contested measure respects the requisite fair balance and, notably, whether it imposes a disproportionate burden on the applicants. In this connection, the taking of property without payment of an amount *reasonably related to its value* will normally constitute a disproportionate interference (cf. Former King of Greece and Others v. Greece [GC], no. 25701/94, 23.11.2000, § 89).’⁴³

Deze overweging moet gezien worden in het licht van de achtergrond van artikel 1 Eerste Protocol EVRM dat inmenging in het ongestoord genot van de eigendom alleen mogelijk is indien sprake is van ‘a fair balance between the demands of the general interest of the community and the requirements of the protection of the individual’s fundamental rights’.⁴⁴ De vast te stellen prijs dient aldus in een redelijke verhouding te staan tot de waarde van de aandelen. De Hoge Raad heeft het in dit kader, met een beroep op de wetsgeschiedenis, over de toekenning van een ‘reële en redelijke vergoeding’.⁴⁵ De werkelijke waarde van de aandelen zal vergoed moeten worden.⁴⁶ Er bestaat geen recht op een prijs die volgens theoretische berekeningen het hoogste resultaat oplevert.⁴⁷ Anders dan Van Vught meen ik dat de Hoge Raad en de wetgever in dit kader niet *uitsluitend* doelen op de waarde van de aandelen in het economisch verkeer.⁴⁸ Zo reageerde toenmalig minister Korthals Altes op het voorstel van het Tweede Kamerlid Vermeend om als ondergrens voor de prijs van de uit te kopen aandelen de waarde in het economisch verkeer in de wet op te nemen:

‘Zou dat minimum dan niet ten minste de waarde in het economisch verkeer moeten zijn? Ik meen dat wij de minderheidsaandeelhouders die ooit uitgekocht zouden worden, een bijzonder slechte dienst zouden bewijzen door in het wetsvoorstel op te nemen dat de prijs die dan moet worden betaald, ten minste de waarde in het economisch verkeer moet zijn. In een aantal kleinere vennootschappen (...) is de waarde in het economisch verkeer immers veelal een uiterst geringe. De bidders op de markt die de waarde in het economisch verkeer moeten bepalen, zijn zeer gering in aantal, zo ze er al zijn. Daardoor kan de waarde in het economisch verkeer niet in de praktijk worden vastgesteld. Het zou dan misschien door deskundigen moeten gebeuren, maar in ieder geval zal de waarde in het economisch verkeer bij gebrek aan belangstelling voor de aandelen in tal van gevallen buitengewoon laag zijn. Ook bestaat het risico dat, als wij de waarde in het economisch verkeer in het wetsvoorstel opnemen als de waarde die ten minste vergoed dient te worden, deskun-

41. Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, r.o. 3.16-3.18, *JOR* 2015/234, m.nt. T. Salemink (*Unit 4*). Zie voor enkele voordelen van deze peildatumbepaling door de Ondernemingskamer: D.J.F.F.M. Duynstee & C.C.M. de Smet, ‘Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2015-2016’, in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 141), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 177-178.

42. Zie voor een voorbeeld waarin de Ondernemingskamer de datum van het tussenarrest als peildatum hanteert: Hof Amsterdam (OK) 3 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2276, *ARO* 2018/177 (*Allshare I*).

43. EHRM 16 januari 2001, ECLI:NL:XX:2001:AZ9835, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*).

44. EHRM 16 januari 2001, ECLI:NL:XX:2001:AZ9835, *JOR* 2001/81 (*Offerhaus/Staat*).

45. HR 11 september 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2131, r.o. 4.3.1, *JOR* 1996/113 (*Offerhaus/ING*). De parlementaire geschiedenis waar de Hoge Raad zich hier *primair* op lijkt te beroepen is de Memorie van Antwoord van de minister bij de behandeling van het wetsvoorstel in de Eerste Kamer (*Kamerstukken I* 1987/88, 18904, nr. 41a, p. 3) waar de minister het volgende opmerkt: ‘De deskundigen die moeten adviseren over de waarde, zullen op alle omstandigheden die de waarde bepalen acht moeten en kunnen slaan, waaronder zeker ook vallen de door deze leden genoemde vooruitzichten, zoals te verwachten winstbijdrage, en de betekenis van de deelnemingsvrijstelling. Bij de aanwijzing van de deskundigen zal mede kunnen worden betrokken de aard van de onderneming, zodat aan uitkoper en uitgekochte een zo groot mogelijke waarborg kan worden gegeven, dat de prijs die bepaald wordt, *redelijk* is.’

46. Salemink 2014, par. 9.2.2.b.

47. Zie ook B.F. Assink in zijn noot bij Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BD1687, *JOR* 2008/198, m.nt. B.F. Assink. Art. 1 EP EVRM geeft ook niet onder alle omstandigheden recht op volledige schadevergoeding. Zie EHRM 30 augustus 2007, ECLI:NL:XX:2007:BB5093, *NJ* 2008/269, m.nt. E.A. Alkema, par. 54: ‘The provision does not, however, guarantee a right to full compensation in all circumstances, since legitimate objectives of “public interest” may call for less than reimbursement of the full market value.’

48. K.A.M. van Vught, ‘De billijke verhoging in de uitkoop. Xeikon, Sirowa en het gelijk van de Ondernemingskamer’, in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2019-2020* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 165), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 302-303.

digen daaruit dan de conclusie gaan trekken dat hiermee kan worden volstaan. In zulke gevallen ligt het veel meer voor de hand (...) om een gemiddelde te berekenen aan de hand van een formule (...). Ik wil niemand vastpinnen op zo'n formule. (...) Als volgens een dergelijke methode de waarde wordt bepaald, komt men in ieder geval veel hoger uit dan de waarde in het economisch verkeer.⁴⁹

Hoewel dus in veel gevallen de prijs voor de aandelen in het economisch verkeer overeenkomt met een prijs die redelijk is (zeker indien het gaat om courante aandelen), zijn ook omstandigheden denkbaar waarbij (met name bij incurante aandelen) vasthouden aan de prijs van de aandelen in het economisch verkeer tot de conclusie zou kunnen leiden dat geen sprake meer is van een prijs 'reasonably related to it's value'.⁵⁰

Slotson van deze beschouwing is dat de Ondernemingskamer bij de keuze voor een waardebegrip of een wijze van waardevaststelling veel vrijheid toekomt. Als ondergrens geldt dat de prijs voor de aandelen 'reasonably related' moet zijn aan de waarde van de aandelen. Uit de wetsgeschiedenis van de uitkoopprocedure is, anders dan bij de geschillenregeling en de daarin opgenomen billijke verhoging (art. 2:343 lid 4 BW), echter niet op te maken of de rechter, in het licht van de hiervoor besproken afgeleide-schadeproblematiek, ook door de minderheidsaandeelhouder in die hoedanigheid geleden afgeleide schade bij de prijsbepaling van de aandelen mag meenemen. Met andere woorden: kan de door bestuurders en/of meerderheidsaandeelhouders aan de vennootschap toegebrachte schade (resultierend in afgeleide schade van de minderheidsaandeelhouder) worden betrokken bij de vaststelling van de uitkoopprijs van de door de minderheidsaandeelhouder gehouden aandelen?

4. De vergoeding van afgeleide schade in de uitkoopprocedure

4.1. De zaken *Xeikon* en *Sirowa*

In de zaken *Xeikon*, *DIM Vastgoed*⁵¹ en *Sirowa* heeft de Ondernemingskamer (en in het laatste geval ook de Hoge Raad) deze vraag positief beantwoord. In dit artikel komen alleen de zaken *Xeikon* en *Sirowa* aan bod. Bij *Xeikon* ging het – kort gezegd – om het volgende. XBC B.V. had op 6 november 2013 een verplicht openbaar bod uitgebracht op alle aandelen in het kapitaal van *Xeikon*. Na afronding van het openbaar bod in januari 2014 verworven XBC ten tijde van de dagvaarding waarmee de uitkoopprocedure op grond van artikel 2:92a BW werd aangevangen, tenminste 95% van het geplaatste kapitaal in *Xeikon*. Terwijl de uitkoopprocedure aanhangig was,

werd door enkele minderheidsaandeelhouders verzocht tot enquête.⁵² Bij beschikking van 22 juli 2014 heeft de Ondernemingskamer een onderzoek bevolen naar het beleid en de gang van zaken van *Xeikon*.⁵³ Recalcico, de vennootschap die optrad namens enkele minderheidsaandeelhouders, stelde zich over de prijsbepaling van de aandelen op het standpunt dat een eventuele vordering van *Xeikon* jegens haar bestuurders en/of commissarissen uit hoofde van wanbeleid bij de prijsbepaling moest worden meegenomen.⁵⁴ Uiteindelijk kwam de Ondernemingskamer tot de conclusie dat sprake was van wanbeleid en worden acht bestuurders en commissarissen, (mede)verantwoordelijk gehouden voor het wanbeleid bij *Xeikon*.⁵⁵ XBC was niet verantwoordelijk voor het vastgestelde wanbeleid. Het ging in *Xeikon* dus om eventuele vorderingen van de vennootschap op *derden* (i.e. een (rechts)persoon die niet tevens de uitkopende meerderheidsaandeelhouder is). De Ondernemingskamer oordeelt dat bij de waardering dient te worden uitgegaan van alle feiten en omstandigheden die de waarde bepalen, waaronder ook mogelijke vorderingen van de vennootschap op bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders.⁵⁶ Het feit dat de uitkoopprijs enerzijds 'reasonably related' moet zijn aan de waarde van de aandelen en anderzijds de uitkoopprocedure naar haar aard niet geschikt is tot vaststelling van vorderingen van de vennootschap op *derden*, scheidt voor de Ondernemingskamer een dilemma. Er zijn volgens de Ondernemingskamer situaties denkbaar (waarvan de situatie van *Xeikon* er blijkbaar een is) waarin het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is om vorderingen van de vennootschap op *derden* niet bij de waardering van de aandelen te betrekken om de enkele reden dat de vennootschap niet bereid is een dergelijke vordering in te stellen. Omdat de uitkoopprocedure naar haar aard echter niet bedoeld is voor de vaststelling van onrechtmatigheid, schade etc. (nog los van het feit dat de schade toebrengende *derde* geen partij was), oordeelt de Ondernemingskamer dat de vorderingen van *Xeikon* op de *derden* bij de vaststelling van de uitkoopprijs kunnen worden betrokken voor 'zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure'.⁵⁷ Vervolgens schat de Ondernemingskamer de mogelijke vorderingen van *Xeikon* op haar bestuurders en commissarissen, daarbij rekening houdend met de kosten van verhaal, het procesrisico en onzekerheid met betrekking tot de verhaalbaarheid. De Ondernemingskamer overweegt in dit kader expliciet dat de verdiscontering van de vorderingen in de uitkoopprijs niet afdoet aan enige vordering van de minderheidsaandeelhouders tot vergoeding van de volledige schade die zij lijden.

49. *Handelingen II* 1986/87 (41ste vergadering), p. 2366-2367.

50. Vgl. Van den Berg 2019, par. 8.4.3.

51. Hof Amsterdam (OK) 22 april 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1293, *JOR* 2014/231, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Dim Vastgoed*).

52. Hof Amsterdam (OK) 26 mei 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2040.

53. Hof Amsterdam (OK) 22 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:2899.

54. Hof Amsterdam (OK) 26 mei 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2040, r.o. 3.11.

55. Hof Amsterdam (OK) 6 februari 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:377, *Ondernemingsrecht* 2018/62, m.nt. P.H.M. Broere.

56. Hof Amsterdam (OK) 28 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2493, *JOR* 2016/270, m.nt. M.W. Josephus Jitta; *Ondernemingsrecht* 2017/29, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

57. Hof Amsterdam (OK) 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684, *JOR* 2019/104, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee; *Ondernemingsrecht* 2019/42, m.nt. M.W. Josephus Jitta.

Bij *Sirowa*⁵⁸ was sprake van het volgende feitencomplex. Sirowa had twee aandeelhouders, Warzecha (95%) en Paabumets (5%). Warzecha vordert op grond van de uitkoopprocedure van artikel 2:201a BW de overdracht van de door Paabumets gehouden aandelen tegen een prijs van € 21,15 per aandeel, dan wel subsidiair tegen een zodanig bedrag als door de Ondernemingskamer in goede justitie te bepalen. Paabumets heeft de Ondernemingskamer (meer subsidiair)⁵⁹ gevraagd bij de vaststelling van de prijs voor de aandelen rekening te houden met de onrechtmatige handelingen van Warzecha, die hebben geleid tot een uitholling van Sirowa, tot een bevoordeling van Warzecha en aan hem verbonden entiteiten en tot een daling van de waarde van de aandelen van Paabumets. Deze uitholling van Sirowa en bevoordeling van Warzecha bestonden onder meer uit de verkoop van door Sirowa gehouden aandelen in dochtervennootschappen tegen een te lage prijs (niet at arm's length) en de verstrekking van een geldlening door Sirowa tegen een niet marktconform rentepercentage aan een partij die gelieerd was aan Warzecha (waarbij bovendien de helft van deze lening werd afgeboekt als 'bad debt'). Bij tussenaarrest van 5 juli 2016 heeft de Ondernemingskamer vastgesteld dat Warzecha als bestuurder en meerderheidsaandeelhouder van Sirowa handelingen heeft verricht waarmee hij zichzelf heeft bevoordeeld en Sirowa en Paabumets, vanwege een waardedaling in de door Paabumets gehouden aandelen in Sirowa, heeft geschaad.⁶⁰ Opvallend daarbij is dat de Ondernemingskamer het handelen van Warzecha bestempelt als 'onrechtmatig' jegens zowel Sirowa alsook jegens minderheidsaandeelhouder Paabumets.⁶¹ De te benoemen deskundige dient volgens de Ondernemingskamer de waarde van de over te dragen aandelen te bepalen met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die deze waarde bepalen. In dat verband overweegt de Ondernemingskamer ook in *Sirowa* dat het, gelet op de bijzondere omstandigheden van het geval, naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn indien bij de prijsbepaling geen rekening zou worden gehouden met de benadelende handelingen van Warzecha. De deskundige dient de waardering vast te stellen zoals die zou zijn vastgesteld als de benadelende feiten en omstandigheden niet hadden plaatsgevonden. Daarnaast dient de deskundige volgens de Ondernemingskamer te abstraheren van de omstandigheid dat Sirowa geen vorderingen tegen Warzecha zal instellen.⁶²

Anders dan bij *Xeikon* ging het bij *Sirowa* dus om de *uitkopende meerderheidsaandeelhouder* die de schade (al dan niet in de hoedanigheid van bestuurder) had toegebracht aan de vennootschap. Ook hier overweegt de Ondernemingskamer dat het rekening houden met de benadelende handelingen bij de bepaling van de uitkoop prijs niet strekt tot (volledige) vergoeding van de door Paabumets geleden schade. Het oordeel van de Ondernemingskamer wordt onderschreven door de Hoge Raad. Volgens de Hoge Raad 'verzetten de aard en de strekking van artikel 2:201a BW zich er niet tegen dat de rechter, met het doel te komen tot een reële en redelijke vergoeding, bij de vaststelling van de prijs van de over te dragen aandelen, abstraheert van de gevolgen van handelingen van de uitkopende aandeelhouder die hebben plaatsgevonden voor de in art. 2:201a lid 5 BW bedoelde dag (de peildatum) en die de waarde van de aandelen ten nadele van de uit te kopen aandeelhouder(s) hebben vermindert'.⁶³

4.2. *Verskillende wegen leiden naar Rome: routes voor (indirecte) vergoeding van afgeleide schade in de uitkoopprocedure*

Advocaat-generaal Assink zet in zijn conclusie bij *Sirowa* een zestal benaderingen uiteen die zouden kunnen leiden tot de (indirecte) vergoeding van door de minderheidsaandeelhouder geleden (afgeleide) schade in het kader van de vaststelling van de door de meerderheidsaandeelhouder te betalen uitkoop prijs.⁶⁴ In het navolgende zal ik ingaan op een drietal van deze benaderingen, te weten 1) de benadering waarbij bij het vaststellen van de uitkoop prijs geen rekening wordt gehouden met de schade toebrengende handelingen en de minderheidsaandeelhouder een afzonderlijke procedure zal moeten starten op grond van ongerechtvaardigde verrijking of onrechtmatige daad; 2) de benadering waar bij de vaststelling van de uitkoop prijs rekening wordt gehouden met de vorderingen van de vennootschap (op derden of op de uitkoper); en 3) de benadering waarbij de Ondernemingskamer bij de prijsvaststelling rekening houdt met het mogelijke effect van nadelige, want onzakelijke, transacties van de vennootschap met aan de uitkoper verbonden entiteiten.⁶⁵ Daar waar bij de eerste benadering de oplossing wordt gezocht buiten de uitkoopprocedure, ligt bij de andere twee benaderingen de oplossing binnen de uitkoopprocedure.

58. Tussenaarrest OK: Hof Amsterdam (OK) 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink. Eindarrest OK: Hof Amsterdam (OK) 5 februari 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:276, *JOR* 2019/105, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

59. Het primaire verweer van Paabumets bestond uit de onbevoegdheid van de Ondernemingskamer dan wel de niet-ontvankelijkheid van Warzecha, vanwege een vermeende afspraak over de waarde van de aandelen. Het subsidiaire verweer van Paabumets hield in dat de prijs voor de aandelen zou worden vastgesteld op het vermeende met Warzecha afgesproken bedrag voor de aandelen van € 320.000.

60. Hof Amsterdam (OK) 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, r.o. 3.14, *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink.

61. Idem.

62. Hof Amsterdam (OK) 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, r.o. 3.15-3.16, *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink.

63. HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten.

64. Conclusie B.F. Assink, ECLI:NL:PHR:2020:450, randnummers 3.8-3.14 bij HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten.

65. Andere door Assink genoemde benaderingen zijn de verschuiving van de peildatum naar een datum voor de schade toebrengende handelingen, gelijktijdige toepassing van de geschillenregeling met de daarin opgenomen billijke verhoging (art. 2:343 lid 4 BW; hiervoor dient de minderheidsaandeelhouder een afzonderlijke uitredingsvordering in te stellen waarbij opmerking verdient dat de Ondernemingskamer in dat geval behoudens vrijwillige prorogatie niet functioneert als rechter in eerste aanleg) en tot slot analoge toepassing van de billijke verhoging van art. 2:343 lid 4 BW bij de prijsbepaling in de uitkoopprocedure. Vgl. M.N. van Dam & T.P. de Jong, 'Waardering van wanbeleid', *TOP* 2015/376 (afl. 4), p. 44-50.

4.2.1. Een separate procedure tot schadevergoeding

Spreekt de uitgekochte minderheidsaandeelhouder *een derde* (bijvoorbeeld een bestuurder) in een afzonderlijke procedure aan op grond van onrechtmatige daad, dan stuit deze vordering in beginsel af op de *Poot/ABP*-doctrine. Slechts indien sprake is van een specifieke zorgvuldigheidsnormschending jegens de minderheidsaandeelhouder en er in het concrete geval geen voldoende zwaarwegende argumenten (meer) zijn die zich tegen vergoeding verzetten, zou de voormalige aandeelhouder een rechtstreeks vorderingsrecht kunnen hebben op de derde. Als de aansprakelijke derde op een later moment nog schadevergoeding moet betalen aan de vennootschap, is het de uitkopende meerderheidsaandeelhouder die hiervan profiteert.

Bepleit zou daarom kunnen worden dat de uitgekochte minderheidsaandeelhouder, na de uitkoopprocedure waarin geen rekening is gehouden met de door deze minderheidsaandeelhouder geleden afgeleide schade, een vordering uit hoofde van ongerechtvaardigde verrijking heeft op de uitkopende meerderheidsaandeelhouder. De uitkopende meerderheidsaandeelhouder is ongerechtvaardigd verrijkt, omdat bij de prijsbepaling van de aandelen die hij van de minderheidsaandeelhouder overnam, geen of onvoldoende rekening is gehouden met de vorderingen van de vennootschap op de derde.⁶⁶ In de verhouding tot de uitkoper vormt de *Poot/ABP*-doctrine in dit geval, waarin de vennootschap een vordering heeft op een derde, geen beletsel voor een vordering tot schadevergoeding.⁶⁷

Indien sprake is van een vrijwillige verkoop door de minderheidsaandeelhouder, komt de door die aandeelhouder tijdens zijn aandeelhouderschap geleden schade na de verkoop mijns inziens niet langer voor vergoeding in aanmerking. Bij de verkoop had hij de vordering van de vennootschap immers kunnen laten meespelen bij de bepaling van de koopprijs. Is sprake van een beursvennootschap, dan is verdiscontering van de mogelijke vordering van de vennootschap in de koopprijs waarschijnlijk in de praktijk niet mogelijk. Maar ook dan geldt dat de minderheidsaandeelhouder er ook voor had kunnen kiezen de aandelen niet te verkopen, zodat de schade niet definitief ten laste van zijn vermogen zou zijn gekomen. Dit ligt anders indien sprake is van een gedwongen verkoop, zoals bij de uitkoopprocedure. In dat geval wordt de minderheidsaandeelhouder immers gedwongen zijn aandelen te verkopen tegen een prijs die hij niet zelf kan bepalen.⁶⁸

Wat nu indien de uitkopende meerderheidsaandeelhouder ook degene is die de schade aan de vennootschap heeft toegebracht? Ervan uitgaande dat de schade van de min-

derheidsaandeelhouder na uitkoop nog steeds als afgeleide schade kwalificeert (waarover hierna), heeft de minderheidsaandeelhouder ook na uitkoop in beginsel geen rechtstreeks vorderingsrecht op grond van onrechtmatige daad op de uitkoper. De *Poot/ABP*-doctrine staat hier als gezegd aan in de weg. Het is de vraag of een vordering uit hoofde van onrechtvaardigde verrijking in een dergelijke situatie wel mogelijk is. Het enkele feit dat de vordering tot schadevergoeding is gebaseerd op ongerechtvaardigde verrijking in plaats van onrechtmatige daad, is geen reden om de *Poot/ABP*-doctrine niet meer toe te passen. Indien in dit geval uit hoofde van ongerechtvaardigde verrijking schadevergoeding wordt betaald door de meerderheidsaandeelhouder aan de minderheidsaandeelhouder, kan bijvoorbeeld nog steeds sprake zijn van crediteurenbenadeling, wanneer de uitkoper na betaling van de schadevergoeding onvoldoende verhaal biedt voor de vennootschap.

Door Kroeze is betoogd dat de door de minderheidsaandeelhouder definitief geleden schade het gevolg is van de gedwongen verkoop van de aandelen voor een te lage prijs, waarbij niet of onvoldoende rekening is gehouden met de vordering van de vennootschap op degene die de schade aan het vennootschapsvermogen heeft toegebracht. De schade die resteert na een verkoop van de aandelen voor een te lage prijs (waarin de vordering van de vennootschap dus niet of voor een te laag bedrag is meegenomen bij de waardebeoordeling) is geen rechtstreeks gevolg meer van de aan de vennootschap toegebrachte schade, maar is veeleer het gevolg van een te lage verkoopprijs.⁶⁹ Dit geldt zowel indien de vennootschap een vordering heeft op een derde alsook indien de vennootschap een vordering heeft op een (uitkopende) aandeelhouder. Het causale verband tussen de schade toebrengende handeling jegens de vennootschap en de afgeleide schade van de aandeelhouder wordt volgens Kroeze doorbroken door de tussenstap van de vervreemding van de aandelen, dusdanig dat deze 'vervreemding als enige rechtens relevante oorzaak van de schade van de voormalige aandeelhouder moet gelden'.⁷⁰ Dit neemt niet weg dat de schade wel ontstaan is als afgeleide schade. Echter, na de (gedwongen) vervreemding is de schade die overblijft het rechtstreeks gevolg van de vervreemding. Omdat na de gedwongen vervreemding geen sprake meer is van afgeleide schade, staat volgens Kroeze de *Poot/ABP*-doctrine niet in de weg aan een vordering op grond van ongerechtvaardigde verrijking, ook niet indien de overnemende aandeelhouder degene is geweest die schade heeft toegebracht aan de vennootschap.⁷¹ Stelt de minderheidsaandeelhouder een vordering tot schadevergoeding in op grond van ongerechtvaardigde verrijking tegen de uitkopende meerderheidsaandeelhouder, dan zal in die procedure

66. Kroeze 2004, p. 89.

67. Vgl. D.J.F.F.M. Duynstee annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, *Ondernemingsrecht* 2017/30, p. 183-184 en Duynstee & De Smet 2017, p. 200-203. Zie ook: T. Salemink annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, *JOR* 2016/271.

68. Vgl. HR 2 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2365, *NJ* 1997/662, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kip/Rabobank*). Zie ook de noot van M.J. Kroeze bij HR 2 november 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3671, *Ondernemingsrecht* 2008/13, m.nt. M.J. Kroeze (*Kessock/SFT*).

69. Kroeze 2004, p. 79-80. Zie ook A-G Hartlief 11 september 2020, ECLI:NL:PHR:2020:960 (*X/Rabobank*), § 3.7 en voetnoot 20 van deze conclusie.

70. Kroeze 2004, p. 80.

71. Kroeze 2004, p. 85-87 en 92.

alsnog de waarde van de vordering van de vennootschap op de meerderheidsaandeelhouder of de derde moeten worden vastgesteld of geschat.

Een duidelijk voordeel van deze eerste benadering is dat de uitkoopprocedure sneller en eenvoudiger verloopt indien met eventuele vorderingen van de vennootschap op de meerderheidsaandeelhouder of op derden geen rekening wordt gehouden. Uit de parlementaire geschiedenis is op te maken dat de uitkoopprocedure met name een recht is van de meerderheidsaandeelhouder en dat de uitkoopregeling het kan stellen zonder moeilijke afweging van belangen.⁷² Over de eventuele schadevergoeding kan vervolgens in een aparte procedure worden geprocedeerd in twee feitelijke instanties met meer procedurele waarborgen omtrent de vaststelling van de schade dan bij de uitkoopprocedure. Deze benadering is in mijn optiek dogmatisch dan ook het meest ‘zuiver’. Men kan het doen met het vaststellen van de uitkoopprijs per peildatum, zonder daarbij allerlei aannames te hoeven maken of te abstraheren van bepaalde voor de vennootschap nadelige handelingen. Daarbij doemt echter wel het gevaar dat uiteindelijk een prijs wordt vastgesteld die niet meer ‘reasonably related’ is aan de ‘werkelijke’ waarde van het aandeel, zoals ook duidelijk wordt onderkend door de Ondernemingskamer in de *Xeikon*-procedure.

4.2.2. Begroting van mogelijke vordering van de vennootschap

De tweede benadering die door Assink wordt voorgesteld is de benadering die de Ondernemingskamer lijkt te volgen in de arresten *DIM Vastgoed* en *Xeikon*. In deze benadering wordt bij de vaststelling van de uitkoopprijs rekening gehouden met de vorderingen van de vennootschap op derden of op de uitkoper.⁷³ De moeilijkheid bij deze benadering is dat reeds in de uitkoopprocedure een (eerste) oordeel gegeven moet worden over de onrechtmatigheid van het handelen van de derde of de uitkoper. Hoewel een oordeel uit bijvoorbeeld de enquêteprocedure over de verantwoordelijkheid voor het geconstateerde wanbeleid bij dat eerste oordeel behulpzaam kan zijn, brengt verantwoordelijkheid voor wanbeleid nog niet per definitie aansprakelijkheid met zich.⁷⁴ De uitkoopprocedure is voor een oordeel over de onrechtmatigheid van het handelen eenvoudigweg een stuk minder geschikt dan een reguliere procedure. Wanneer slechts sprake is van één feitelijke instantie, zal een derde gewoonlijk geen

partij zijn in de procedure en is er minder ruimte voor het partijdebat.⁷⁵ Dit terwijl bijvoorbeeld in het kader van de invoering van de billijke verhoging van artikel 2:343 lid 4 BW expliciet door de wetgever is gekozen voor twee feitelijke instanties:

‘De keuze voor een procedure in twee feitelijke instanties hangt samen met de door het wetsvoorstel geopende mogelijkheid dat de rechter in het kader van de geschillenregeling tevens kennisneemt van samenhangende (schade)vorderingen (voorgestelde artikelen 336 lid 5 en 343 lid 4). Tegen die vorderingen staat veelal hoger beroep open. Dit is gerechtvaardigd vanwege het ingrijpende karakter van een schadevordering voor (het vermogen van) de gedaagde. Dit verhoudt zich niet tot een procedure waarin de vordering tot uitstoting of uittreding in één feitelijke instantie zou worden afgedaan. Zou de geschillenregeling worden beperkt tot één feitelijke instantie, dan zou de mogelijkheid om schadevorderingen in de procedure te betrekken uit het wetsvoorstel geschrapt moeten worden.’⁷⁶

4.2.3. Abstraheren van de gevolgen van schade toebrennende handelingen

Bij de derde benadering houdt de rechter bij de prijsvaststelling rekening met het mogelijke effect van nadelige, want onzakelijke, transacties van de vennootschap met aan de uitkoper verbonden entiteiten. Volgens Assink is dit ook primair de benadering die de Ondernemingskamer in *Sirova* heeft toegepast, hoewel daarin ook elementen uit andere benaderingen voorkomen.⁷⁷ Enigszins welwillend gelezen is dit ook de benadering waar de Hoge Raad vanuit lijkt te gaan wanneer hij overweegt dat de aard en strekking van artikel 2:201a BW zich er niet tegen verzetten dat de rechter, met het doel te komen tot een reële en redelijke vergoeding, bij het vaststellen van de prijs van de over te dragen aandelen, ‘abstraheert van de gevolgen van handelingen van de uitkopende aandeelhouder die hebben plaatsgevonden voor de in art. 2:201a lid 5 BW bedoelde dag en die de waarde van de aandelen ten nadele van de uit te kopen aandeelhouder(s) hebben vermindert’.⁷⁸

Ook bij deze benadering spelen de hiervoor genoemde bezwaren van het gebrek aan twee feitelijke instanties en een voldragen partijdebat, alsmede het voorbijgaan aan het gedragsneutrale karakter van de uitkoopregeling.

72. *Kamerstukken I* 1987/88, 18904, nr. 41a, p. 1.

73. Zie ook Kroeze 2004, p. 84-85 in samenhang met Kroeze 2004, p. 92-93. Het moet dan gaan om een reële vordering die verhaalbaar is, hoewel het mij redelijk lijkt te abstraheren van de verwachting of de vennootschap een vordering tegen de aansprakelijke derde zal instellen indien de derde en de uitkopende aandeelhouder dezelfde persoon zijn of aan elkaar zijn gelieerd.

74. Vgl. HR 8 april 2005, ECLI:NL:HR:2005:AS5010, *NJ* 2006/443, m.nt. G. van Solinge (*Laurus*).

75. Zie ook O. Danismant, ‘De uitkoopprocedure en afgeleide schade. Billijke verhoging in de uitkoopprocedure: the law is on the move’, *O&F* 2020, afl. 3, p. 104-106.

76. *Kamerstukken II* 2008/09, 31058, nr. 6, p. 23. Belangrijk om te vermelden is dat inmiddels ook door de wetgever wordt gezien of de geschillenregeling van art. 2:343 BW in één feitelijke instantie kan worden vormgegeven. Zie *Kamerstukken II* 2018/19, 29752, nr. 12, p. 7-8.

77. Zo overwoog de Ondernemingskamer in haar tussenarrest van 5 juli 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2676, r.o. 3.14, *JOR* 2016/271, m.nt. T. Salemink, dat sprake was van onrechtmatig handelen van de meerderheidsaandeelhouder jegens de vennootschap en tegen de minderheidsaandeelhouder. Ook overwoog de Ondernemingskamer in haar eindarrest dat het in de situatie van *Sirova* voor de hand lag een parallel te trekken met *de ratio* van de billijke verhoging als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW (hetgeen neigt naar analoge toepassing).

78. HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, r.o. 3.2, *NJ* 2020/418 (*Sirova*). Kritisch hierover: S.M. Bartman in zijn annotatie bij HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, *AA* 2021, p. 168-174.

4.2.4. *De benaderingen Xeikon en Sirowa in verhouding tot het leerstuk van afgeleide schade*

Tegelijk met deze bezwaren zijn er ook duidelijke voordelen aan de door de Ondernemingskamer gehanteerde benaderingen in *Xeikon* en *Sirowa*. Deze zien met name op de processuele redelijkheid. Het is namelijk de vraag of van een uitgekochte minderheidsaandeelhouder, die zelf niet voor uitkoop heeft gekozen, verwacht mag worden dat hij, na eerst zijn eigendomsrecht te verliezen, vervolgens wellicht jaren gaat procederen om een redelijke vergoeding te krijgen, met alle proces- en verhaalsrisico's van dien. Dit geldt des te meer indien de uitkoper ook degene was die de schade toebrengt. Toch is het nu juist de vraag of aansprakelijkheid bestaat voor schade en zo ja, wat de omvang van die schade is. Voor de vaststelling van deze elementen is de uitkoopprocedure niet geschikt.

Het dilemma van de Ondernemingskamer (en de Hoge Raad in *Sirowa*) is tastbaar en begrijpelijk. Het feit dat de uitkoopprijs zoals gezegd 'reasonably related' moet zijn aan de waarde van de aandelen lijkt in sommige sprekende gevallen als *Xeikon* en *Sirowa* in contrast te staan met de uitkoopprocedure an sich, die naar haar aard niet geschikt lijkt voor de vaststelling van vorderingen van de vennootschap op derden of het abstraheren van schade toebrengende handelingen. De dogmatische basis voor het *de facto* meenemen van afgeleide schade bij de prijsbepaling lijkt in de uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad de vrijheid te zijn die de rechter heeft om tot een prijs te komen die 'reasonably related' is aan de waarde van de aandelen. Bij de bepaling van die prijs zou het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn om geen rekening te houden met vorderingen van de vennootschap op derden of met de benadelende handelingen van de uitkoper. Deze vorderingen of gedragingen mogen bij de prijsbepaling worden betrokken, voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure. Dit brengt mee dat in de uitkoopprocedure dus niet wordt vastgesteld dat onrechtmatig is gehandeld door bijvoorbeeld de uitkoper of de derde. Het gaat veeleer om een 'voorschot' op een mogelijke schadevergoeding om te komen tot een prijs die 'reasonably related' is aan de 'werkelijke' waarde van het aandeel, hoewel die werkelijke waarde dus eigenlijk pas vaststaat nadat zou zijn beslist op de vordering van de vennootschap op de derde of de uitkoper.⁷⁹

Daar waar de benadering van de Ondernemingskamer in *Sirowa* meer gericht lijkt op het geval dat degene die de (afgeleide) schade heeft toegebracht en de uitkoper een en dezelfde partij zijn, ziet de benadering in *Xeikon* eerder op het geval van een mogelijk aansprakelijke derde. Zijn uitkoper en degene die de schade toebrengt dezelfde partij, dan is er ook eerder een rechtvaardiging om, zoals

bij *Sirowa*, door middel van het abstraheren van de gevolgen van schade toebrengende handelingen van de uitkoper, voorbij te gaan aan een beweerdelijke verjaring van de vordering van de vennootschap op de uitkoper.⁸⁰ Het is immers de uitkoper zelf die kon verhinderen dat een vordering werd ingesteld.

Hoe verhouden de benaderingen van *Xeikon* en *Sirowa* zich tot het leerstuk van afgeleide schade en de *Poot/ABP*-regel? Zoals gezegd zou de minderheidsaandeelhouder, indien bij de bepaling van de uitkoopprijs geen rekening wordt gehouden met de afgeleide schade, deze schade na uitkoop op grond van ongerechtvaardigde verrijking kunnen verhalen op de uitkoper, in ieder geval indien de uitkoper en aansprakelijke derde niet dezelfde (rechts)persoon zijn. De *Poot/ABP*-regel staat hier mijns inziens niet aan in de weg. Het is de uitkoper die profiteert van de te lage uitkoopprijs, uiteraard mits de vennootschap ook succesvol een vordering instelt en haar schade vergoed krijgt. Zolang de minderheidsaandeelhouder echter nog aandeelhouder is, dient zijn schade beschouwd te worden als afgeleide schade. Door het meenemen van mogelijke vorderingen van de vennootschap bij de prijsbepaling of het abstraheren van de gevolgen van schade toebrengende gedragingen van de uitkoper op de prijs van de aandelen, blijft de rechter formeel buiten het leerstuk van *Poot/ABP*.⁸¹ Daarbij komt dat de Hoge Raad in het arrest *Potplantenkwekerij* overweegt dat de *Poot/ABP*-regels uitsluitend zien 'op het geval dat onrechtmatig is gehandeld of wanprestatie is gepleegd jegens een vennootschap, en de aandeelhouder vergoeding van zijn afgeleide schade vordert'.⁸² Ook door Assink wordt benadrukt dat dit niet dezelfde context is als het geval waarin een meerderheidsaandeelhouder tegen een minderheidsaandeelhouder op grond van de uitkoopprocedure overdracht van de door de minderheidsaandeelhouder gehouden aandelen vordert.⁸³ De gedachten die aan de *Poot/ABP*-doctrine ten grondslag liggen, en die deze regels rechtvaardigen doen zich ook niet, of in veel mindere mate voor. Het meenemen van eventuele vorderingen van de vennootschap of de gedragingen van de meerderheidsaandeelhouder in de prijs die de *meerderheidsaandeelhouder* moet betalen, zorgt niet voor crediteurenbenadeling indien degene die de schade aan de vennootschap toebrengt een derde is. Het vermogen van de vennootschap verandert dan door de uitkoop niet. Is degene die de schade toebrengt de uitkoper, dan ligt dit ingewikkelder. Dan kan zich immers het geval voordoen waarin de uitkoper na betaling van de uitkoopprijs onvoldoende verhaal biedt voor de vennootschap (en dus voor diens schuldeisers). Tevens kan sprake zijn van een rangordewissel tussen de meerderheidsaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouder ten koste van de meerderheidsaandeelhouder, maar dit is enkel het gevolg van de door de

79. Vgl. de overweging van de Ondernemingskamer in het *Xeikon*-eindarrest dat verdiscontering van het wanbeleid in de uitkoopprijs, geen afbreuk doet aan enige vordering van enige partij tot vergoeding van de (daarboven uitstijgende) schade. Hof Amsterdam 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684, r.o. 2.26, *JOR* 2019/104, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

80. Vgl. Van Vught 2020, p. 310.

81. Vgl. Van den Ingh in de noot bij Hof Amsterdam (OK) 19 november 1998, *JOR* 1999/138, m.nt. F.J.P. van den Ingh.

82. HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, r.o. 3.4.2, *NJ* 2021/176, m.nt. G. van Solinge (*Potplantenkwekerij*).

83. Conclusie B.F. Assink, ECLI:NL:PHR:2020:450, voetnoot 209 bij HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, *JOR* 2021/108, m.nt. C.D.J. Bulten (*Sirowa*).

meerderheidsaandeelhouder geëntameerde uitkoopprocedure. Het gaat hier met andere woorden om een vrijwillige rangwissel tussen de aandeelhouders. Verder beperkt het meenemen van afgeleide schade in de uitkoopprijs het risico op een ‘cascade’ aan individuele procedures tegen de mogelijk aansprakelijke derde. Na voltooiing van de uitkoopprocedure is er nog maar een aandeelhouder. Hoe zit het met het risico op dubbele schadevergoeding? Als de aansprakelijke derde op een later moment nog schadevergoeding moet betalen aan de vennootschap, is het de uitkopende aandeelhouder die hiervan indirect profiteert. Heeft de minderheidsaandeelhouder resterende schade die hij niet vergoed heeft gekregen bij de betaling van de uitkoopprijs, dan zal hij die schade in een aparte procedure wellicht kunnen verhalen op de meerderheidsaandeelhouder op grond van ongerechtvaardigde verrijking. Spreekt deze aandeelhouder de derde aan dan stuit deze vordering in beginsel alsnog af op de *Poot/ABP*-doctrine.

Een duidelijk gevaar van de benaderingen van *Xeikon* en *Sirova* is dat minderheidsaandeelhouders voortaan vrijwel standaard beweerdelijk schadelijk handelen ter discussie zouden kunnen stellen in het kader van de uitkoopprocedure.⁸⁴ Dit zou kunnen leiden tot langere en complexere uitkoopprocedures.⁸⁵ Daarbij zou ik wel willen wijzen op het voorbehoud dat de Ondernemingskamer tot nog toe heeft gemaakt: de (de facto) afgeleide schade kan slechts bij de prijsbepaling worden betrokken, *voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure*. Gaat het om complexe procedures, dan zou een aparte procedure na afronding van de uitkoopprocedure meer voor de hand liggen dan het meenemen van vorderingen of gedragingen bij de prijsbepaling.

Tot slot zou ik nog willen wijzen op de volgende (mogelijk onbedoelde) consequenties van de benaderingen in *Xeikon* en *Sirova*.⁸⁶ Een eerste consequentie zou kunnen zijn dat aandeelhouders de prikkel krijgen een openbaar bod *niet* te accepteren en te wachten op de uitkoopprocedure. Via het openbaar bod krijgen zij hun afgeleide schade namelijk niet vergoed, terwijl zij die via de uitkoopprocedure eventueel wel vergoed krijgen. Dit kan op zijn beurt weer tot gevolg hebben dat de bieder de prikkel krijgt om bij de prijs van het openbaar bod rekening te houden met een vordering van de vennootschap op de derde, waardoor de aandeelhouders via de prijs van het openbaar bod hun afgeleide schade alsnog vergoed krijgen. Een tweede consequentie zou kunnen zijn dat de uit te kopen minderheidsaandeelhouder een aandeelhouder is die zijn aandelen (geheel of gedeeltelijk) heeft gekocht na het intreden van de afgeleide schade. Wordt deze minderheidsaandeelhouder vervolgens via een uitkoopprocedure uitgekocht en wordt, zoals bijvoorbeeld in *Xeikon*, bij de waardebepaling van de aandelen rekening gehouden met de vorderingen van de vennootschap op de schade toebrennende partij, dan krijgt deze minder-

heidsaandeelhouder een vergoeding van afgeleide schade die hij niet heeft geleden. De uitkomst zou in dit geval anders zijn indien de ‘*Xeikon*-doctrine’ niet zou worden toegepast. Alsdan zou deze minderheidsaandeelhouder namelijk geen vordering hebben op grond van ongerechtvaardigde verrijking, aangezien hij niet is verarmd.

5. Conclusie

Wil afgeleide schade voor vergoeding in aanmerking komen, dan dient het aan het slot van paragraaf 2 uiteengezette schema doorlopen te worden. Daarbij is het in eerste instantie van belang of eigenlijk wel sprake is van afgeleide schade. Is namelijk geen sprake van afgeleide schade, maar van directe schade, dan komt deze schade voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking indien aan de gewone aansprakelijkheids- en schadevergoedingsregels is voldaan. Ook indien wel sprake is van afgeleide schade, maar geen sprake is van een situatie waarin onrechtmatig is gehandeld jegens de vennootschap komt men niet toe aan toepassing van de *Poot/ABP*-doctrine. Het *Potplantenkwekerij*-arrest is hier een duidelijk voorbeeld van. Is wel sprake van een normschending jegens de vennootschap en lijdt de aandeelhouder afgeleide schade, dan geldt in principe dat deze schade niet voor rechtstreekse vergoeding in aanmerking komt, tenzij jegens die aandeelhouder een specifieke zorgvuldigheidsnorm is geschonden en er ook overigens geen zwaarwegende argumenten zijn om de aandeelhouder van rechtstreekse schadevergoeding af te houden. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een liquide vennootschap met een klein aantal aandeelhouders, waarbij bijvoorbeeld vaststaat dat (het bestuur van) de vennootschap heeft besloten om zelf niet over te gaan tot het verhalen van de door haar geleden schade.

De uitkoopregeling is gegrond op de gedachte dat het voortdurende aandeelhouderschap van kleine minderheden voor de meerderheidsaandeelhouder kosten en andere bezwaren met zich brengt die niet zonder gedwongen uitkoop kunnen worden opgelost. De uitkoopprocedure zou een eenvoudige procedure moeten zijn om de minderheid uit te kopen. Wel heeft daarbij als uitgangspunt te gelden dat de vast te stellen prijs in een redelijke verhouding staat tot de waarde van de aandelen. De Hoge Raad spreekt van de toekenning van een ‘reële en redelijke vergoeding’. Kan het *niet* meenemen van vorderingen van de vennootschap op derden die schade hebben toegebracht aan de vennootschap of het *niet* rekening houden met gedragingen die de waarde van de aandelen ten nadele van de uit te kopen minderheidsaandeelhouders hebben verminderd, leiden tot een situatie dat geen sprake meer is van een prijs ‘reasonably related’ aan de waarde van de aandelen? Het lijkt mij met name die gedachte die de Hoge Raad heeft bewogen om in *Sirova* zijn goedkeuring te geven aan het abstraheren van de gevolgen van handelingen van de uitkopende aandeelhouder die de waarde van de aandelen hebben verminderd. Hoe het specifiek

84. De noot van D.J.F.F.M. Duynstee bij Hof Amsterdam (OK) 5 februari 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:276, *JOR* 2019/105, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

85. S.M. Bartman in zijn annotatie bij HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, *AA* 2021, p. 168-174.

86. Deze inzichten zijn tot stand gekomen via een constructieve beraadslaging tussen Arnoud Pijs en mijn persoon, waarvoor nogmaals hartelijk dank.

zit met het meenemen van vorderingen op derden bij de prijsbepaling weten wij nog niet, maar gelet op de manier van formuleren ('[d]e rechter komt bij de keuze voor een waardebegrip of een wijze van waardevaststelling vrijheid toe.'), lijkt het erop dat de Hoge Raad ook met een dergelijke wijze van prijsvaststelling geen probleem zou hebben.

Hoewel de arresten *Xeikon* en *Sirova* strikt genomen niet onder de *Poot/ABP*-doctrine vallen, lijkt het op het eerste gezicht toch opmerkelijk dat een aandeelhouder, eenmaal in een uitkoopsituatie aanbeland, zoveel eenvoudiger zijn afgeleide schade vergoed kan krijgen, ook al gaat het meer om een 'voorschot' dan om daadwerkelijke schadevaststelling en de vergoeding van die schade. Ook een voorschot impliceert immers dat er een recht bestaat op schadevergoeding. Mijns inziens kan de 'extra' vergoeding die de meerderheidsaandeelhouder moet betalen aan de minderheidsaandeelhouder beter gezien worden in het licht van de ongerechtvaardigde verrijking die zou kunnen optreden indien de meerderheidsaandeelhouder aandelen zou verkrijgen tegen een te lage prijs. Ik heb betoogd dat ook indien er bij de bepaling van de uitkoop prijs geen rekening gehouden zou zijn met eventuele vorderingsrechten van de vennootschap, de ex-aandeelhouder na de uitkoop een vordering op grond van ongerechtvaardigde verrijking zou kunnen hebben op de meerderheidsaandeelhouder, indien de meerderheidsaandeelhouder en degene die de schade aan de vennootschap heeft toegebracht *niet* dezelfde partij zijn. De *Poot/ABP*-doctrine staat aan een dergelijke vordering mijns inziens niet in de weg. Zijn de uitkopende meerderheidsaandeelhouder en degene die de schade aan de vennootschap heeft toegebracht *wel* dezelfde partij, dan is het antwoord op de vraag of de minderheidsaandeelhouder ook in deze situatie op grond van ongerechtvaardigde verrijking schadevergoeding kan vorderen van de meerderheidsaandeelhouder minder eenduidig. Dit antwoord is namelijk mede afhankelijk van het antwoord op de vraag of de schade die na de uitkoopprocedure resteert, nog als afgeleide schade moet worden aangemerkt, of dat deze resterende schade (door de gedwongen vervreemding) na de uitkoopprocedure rechtstreekse schade is geworden.

Wil de minderheidsaandeelhouder de meerderheidsaandeelhouder aanspreken op grond van ongerechtvaardigde verrijking, dan zal tevens vast moeten komen te staan dat de meerderheidsaandeelhouder ook daadwerkelijk is verrijkt. Om tot de conclusie te komen dat de meerderheidsaandeelhouder daadwerkelijk is verrijkt, zal alsnog een oordeel geveld moeten worden over de vordering die de vennootschap heeft op degene die de schade aan de vennootschap heeft toegebracht. Daarmee wordt de vraag of 'afgeleide schade' in de uitkoopprocedure voor vergoeding in aanmerking komt, veeleer een vraag naar de wenselijkheid om bij de prijsbepaling in de uitkoopprocedure al vooruit te lopen op een mogelijke separate procedure op grond van ongerechtvaardigde verrijking. De Ondernemingskamer en de Hoge Raad zien deze wenselijkheid om te kunnen komen tot een prijs die 'reasonably related' is aan de waarde van het aandeel, maar wel *voor zover dat verenigbaar is met de aard en*

strekking van de uitkoopprocedure. Een praktische oplossing, waarvan de dogmatische onderbouwing nog in ontwikkeling is.