



TUSSEN FLEXIBILITEIT EN RECHTSZEKERHEID:

PRIJSVASTSTELLING BIJ AANDEELHOUDERSGESCHILLEN

Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de rechterlijke toetsing van prijsbepalingsregels in de rechtstelsels van Nederland, Duitsland en Delaware

M.R. Tjon Akon

Universiteit van Amsterdam

Scriptie ter voltooiing van de LL.M. Privaatrechtelijke rechtspraak

Begeleider: Prof. mr. H.J. de Kluiver

Juli 2013

Inhoud

Hoofdstuk 1 – Inleiding.....	5
§1.1 Inleiding	5
§1.2 Probleemstelling en deelvragen	7
Hoofdstuk 2 - De geschillenregeling in Boek 2 BW	8
§2.1 Inleiding	8
§2.2 Uitgangspunten van de Flex-bv en de geschillenregeling.....	8
§2.2.1. De Flex-bv.....	8
§2.2.2 De geschillenregeling	8
§2.3 Het uittreedrecht en de prijsbepalingsprocedure in de geschillenregeling	9
§2.3.1 Subsidiariteit van de wettelijke regeling.....	9
§2.3.2 Artikel 2:337 lid 1 BW: 'onmogelijk of uiterst bezwaarlijk'	10
§2.3.4 De vordering tot uittreding: artikel 2:343 BW	11
§2.3.4.1 Degradatie van betrokkenheid door gewijzigde omstandigheden	12
§2.3.4.2 Gedragingen in strijd met vennootschapsrechtelijke regels	13
§2.3.4.3 Verwijtbaar onrechtmatig handelen	13
§2.3.4.4 Deadlock	14
§2.3.5 Connexe vorderingen: schadevergoeding	14
§2.4 De prijsbepalingsprocedure.....	14
§2.4.1 Procedure	15
§2.4.3 Waardering van de aandelen	16
§2.4.3.1 Waarderingsmethoden	16
§2.4.3.2 Peildatum	17
§2.4.4. Correctie door de rechter: 'billijke verhoging'	18
§2.4.5. Nadeelcompensatie door tijdsverloop.....	19
§2.5 Conclusie	19
Hoofdstuk 3 - Prijsvaststelling door partijen en rechterlijke toetsing	20
§3.1 Inleiding	20
§3.2 Een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling.....	20
§3.3 Economische functie	21
§3.4 Waarderingsmethoden	23
§3.4.1 Waardering op basis van de kasstromen.....	24
§3.4.2 Waardering op basis van de (verwachte) winst	25

§3.4.3 Waardering op basis van de activa.....	25
§3.5 Structuur van een prijsbepalingsregeling.....	27
§3.6 Toetsing door de geschillenrechter	27
§3.7 Conclusie	30
Hoofdstuk 4 – Toetsing van prijsbepalingsregels: jurisprudentie	31
§4.1 Inleiding	31
§4.2 De discrepantie tussen prijs en waarde.....	31
§4.2.1 Rechtspraak: <i>Ramsley, Hoffmann</i> en <i>Ninoju</i>	31
§4.2.2 Literatuur.....	33
§4.3 Discrepantie tussen prijs en waarde bij toepassing	34
§4.3.1 Rechtspraak.....	34
§4.3.2 Literatuur.....	36
§4.4 Gedragingen van aandeelhouders	36
§4.4.1 Rechtspraak: <i>Newton 21</i>	37
§4.4.2 Literatuur: verwijtbaarheid	38
§4.4.3 Verwijtbare gedragingen	38
§4.4.4 Niet-verwijtbare gedragingen en overige omstandigheden	40
§4.5 Stellingname	40
Hoofdstuk 5 – Rechterlijke toetsing van prijsvaststelling in Delaware.....	42
§5.1 Inleiding	42
§5.2 Het rechtstelsel van Delaware.....	42
§5.2.1 Rechtsbronnen.....	42
§5.2.2 De corporation	43
§5.3 Contractuele basis van geschillenregelingen.....	43
§5.4 Prijsbepalingsregels	44
§5.4.1 Totstandkoming.....	44
§5.4.2 Toetsingskader.....	45
§5.5 Jurisprudentie	46
§5.5.1 Discrepantie bij totstandkoming: <i>Lawson v. Household Finance Corporation</i>	46
§5.5.2 Unconscionability: <i>Kayne v. Barry Klassman</i>	46
§5.5.3 Discrepantie bij toepassing: <i>Mitchell Associates</i> en <i>Shields v Shields</i>	48
§5.5.4 Fiduciary duties: <i>Blaustein v. Lord Baltimore Capital</i>	49
§5.5.5 Good faith and fair dealing: <i>Nemec v. Schrader</i>	51

§5.6 Conclusie	52
Hoofdstuk 6 – Toetsing van prijsbepalingsregels in Duitsland	54
§6.1 Inleiding	54
§6.2 De Gesellschaft mit beschränkter Haftung.....	54
§6.3 Uittreed- en uitstootrechten	55
§6.3.1 Kündigung en Einziehung	55
§6.3.2 Austrittrecht aus wichtigem Grund.....	55
§6.4 Discrepantie bij totstandkoming: §138(1) BGB	56
§6.5 Onaanvaardbare rechtsuitoefening: §242 BGB	58
§6.5.1 Discrepantie na totstandkoming	58
§6.5.2 Gedragingen van de aandeelhouders	61
§6.6 Rechtsvergelijking	62
§6.7 Conclusie	63
Hoofdstuk 7 – Efficiënte en effectieve prijsvaststelling bij geschillen	65
§7.1 Inleiding	65
§7.2 Efficiëntie en effectiviteit.....	65
§7.3 De noodzaak van rechterlijke interventie	66
§7.5. Bijzondere omstandigheden.....	68
§7.5.1 Discrepantie tussen prijs en waarde bij totstandkoming	68
§7.5.2 Discrepantie tussen waarde en prijs bij uittreding	69
§7.5.3 Verwijtbare gedragingen	70
§7.5.4 Overige omstandigheden van het geval	71
§7.6 Conclusie en aanbevelingen	72
Appendix: Bibliografie	73

Hoofdstuk 1 – Inleiding

§1.1 Inleiding

Bij de oprichting van een vennootschap, hebben de aandeelhouders gemeenschappelijke economische doelstellingen of een gedeelde strategische visie. Na verloop van tijd, kunnen de verhoudingen tussen de aandeelhouders echter verslechteren. In deze gevallen, kunnen er geschillen tussen aandeelhouders ontstaan: geschillen over procedures, geschillen vanwege de verhouding tussen partijen of het beleid van de onderneming.¹ Het mislukken van de samenwerking tussen SEQ International en Eneco in de joint venture SEQ Nederland is een goed voorbeeld van een verslechterde samenwerking. De samenwerking betrof het doen realiseren van innovatie op het gebied van schone energiewinning.² Door impasses in de besluitvorming en de gedragingen van de aandeelhouder werd de centrale doelstelling niet gerealiseerd. Aandeelhoudersgeschillen leiden tot impasses in de besluitvorming, waardoor belangrijke investeringsbeslissingen worden uitgesteld met mogelijke kapitaalvernietiging als gevolg.³ Deze geschillen hebben in een besloten kapitaalvennootschap (verder “**BV**”) verstreckende gevolgen voor de individuele aandeelhouder. Vanwege een relatief beperkt aantal aandeelhouders, afwezigheid van een liquide markt voor de aandelen - omdat de aandelen niet op een beurs worden verhandeld en er door marktimperfecties weinig kopers zich aanbieden – en op de aandelen rustende overdrachtsbeperkingen, heeft de BV een besloten karakter.⁴ De aandeelhouder in een door conflicten geteisterde BV, kan zijn aandelen dus moeizaam overdragen en zijn belang ten gelde maken.⁵ Een efficiënte en effectieve geschillenregeling biedt in deze gevallen uitkomst om het aandeelhouderschap te beëindigen.

Met de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht (verder “**Flex-bv**”) is de geschillenregeling in Boek 2 Burgerlijk Wetboek ingrijpend herzien. Door de vrijheid van inrichting is de kans op geschillen tussen aandeelhouders groter en is het belangrijk dat het wettelijk stelsel voorziet in een regeling die geschillen op efficiënte wijze oplost en waarborgen biedt voor de bescherming van de rechten van aandeelhouders. De voorganger van de huidige geschillenregeling was verre van efficiënt. Met name de benoeming van deskundigen en de prijsvaststelling door de rechter hebben in het verleden gezorgd voor zeer lange procedures en worden gekenmerkt door veel onduidelijkheid omtrent prijsvaststelling van de aandelen. Naast

¹ Neville 2010, p. 251-252.

² Rb. Rotterdam 13 juni 2012, JOR 2013/33 (*SEQ International*).

³ Bulten 2011, p. 4.

⁴ Bachmann et al 2012, p. 4; De Kluiver 2010, p. 20; Easterbrook & Fischel 1986, p. 274.

⁵ Bachmann et al 2012, p. 5; De Kluiver 2010, p. 20.

de wijzigingen in de Flex-bv is de wetgever voornemens een wetsvoorstel voor een bredere herziening van de geschillenregeling in te dienen.⁶

De geschillenregeling is een wettelijke regeling waarmee deze geschillen kunnen worden beëindigd door de gedwongen overname van aandelen ofwel uittreding (2:343 lid 1 BW). Wordt de uittreedvordering toegewezen, dan stelt de rechter de prijs van de aandelen vast nadat een of meer deskundigen een bericht heeft opgesteld over de waarde van de aandelen. De aandeelhouder heeft in beginsel recht op een prijs gelijk aan de waarde in het economisch verkeer van de aandelen, zoals vastgesteld door een onafhankelijke deskundige.⁷ In overeenstemming met het beginsel van flexibiliteit en het beginsel van partijautonomie dat aan de Flex-BV ten grondslag ligt, kunnen de aandeelhouders in plaats van de wettelijke regeling een statutaire of contractuele geschillenregeling vastleggen, die geheel is toegesneden op de economische verhoudingen en de aard van de onderneming. In dit onderzoek staat de prijsbepalingsregeling van een statutaire of contractuele geschillenregeling centraal. In de praktijk wordt in geschillenregelingen zeer frequent gebruik gemaakt van prijsbepalingsregelingen die inhouden dat de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen. Dergelijke prijsbepalingsregelingen zijn toegestaan, maar de rechter dient deze regelingen buiten toepassing te laten, voor zover de toepassing tot een 'kennelijke onredelijke prijs' zou leiden (2:340 lid 3 jo. 2:343 lid 2 BW).⁸

Dit onderzoek spitst zich toe op de concretisering van deze norm in artikel 2:340 lid 3 BW. De inrichtingsvrijheid van de aandeelhouders bij de vormgeving van een prijsbepalingsregeling kan onder omstandigheden op gespannen voet staan met de beschermingsfunctie van de wettelijke geschillenregeling, namelijk de bescherming van de beknelde aandeelhouder. Enerzijds is het wenselijk dat de aandeelhouders de prijsbepalingsregeling kunnen toesnijden op de ondernemingsactiviteiten door te bewerkstelligen dat in de prijs de economische en financiële kosten van de gevolgen van de uittreding of uitstoting aan de aandeelhouder kunnen worden doorberekend. Met een statutaire of contractuele regeling kunnen de aandeelhouders voorzien in zo'n efficiënt en effectief prijsbepalingsmechanisme. Anderzijds kunnen in de omstandigheden van het geval de belangen van de uittredende aandeelhouder door toepassing van de prijsbepalingsregeling onaanvaardbaar worden geschaad.

⁶ *Kamerstukken II*, 2011-2012, 32 426, nr. 24, p. 12.

⁷ Zie *infra* hoofdstuk 2.

⁸ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31058, nr. 3, p. 100 en 103-104.

§1.2 Probleemstelling en deelvragen

Het bovenstaande brengt mij tot de volgende probleemstelling:

Onder welke omstandigheden is het wenselijk dat de rechter de prijsbepalingsregels in een statutaire of contractuele geschillenregeling buiten toepassing laat?

Om antwoord op de probleemstelling te geven, zal in hoofdstuk twee de structuur van de geschillenregeling op hoofdlijnen worden besproken. In hoofdstuk drie wordt uiteengezet hoe prijsvaststelling door partijen geschiedt en hoe de prijsbepalingsregels door de rechter worden getoetst. In hoofdstuk vier staat de toetsing van prijsbepalingsregels door de rechter centraal. In dit hoofdstuk wordt aan de hand van jurisprudentie en de literatuur uiteengezet welke factoren en omstandigheden de rechter in acht neemt bij de toetsing van prijsbepalingsregels aan de redelijkheid en billijkheid in artikel 2:340 lid 3 jo. 2:343 lid 2 BW. In hoofdstuk vijf wordt een externe rechtsvergelijking uitgevoerd, waarbij de Nederlandse regeling wordt vergeleken met de rechterlijke toetsing van prijsbepalingsregels in de staat Delaware. In dat hoofdstuk wordt kort ingegaan op het vennootschapsrecht en het verbintenissenrecht van Delaware, voor zover relevant voor de beantwoording van de onderzoeksvraag. Vervolgens zal worden gezocht of en zo ja, in welke omstandigheden de rechter prijsbepalingsregels buiten toepassing laat en worden de verschillen en overeenkomsten met het Nederlandse recht verklaard. In hoofdstuk zes wordt een tweede rechtsvergelijking uitgevoerd. De Nederlandse regeling wordt met het rechtstelsel van Duitsland vergeleken. Wederom zal worden onderzocht of en zo ja, in welke omstandigheden de prijsbepalingsregels door de rechter buiten toepassing worden gelaten. De keuze voor deze rechtstelsels is gemotiveerd door de structurele verschillen en overeenkomsten tussen deze rechtstelsels en het Nederlandse recht. Het rechtstelsel in Delaware is een *common law* stelsel en verschilt van het Nederlandse *civil law* stelsel, terwijl het Nederlandse en het Duitse recht juist qua structuur overeenkomen. De verwachting is dat door deze rechtstelsels in het onderzoek te betrekken, de analyse kan worden verrijkt. In hoofdstuk zeven wordt de probleemstelling beantwoord en volgen aanbevelingen.

In deze scriptie richt ik mij op de toetsing van prijsbepalingsregels bij uittreding van de aandeelhouder aan de norm in artikel 2:340 lid 3 BW. Buiten beschouwing blijven vraagstukken van procesrechtelijke aard. Daarnaast worden regels met betrekking tot de *betaling* van de prijs niet onderzocht. Tot slot zal ook de uitstoting van de aandeelhouder verder niet aan bod komen.

Hoofdstuk 2 - De geschillenregeling in Boek 2 BW

§2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de hoofdlijnen van de geschillenregeling in Boek 2 BW uiteengezet. Na een korte bespreking van de uitgangspunten van de regeling (§2.2), wordt de structuur van de regeling uiteengezet (§2.3). Vervolgens komt de prijsbepalingsprocedure aan bod (§2.4). Het hoofdstuk wordt afgesloten met conclusies (§2.5).

§2.2 Uitgangspunten van de Flex-bv en de geschillenregeling

§2.2.1. De Flex-bv

Het doel van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht is volgens de wetgever het aanpassen van het bv-recht, zodat de bv als rechtsvorm aansluit bij de behoeften in de praktijk. In het bijzonder wenst de wetgever te faciliteren dat ondernemers de inrichting van de BV kunnen afstemmen op de aard van de ondernemingsactiviteiten.⁹ Door de BV af te stemmen op de economische activiteiten van de vennootschap, kunnen aandeelhouders met de inrichting van de BV een grotere mate van economische efficiëntie bereiken.

§2.2.2 De geschillenregeling

De geschillenregeling is oorspronkelijk ingevoerd om conflicten tussen aandeelhouders in de vennootschap die tot gevolg hebben dat de samenwerking tussen betrokkenen (nagenoeg) onmogelijk is of zodanig moeizaam verloopt dat er gesproken kan worden van een 'impasse' in de besluitvorming, permanent op te lossen.¹⁰ Het vennootschapsrecht kent naast de geschillenregeling een tweede regeling die inzetbaar is bij conflicten in de rechtspersoon, het enquêterecht (2:344-359 BW). De regelingen zijn verschillend van aard. Het enquêterecht is meer gericht op onderzoek in een rechtspersoon, terwijl de de geschillenregeling dient om de "verlamming van de besluitvorming" op te heffen.¹¹ De geschillenregeling is van toepassing op de BV en de 'gesloten' NV (2:335 BW) en kent drie procedures om de opheffing van de impasse te bewerkstelligen: de gedwongen overdracht van aandelen of 'uitstoting' (2:336 BW), de gedwongen overgang van stemrecht (2:342 BW) en de gedwongen overname van aandelen of 'uittreding' (2:343 BW). Gezien het onderwerp van deze scriptie, zal ik mij beperken tot de vordering tot gedwongen overname van aandelen.

Naast de opheffing van impasses in de besluitvorming heeft het uittreedrecht in de Flex-BV een tweede functie. Het uittreedrecht dient ter repressieve (*ex post*) bescherming van de

⁹ *Kamerstukken II*, 2006/2007, 31 058, nr. 3, p. 2.

¹⁰ *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 905, nr. 3, p. 7-8.

¹¹ *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 905, nr. 3, p. 9.

aandeelhouder.¹² Volgens de expertgroep vormt een effectieve en goede geschillenregeling een noodzakelijk sluitstuk van een flexibel bv-recht.¹³ De hoofdregel in het vennootschapsrecht is dat de besluitvorming in de algemene vergadering (verder: “**AVA**”) bij meerderheid geschiedt en de meerderheid daardoor regelingen op kan leggen aan de minderheid (2:230 BW). Een aandeelhouder dient dus rekening te houden met het gegeven dat besluitvorming in een vennootschap in beginsel door de meerderheid in de algemene vergadering geschiedt en dat een statutaire regel tegen de zin van een individuele aandeelhouder kan worden ingevoerd.¹⁴ Volgens de wetgever is specifieke wettelijke bescherming slechts geboden, als "het risico bestaat dat het meerderheidsbelang wordt misbruikt of waar essentiële rechten van aandeelhouders in het geding zijn."¹⁵ In die gevallen dient de wet "minimumwaarborgen" te bieden zodat de minderheidsaandeelhouder wordt beschermd, zonder dit ten koste gaat van de flexibiliteit, aldus de wetgever.¹⁶ Tussen de vrijheid van inrichting en het recht op uittreding bestaat dus een wisselwerking, waarbij het recht op uittreding fungeert als een waarborg die de minderheidsaandeelhouder bescherming biedt.¹⁷

§2.3 Het uittreedrecht en de prijsbepalingsprocedure in de geschillenregeling

§2.3.1 Subsidiariteit van de wettelijke regeling

De geschillenregeling heeft een *subsidiar karakter*. Het beginsel van subsidiariteit houdt in dat de wettelijke regels van de geschillenregeling slechts worden toegepast, indien blijkt dat de tussen partijen geldende regels voor de oplossing van geschillen niet kunnen worden toegepast.¹⁸ Volgens de wetgever geldt het “primaat van statutaire of in een overeenkomst vastgelegde regelingen,” hetgeen blijkt uit het feit dat door middel van de statuten of een overeenkomst kan worden afgeweken van de wettelijke regeling.¹⁹

De aandeelhouders kunnen zowel *materiële* als *formele* afwijkingen van de wettelijke geschillenregeling overeenkomen. Een prijsvaststellingsregeling die van toepassing is op overdrachten in het kader van de geschillenregeling, is een voorbeeld van materiële afwijking.²⁰ Een formele afwijking ziet op de *procedure*, bijvoorbeeld de keuze om een geschil in arbitrage

¹² Advies Commissie vennootschapsrecht, p. 15. Zie ook *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 14.

¹³ Expertgroep 2004, p. 15.

¹⁴ HR 17 mei 1991, NJ 1991, 645, m. nt. Maeijer (*Lampe/Tonnema*), r.o. 3.4; *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 4: "het is inherent aan de besluitvorming in een algemene vergadering dat de minderheidsaandeelhouder zich in beginsel moet schikken in de besluitvorming door de meerderheid."

¹⁵ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 4. Zie ook: Roest 2012, p. 105.

¹⁶ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 4.

¹⁷ Bulten 2007, 109.

¹⁸ Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (*Fenland*).

¹⁹ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 21. Vgl. Leijten 2000, p. 10.

²⁰ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 100.

te beslechten.²¹ De partijen kunnen de wettelijke regeling aanvullen, gedeeltelijk vervangen of volledig vervangen door een eigen regeling.²² Indien partijen van de wettelijke geschillenregeling afwijken, dan moet de door partijen overeengekomen regeling dienen voor de oplossing van geschillen zoals bedoeld in de geschillenregeling (2:337 lid 1 BW). De geschillenregeling kan de verplichting om de aandelen over te dragen en over te nemen opleggen aan aandeelhouders. Daarnaast kan ook de vennootschap in de geschillenregeling worden verplicht om de aandelen over te nemen.²³ De eigen regeling hoeft niet te voorzien in zowel een uitstotings- als een uittredingsvordering. Uit de wetssystematiek volgt namelijk dat indien partijen niet *afwijken* van de wettelijke regeling, de wettelijke regeling van toepassing is.²⁴ *Uitsluiting* van de wettelijke geschillenregeling is niet mogelijk. De geschillenregeling heeft een 'semi-dwingendrechtelijk' karakter,²⁵ hetgeen betekent dat uitsluiting van de wettelijke regeling altijd gepaard dient te gaan met een eigen regeling die voorkomt dat de aandeelhouder in de vennootschap bekneld raakt.

§2.3.2 Artikel 2:337 lid 1 BW: 'onmogelijk of uiterst bezwaarlijk'

Volgens de wet kan er door een partij geen beroep op een statutaire of contractuele afwijking van de geschillenregeling worden gedaan, voorzover deze de overdracht van aandelen onmogelijk of uiterst bezwaarlijk maakt (2:337 lid 1 BW). Is een overdrachtsbeperking onmogelijk of uiterst bezwaarlijk, dan is het rechtsgevolg dat de regeling buiten toepassing wordt gelaten.²⁶ Wat dit criterium precies inhoudt, is niet duidelijk. Volgens de wetgever is de bepaling volgens welke de vaststelling of zich een grond voor uittreding voordoet bindend wordt vastgesteld door een (meerderheids)aandeelhouder, in het bijzonder als zijn gedragingen hebben geleid tot de vordering tot uittreding, uiterst bezwaarlijk.²⁷ Andere voorbeelden uit de parlementaire geschiedenis zijn de overdracht van de aandelen tegen een onredelijk lage prijs, het hanteren van onredelijk lange termijnen of een doodlopende blokkeringsregeling.²⁸ Ten aanzien van een alternatieve prijsbepalingsregeling is de toelichting duidelijk: een waarderingsmaatstaf die in de gegeven omstandigheden leidt tot een kennelijk onredelijke prijs, maakt de overdracht "uiterst bezwaarlijk".²⁹

²¹ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 100.

²² *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 100. De Kluiver 2010, p. 24; Van Eck 2011, p. 95.

²³ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 101. Zie artikel 2:343 lid 1 BW.

²⁴ Zie §2.3.3.

²⁵ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 101. In gelijke zin: Van Den Heuvel 2009, p. 75 e.v. Ook in de rechtspraak is gewezen op het niet-dwingende karakter van de geschillenregeling. Zie Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (Ferland).

²⁶ 'Advies van de Commissie vennootschapsrecht over het wetsvoorstel inzake de vereenvoudiging en flexibilisering van het b.v.-recht', p. 11 (bijlage bij *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3).

²⁷ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 100.

²⁸ Memorie van Toelichting bij het ambtelijk voorontwerp, Tweede Tranche, p. 15, in: Van den Ingh en Nowak 2006, p. 72.

²⁹ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 100.

§2.3.4 De vordering tot uittreding: artikel 2:343 BW

De vordering tot overname van aandelen (uittreding) biedt de aandeelhouder een oplossing voor het conflict door de aandeelhouder een recht op uittreding te geven en de medeaandeelhouders en/of de vennootschap bij rechterlijk vonnis te verplichten tot overname. Artikel 2:343 lid 1 BW bepaalt dat de aandeelhouder die door gedragingen van één of meer medeaandeelhouders zodanig in zijn rechten of belangen is geschaad dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet meer van hem kan worden geveerd, tegen zijn medeaandeelhouders een vordering tot uittreding kan instellen, inhoudende dat zijn aandelen door hen worden overgenomen. De vordering kan ook tegen de vennootschap worden ingesteld, zowel voor gedragingen van medeaandeelhouders als gedragingen van de vennootschap zelf.³⁰ Uit de bepaling vloeit voort dat het door de aandeelhouder verschafte deel van het kapitaal irrelevant is voor de bevoegdheid om een uittredingsvordering in te stellen.³¹

Het criterium in artikel 2:343 lid 1 BW bevat drie elementen: *gedragingen* van de aandeelhouder of de vennootschap, schade aan de *rechten of belangen* van de aandeelhouder en een redelijkheidstoets. Indien de aandeelhouder op onredelijke wijze in zijn rechten of belangen wordt geschaad door een of meer gedragingen van de aandeelhouders of de vennootschap, dan bevindt deze zich in een 'benarde' positie.³² Anders dan bij uitstoting, wordt het element 'gedragingen' *extensief* geïnterpreteerd.³³ *Alle* gedragingen kunnen grond voor uittreding vormen: de norm vereist noch dat de gedraging als *misdraging* valt aan te merken noch dat de gedraging in de hoedanigheid van aandeelhouder is verricht.³⁴ Ook dit criterium wordt ruim uitgelegd: slechts vereist is de *toerekenbaarheid* van het gedrag aan de aandeelhouder.³⁵ Het *moment* waarop de gedragingen zijn verricht, is niet van belang. De bewoordingen 'is geschaad' geven aan dat als gevolg van de gedraging(en), de aandeelhouder op het moment van instellen in een benarde positie verkeert.³⁶ Het kernelement van de norm is dat de rechten en belangen van de aandeelhouder worden geschaad. Bij uittreding staan de rechten en belangen van de individuele aandeelhouder immers voorop.³⁷ In de rechtspraak worden de 'rechten en belangen' eveneens *extensief* uitgelegd: *alle* geschade rechten of belangen van de aandeelhouder

³⁰ Artikel 2:343 lid 1 BW bepaalt evenwel dat de beperkingen betreffende de inkoop van eigen aandelen (2:207 BW) aan toewijzing van de vordering in de weg kunnen staan.

³¹ Vgl. Asser/Maeijer, Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II*, nr. 709. Wel is vereist dat de aandeelhouder voldoende belang heeft bij de uittreding. Zie Rb. 's-Gravenhage 23 mei 2012, LJN: BW 7215, met name r.o. 4.3.

³² Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709.

³³ Enzo: Bulten 2011a, p. 69.

³⁴ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 108. In de rechtspraak: Hof Amsterdam 24 februari 1994, NJ 1995, 354; Hof Amsterdam 22 oktober 1992, NJ 1993, 411 (Architektenburo), ro. 4.8.OK 20 november 1997, NJ 1998, 392, (*Hooymans*), r.o. 5.2. In de literatuur: Losbl. Rp. (Roest), art. 343, aant. 2; Bulten 2011a, p. 69.

³⁵ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709; Bulten 2011a, p. 72.

³⁶ Bulten 2011a, p. 74.

³⁷ In gelijke zin: Bulten 2011a, p. 69.

(aandeelhoudersrechten of –belangen, de *privé*belangen van de aandeelhouder, zelfs indirect via het vennootschappelijk belang³⁸) vallen onder de norm.³⁹

Het is duidelijk dat door de extensieve interpretatie van het criterium in artikel 2:343 lid 1 BW, de aandeelhouder in verschillende situaties een vordering tot uittreding kan instellen. Steeds moet echter aan de redelijkheidstoets zijn voldaan.⁴⁰ Om ‘standaardsituaties’ te kunnen onderscheiden, zijn er in de literatuur categorieën opgesteld. Deze standaardsituaties zullen hieronder kort worden besproken.

§2.3.4.1 Degradatie van betrokkenheid door gewijzigde omstandigheden

In de eerste categorie situaties is de aanleiding voor het instellen van de uittredingvordering het ontslag van de aandeelhouder als bestuurder of werknemer.⁴¹ Het enkele ontslag van de aandeelhouder als bestuurder is echter onvoldoende om aan het criterium in artikel 2:343 lid 1 BW te voldoen. Bijkomende omstandigheden zijn vereist, zoals een verstoorde verhouding tussen partijen.⁴² Tevens moet de positie als bestuurder een essentieel onderdeel vormen van het samenwerkingsverband tussen de aandeelhouders⁴³ en het ontslag moet hebben geleid tot de ‘degradatie’ van het aandeelhouderschap.⁴⁴ In *Hooijmans* acht de Ondernemingskamer dat het ontslag van een aandeelhouder als directeur van de vennootschappen door zijn mede-aandeelhouders, mede in aanmerking genomen de omstandigheden van het geval, waaronder de opvattingen van de mede-aandeelhouders omtrent diens (gebrek aan) bekwaamheden, de achtergrond van de overdracht van de aandelen aan partijen door hun ouders en het blijkbaar bestaan van in vergaande mate verstoorde verhoudingen tussen partijen, zodanig in zijn belangen geschaad dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet meer van hem gevergd kan worden, nu hem door dit ontslag zijn zeggenschap op directieniveau volledig is ontnomen.⁴⁵ In deze omstandigheden moet ervan worden uitgegaan dat de minderheidsaandeelhouder in de AVA in een benarde positie dreigt te geraken.⁴⁶ In deze

³⁸ Bulten 2011a, p. 74.

³⁹ Zie Rb. Rotterdam 13 december 2006, JOR 2006/86 (Van Huizen), m. nt. Bulten, waarin de rechtbank overweegt: “Bij dit alles speelt mee dat Johan [...] financiële middelen nodig heeft voor het opzetten van een bedrijf waarmee hij in zijn levensonderhoud kan voorzien.” De persoonlijke belangen van de aandeelhouder worden dus meegewogen in het oordeel of deze in een benarde positie verkeert, naast de overige omstandigheden. In de noot onder het arrest spreekt Bulten van het ‘inkleuren’ van de benarde situatie. Vgl. Bulten 2011a, p. 73; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709.

⁴⁰ Waarover kritisch: De Kluisver 2010, p. 22.

⁴¹ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709; De Vries 2010, p. 300. Volgens Bulten vallen deze gevallen onder de categorie ‘degradatie van betrokkenheid door gewijzigde omstandigheden’. Zie Bulten 2011a, p. 75.

⁴² Vgl. Rb. Roermond 6 juli 2011, JOR 2011/284, m. nt. Bulten (*Ninoju*).

⁴³ In dezelfde zin: De Vries 2010, p. 300; Van der Ingh, noot bij Hof Amsterdam 20 November 1997, JOR 1998, 26 (*Hooymans*), spreekt over de “degradatie” van het aandeelhouderschap door het verbreken van de samenhang tussen bestuursmacht en kapitaalsmacht. In gelijke zin: Bulten 2011a, p. 75.

⁴⁴ Hof Amsterdam 20 November 1997, JOR 1998, 26 (*Hooymans*); Rb. Utrecht 25 juni 2008, JOR 2008/228 (Sign Top); OK 12 januari 2006, JOR 2006/70 (Newton 21).

⁴⁵ Hof Amsterdam 20 November 1997, JOR 1998, 26 (*Hooymans*), r.o. 5.2.

⁴⁶ Hof Amsterdam 20 November 1997, JOR 1998, 26 (*Hooymans*), r.o. 5.2.

gevallen is er dus geen verwijtbaar gedrag vereist is voor de toewijzing van de uittreedvordering.⁴⁷

§2.3.4.2 Gedragingen in strijd met vennootschapsrechtelijke regels

In de tweede categorie gevallen is er sprake van gedragingen verricht door de aandeelhouders of de vennootschap in strijd met vennootschapsrechtelijke regels: de wet, de statuten of de maatstaven van redelijkheid en billijkheid.⁴⁸ De rechtspraak wordt gekenmerkt door een zeer uiteenlopende selectie van gedragingen die in deze categorie vallen. Noemenswaardig zijn misbruik van meerderheidsmacht,⁴⁹ de onredelijke financiële bevoordeling van bepaalde aandeelhouders ten laste van de benarde aandeelhouder (*tunneling*)⁵⁰, de voortdurende winstreservering door het niet uitkeren van dividend ('verhongering' van de aandeelhouder)⁵¹ en gedragingen in strijd met een aandeelhoudersovereenkomst.⁵² Al deze gedragingen zijn aan te merken als gedragingen die de aandeelhouder zodanig in zijn rechten of belangen schaden, dat de vordering tot uittreding kan worden toegewezen.

§2.3.4.3 Verwijtbaar onrechtmatig handelen

Een aparte categorie gevallen betreft situaties waarin de 'gedraging' in de zin van 2:343 lid 1 BW bestaat uit het verwijtbaar onrechtmatig handelen van een aandeelhouder buiten de vennootschap.⁵³ Het beconcurreren van de vennootschap door de aandeelhouder is volgens de jurisprudentie een vorm van verwijtbaar onrechtmatig handelen waardoor de minderheidsaandeelhouder in een zodanig benarde positie terecht kan komen, dat een uittreedvordering op grond van artikel 2:343 lid 1 BW kan worden toegewezen.⁵⁴ Door het beconcurreren van de vennootschap worden de belangen van de vennootschap en de belangen van de overige aandeelhouders immers geschaad.⁵⁵ Aangezien de aandeelhouder ingevolge artikel 2:8 BW gehouden is om met de belangen van de overige betrokkenen bij de vennootschap rekening te houden, is er in geval van onrechtmatig handelen waarbij het vennootschappelijk belang wordt geschaad, sprake van een schending van artikel 2:8 BW.

⁴⁷ Waarover kritisch: Bulten 2011a, p. 78.

⁴⁸ In gelijke zin: Bulten 2011a, p. 79. Ook de categorie die De Vries onderscheidt, 'verwatering' door de uitgifte van aandelen die naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, valt in deze categorie. Zie De Vries 2010, p. 310.

⁴⁹ Hof Amsterdam 9 maart 2000, JOR 2000, 167, waarover Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709. Zie over misbruik van meerderheidsmacht, HR 1 maart 2002, NJ 2002, 296; HR 29 september 2006, NJ 2006, 639.

⁵⁰ Rb. Rotterdam 5 november 1998, JOR 1999/28 (Sobi/Metz). Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709.

⁵¹ HR 9 juli 1990, NJ 1991, 51, m. nt. Maeijer (Sluis), Hof Amsterdam 16 mei 1991, NJ 1992, 203 (Van Baarsen/Van Vliet). Volgens de Vries vallen deze gedragingen onder een aparte categorie ('freeze-out').

⁵² Vgl. Bulten 2011a, p. 79; De Vries 2010, p. 313. Aandeelhoudersovereenkomsten werken immers door in de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW die de rechtsverhouding beheerst, zie HR 31 december 1993, NJ 1994, 436, m. nt. Maeijer (*Verenigde Bootlieden*).

⁵³ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 709; De Vries 2010, p. 304; Bulten 2011a, p. 79.

⁵⁴ OK 9 december 1993, NJ 1994, 296 (Architektenburo); Hof Amsterdam 16 maart 1995, JOR 1996, 54 (Ramp/Lensen).

Concurrentie wordt ook door de wetgever als grond vermeld. Zie *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31058, nr. 3, p. 108.

⁵⁵ Hof Amsterdam 16 maart 1995, JOR 1996, 54 (Ramp/Lensen), r.o. 2.8.

§2.3.4.4 Deadlock

In de laatste categorie gevallen is er sprake van een situatie waarin de gedragingen in de zin van artikel 2:343 lid 1 BW leiden tot een impasse in de besluitvorming.⁵⁶ In de literatuur is dit type geval ook wel aangeduid als de 'deadlock'-situatie.⁵⁷ Gevallen waarin er door aandeelhouders een beroep is gedaan op de geschillenregeling om een impasse op te heffen, zijn schaars. In het arrest *Dodo Beheer* waren er, naar het oordeel van de Rechtbank Arnhem, ernstige samenwerkingsproblemen tussen de aandeelhouders ontstaan en maakten de partijen elkaar serieuze verwijten. Volgens de rechtbank werd de minderheidsaandeelhouder niet als volwaardig aandeelhouder/bestuurder beschouwd en was er een onwerkbaar situatie ontstaan waarbij de aandeelhouder in een 'onaanvaardbaar isolement' is komen te verkeren. In die omstandigheden is de uittreding conform 2:343 lid 1 BW gerechtvaardigd, aangezien naar het oordeel van rechtbank slechts door gedwongen overname van de aandelen de situatie kan worden beëindigd.⁵⁸

§2.3.5 Connexe vorderingen: schadevergoeding

De gedragingen van partijen die aanleiding geven tot het instellen van een uittreedvordering, zoals wellicht al bleek uit §2.3.4, kunnen tevens een normschending jegens de aandeelhouder inhouden. Zijn de gedragingen van de mede-aandeelhouders jegens de aandeelhouder onrechtmatig en lijdt hij door de gedragingen schade, dan heeft hij op grond van het aansprakelijkheidsrecht het recht om de schade terug te vorderen (6:162 BW). De geschillenregeling biedt de mogelijkheid de schadevergoedingsvordering en de vordering tot aandelenoverdracht gezamenlijk te behandelen. De rechter bij wie een uitstotingsprocedure aanhangig is gemaakt, is tevens bevoegd om kennis te nemen van vorderingen tussen dezelfde partijen of een der partijen en de vennootschap die samenhangen met de gedragingen die aanleiding gaven tot het instellen van de uittreedvordering (2:343 lid 1 jo. lid 2 BW). Het doel van deze bevoegdheid is het faciliteren van doeltreffende geschilbeslechting.⁵⁹

§2.4 De prijsbepalingsprocedure

Indien de aandeelhouder een uittreedvordering aanhangig heeft gemaakt bij de rechtbank en de vordering wordt toegewezen, dan wordt de prijs van de aandelen vastgesteld. In deze paragraaf wordt de prijsbepalingsprocedure in de wettelijke regeling (2:339 BW ev.) kort uiteen gezet.

⁵⁶ Kamerstukken II, 2006-2007, 31058, nr. 3, p. 17-18.

⁵⁷ De Vries 2010, p. 312-314.

⁵⁸ Rb. Arnhem 1 april 1999, JOR 1999/224 (*Dodo Beheer*), r.o. 4.3-4.8.

⁵⁹ *Kamerstukken II*, 31 058, nr. 3, p. 98-99.

§2.4.1 Procedure

De rechter stelt in het eindvonnis zelfstandig de prijs van de aandelen vast (2:340 lid 1 BW). Bevatten de statuten of een overeenkomst een duidelijke maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen aan de hand waarvan de rechter de prijs zonder meer heeft kunnen vaststellen of hebben de partijen overeenstemming bereikt over de waardering van de aandelen, dan bepaalt de rechter de prijs van de aandelen in het vonnis waarbij de uittreedvordering wordt toegewezen (2:339 lid 3 jo. 2:340 lid 2 BW). Kan de prijs van de aandelen niet worden bepaald in het vonnis waarin de vordering wordt toegewezen, dan benoemt de rechter een of meer deskundigen (2:339 lid 1 BW). De deskundigen dienen bij het opstellen van het bericht bepalingen omtrent de vaststelling van de waarde van de aandelen die in de statuten of een overeenkomst zijn vastgelegd en tussen de partijen gelden, in acht te nemen (2:339 lid 2 BW).⁶⁰ Nadat de deskundigen schriftelijk bericht hebben uitgebracht over de prijs van de aandelen, stelt de rechter de prijs vast (2:340 lid 1 BW). Er worden dan dus twee vonnissen gewezen, één ter veroordeling tot overdracht/overname van de aandelen en één ter vaststelling van de prijs.⁶¹

De regel dat de rechter de benoeming van deskundigen achterwege kan laten, is ontleend aan het *Hoffmann*-arrest.⁶² In dit arrest overwoog de Hoge Raad dat de deskundigenbenoeming in artikel 2:339 lid 1 jo. 3 BW (oud) ertoe strekt te “waarborgen dat de aandeelhouder die tot overdracht van zijn belang gedwongen wordt, een prijs ontvangt die zoveel mogelijk overeenstemt met die welke hij bij vrijwillige vervreemding van de aandelen zou kunnen bedingen.”⁶³ Op grond van artikel 2:339 lid 3 BW (oud) kon de prijs slechts op grond van waarderingsregels in de *blokkeringsregeling* te worden vastgesteld.⁶⁴ Op grond van het huidige artikel 2:339 lid 3 BW kan de rechter ook prijsbepalingsregels toepassen die ook op andere gevallen van toepassing zijn. Met statutaire of contractuele prijsbepalingsregels houdt de rechter geen rekening, voor zover toepassing van deze regels leidt tot een kennelijk onredelijke prijs (2:340 lid 3 jo. 343 lid 2 BW).

⁶⁰ Volgens A-G Timmerman impliceert “inachtneming” dat de deskundigen de waarde moeten vaststellen aan de hand van deze bepalingen. Zie de conclusie van de A-G bij HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, onder 2.15.

⁶¹ Den Boer 2002, p. 343. Daarnaast kunnen partijen via een verzoekschriftprocedure een vereenvoudigde uittredingsprocedure in werking stellen, waarin de rechter de prijs vaststelt (2:343c BW). Een uitgebreide bespreking van deze procedure valt buiten het bestek van de scriptie. Zie voor een uitgebreide bespreking, Roest 2011, p. 964-965; Bulten 2011b, p. 33 e.v.

⁶² *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 105. De wetgever geeft aan dat de benoeming in dat geval geen zin heeft. In zijn conclusie bij het Hoffmann-arrest, spreekt de A-G dat de benoeming van deskundigen “op grond van een zwaarwichtig bezwaar achterwege kan worden gelaten.” Zie Conclusie A-G bij HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, onder 2.13.

⁶³ HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, m. nt. Maeijer (*Hoffmann*), r.o. 3.2.2. Zie ook *Kamerstukken II*, 1986-1987, 18 905, nr. 6, p. 4. Zie ook Asser/Maeijer, Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 717; Zie HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, m. nt. J.M.M. Maeijer, r.o. 3.3.2. Zie ook de conclusie van A-G Timmerman, overweging 2.11-2.13.

⁶⁴ Zie ook de conclusie van A-G Timmerman, overweging 2.11-2.18.

§2.4.3 Waardering van de aandelen

In deze paragraaf wordt ingegaan op de maatstaven die de rechter in de prijsbepalingsprocedure hanteert, indien er tussen de partijen geen afwijkende prijsbepalingsregels op grond van een statutaire of contractuele regeling gelden.

§2.4.3.1 Waarderingsmethoden

Het uitgangspunt in de prijsbepalingsprocedure is dat, de prijs gelijk is aan de ‘waarde in het economisch verkeer’ van de aandelen ten tijde van de overdracht.⁶⁵ In de parlementaire geschiedenis zijn er geen aanknopingspunten te vinden omtrent de invulling van deze norm.⁶⁶

De inhoud van de norm ‘waarde in het economisch verkeer’ (ook ‘werkelijke waarde’ of ‘economische waarde’ genoemd) is in de rechtspraak uitgelegd. In het *Hooymans*-arrest heeft de Ondernemingskamer overwogen dat onder deze norm moet worden verstaan “de prijs waarbij een willige koper en een willige verkoper in een redelijk competitieve markt geacht kunnen worden tot een koop/verkoop overeenkomst te komen.”⁶⁷ Hierbij gaat de rechter uit van de fictie dat een willige koper en een competitieve markt aanwezig zijn.⁶⁸ Het waarderingsobject waar de norm betrekking op heeft, is de onderneming: de werkelijke waarde van de aandelen is volgens de Ondernemingskamer gelijk aan “een met het aandelenbezit evenredig deel van de *ondernemingswaarde*”.⁶⁹ Correcties op deze *pro rata parte*-waarde door de toepassing van kortingen vanwege het minderheidskarakter van de aandelen of de illiquiditeit van de markt voor de aandelen, dienen niet te worden toegepast.⁷⁰

Welke waarderingsmethode de rechter hanteert, staat niet van tevoren vast.⁷¹ De waarde in het economisch verkeer is gebaseerd op het (toekomst)scenario van de onderneming dat economisch gezien het meest aantrekkelijk is, met andere woorden het scenario dat de hoogste waarde oplevert: volgens de Ondernemingskamer zal een “economisch rationeel ondernemer” dat scenario volgen.⁷² Uit de jurisprudentie blijkt dat de DCF-waarde en de rentabiliteitswaarde frequent wordt gehanteerd.⁷³ Daarnaast wordt in sommige gevallen de intrinsieke waarde gehanteerd.⁷⁴ Per geval motiveert de rechter op grond van welke overwegingen voor een

⁶⁵ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31058, nr. 3, p. 104. Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. Bulten.

⁶⁶ In gelijk zin: Advies Commissie Vennootschapsrecht, Tweede Tranche Ambtelijk Voorontwerp Vereenvoudiging en Flexibilisering van het BV-recht, p. 17; Roest 2007, p. 963.

⁶⁷ Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. Bulten (*Hooymans*), r.o. 3.1.

⁶⁸ Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. Bulten (*Hooymans*), r.o. 3.6.

⁶⁹ Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. Bulten (*Hooymans*), r.o. 3.15. In gelijke zin: Krens 1999, p. 293.

⁷⁰ Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. Bulten (*Hooymans*), r.o. 3.15.

⁷¹ Zie voor een bespreking van de belangrijkste waarderingsmethoden §3.4.

⁷² Hof Amsterdam (OK) 12 september 1999, JOR 2000/32 (*Noro/Morepa*), r.o. 4.6.

⁷³ Bulten 2011a, p. 198.

⁷⁴ Zie bijvoorbeeld OK 9 december 1999, JOR 2002, 32 (*Noro/Morepa*), r.o. 4.8, waarin is geoordeeld dat de liquidatiewaarde in een verliesgevende situatie (een liquidatiescenario) het meest voor de hand ligt.

bepaalde waarderingmethode is gekozen. In *Hooymans* was het onderwerp van het geschil de waardepeiling van aandelen in een vennootschap die actief was in de grond-, weg- en waterbouw. De Ondernemingskamer oordeelde dat de waarde van een vennootschap waar de geldelijke voordelen door productie worden verdiend en daarom in de toekomst liggen, in beginsel aan de hand van de rentabiliteitswaarde dienen te worden bepaald.⁷⁵

Samenvattend, als er tussen de eiser en de gedaagde in een uittreedprocedure geen statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling van toepassing is, stelt de rechter de 'waarde in het economisch verkeer' van de aandelen vast. Deze 'waarde' is een open norm, die in de omstandigheden van het geval en na beoordeling van onderneming die door de vennootschap wordt gedreven, wordt geconcretiseerd door de keuze voor de 'juiste' waarderingmethode.⁷⁶

§2.4.3.2 Peildatum

Bij de toepassing van een waarderingmethode, moet een 'waarderingmoment' worden gekozen. De peildatum is het tijdstip waartegen de aandelen worden gewaardeerd.⁷⁷ De wet bevat geen bepalingen over de peildatum. Indien er geen peildatum is afgesproken tussen partijen, dan dient volgens de wetgever de peildatum zo dicht mogelijk bij het moment van overdracht te liggen.⁷⁸ De rechter is niet vrij om een eerdere peildatum te hanteren, bijvoorbeeld door de peildatum af te stemmen op het tijdstip waarop de gedragingen die de gronden vormen voor de uitstoot- of uittreedvordering voor het eerst plaatsvonden: hij mag geen gebruik maken van een flexibele peildatum.⁷⁹ In de toelichting geeft de wetgever aan dat de wetsgeschiedenis en de jurisprudentie ook aansluiten bij het moment van de daadwerkelijke overdracht van de aandelen als peildatum.⁸⁰

In het arrest *Ebja/Gezon* oordeelde de Hoge Raad over de wijze waarop de rechter moet omgaan met omstandigheden die van invloed zijn op de waarde van de aandelen in de periode tussen de gehanteerde peildatum en de overdracht van de aandelen, en werd aangeknoopt bij de prijs per datum waarop het vonnis onherroepelijk wordt. Volgens de Hoge Raad verzet een redelijke toepassing van artikel 2:343 lid 1 BW er zich niet tegen "dat de rechter bij de vaststelling van de waarde van de aandelen die na het wijzen van het vonnis dienen te worden overgedragen, rekening houdt met omstandigheden die van invloed zijn op die waarde, welke zich kunnen voordoen tussen het tijdstip dat de deskundigen als peildatum voor de beoordeling

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ Vgl. Burgerhart 2008, p. 242-243.

⁷⁷ Den Boer 2002, p. 339-340; Asser/Maeijer, Van Solinge en Nieuwe Weme 2-II*, nr. 717 sub c.

⁷⁸ Kamerstukken II, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 104.

⁷⁹ Vgl. Bulten 2011b, p. 214, die zich kritisch uitlaat over dit standpunt.

⁸⁰ Kamerstukken II, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103.

van die waarde hebben gehanteerd, en het tijdstip waarop die overdracht naar valt aan te nemen in feite zal plaatsvinden."⁸¹ Tevens oordeelde de Hoge Raad in hetzelfde arrest dat de wettelijke rente over de prijs van de aandelen pas verschuldigd is nadat de prestatie opeisbaar is geworden.⁸² In het arrest *Sonder* heeft de Ondernemingskamer bepaald dat de prijs waarnaar wordt verwezen in artikel 2:340 lid 1 BW, ziet op "de prijs die de over te dragen aandelen hebben op de dag waarop de verplichting tot overdracht onherroepelijk wordt, hetgeen niet eerder is dan nadat eindvonnis of eindarrest is geweest."⁸³ Hebben er nieuwe feiten plaatsgevonden of is het rapport verouderd, dan kan de rechter in hoger beroep een nieuw deskundigenbericht verzoeken. Hij kan dan aan de deskundigen opdragen om de aandelen te waarderen "per een zo recent mogelijke datum."⁸⁴

§2.4.4. Correctie door de rechter: 'billijke verhoging'

De rechter heeft de bevoegdheid om het waardedrukkende effect van bepaalde handelingen te corrigeren bij de prijsvaststelling van de aandelen in het geval van uittreding. De rechter kan bij het bepalen van de prijs desgevorderd een billijke verhoging toepassen in verband met gedragingen van de gedaagde, of van anderen dan de gedaagde, indien aannemelijk is dat die gedragingen hebben geleid tot een vermindering van de waarde van de over te dragen aandelen en deze vermindering naar het oordeel van de rechter niet of niet volledig voor rekening van de uittredende aandeelhouder behoort te blijven (2:343 lid 4 BW). De uittredende aandeelhouder ontvangt via deze weg een vergoeding voor afgeleide schade.⁸⁵ Voor het bepalen van de prijsverhoging is de vaststelling van de *exacte* waardevermindering niet vereist. De rechter heeft de discretionaire bevoegdheid om de verhoging toe te kennen ter ompensatie van het negatieve effect dat de verweten gedragingen *kunnen hebben gehad* op de waarde van de aandelen voordat deze door de deskundigen zijn gewaardeerd.⁸⁶ Deze gedragingen hoeven geen verband te houden met de aangevoerde gronden voor uittreding.⁸⁷

De prijsverhoging verplaatst *de facto* het waardeverlies (deels) naar de overnemende aandeelhouder. Deze allocatie kan volgens de wetgever billijk zijn als de overnemende aandeelhouder de vennootschap ertoe kan bewegen om de vordering tot schadevergoeding in te stellen.⁸⁸ Het voordeel van deze correctiebevoegdheid is dat door nadeelcompensatie in de vorm van een billijke prijsverhoging, een aparte schadevergoedingsprocedure eventueel

⁸¹ HR 11 september 1996, NJ 1997, 177, m, nt, J.M.M. Maeijer, r.o. 3.3.

⁸² HR 11 september 1996, NJ 1997, 177, m, nt, J.M.M. Maeijer, r.o. 3.2.

⁸³ OK 5 augustus 2004, ARO 2004, 112 (*Sonder*), r.o. 4.6.

⁸⁴ OK *Sonder*, r.o. 4.6-4.7; Bulten 2010, p. 67-68.

⁸⁵ Vgl. Timmerman 2006, p. 129; HR 2 december 1992, NJ 1995, 288 (*Poot/ABP*).

⁸⁶ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 111.

⁸⁷ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 111.

⁸⁸ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 111.

achterwege kan blijven.⁸⁹ Aan de correctiebevoegdheid kleven ook nadelen. De normering van de correctiebevoegdheid is summier en een vergaande maatregel, aangezien de aandeelhouder schadevergoeding ontvangt voor gedragingen die geen reden voor uittreding vormen.⁹⁰ Indien de vennootschap de aandelen over moet nemen, kan de prijsverhoging nadelig zijn voor de financiële conditie van de vennootschap.⁹¹

§2.4.5. Nadeelcompensatie door tijdsverloop

Volgens artikel 2:340 lid 1 BW stelt de rechter uiteindelijk zelfstandig de vergoeding vast die voor de overgenomen aandelen moet worden betaald. Tussen het moment waarop de aandeelhouder de aandelen overdraagt en de definitieve vaststelling van de waarde kan, gezien de lengte van de gemiddelde geschillenprocedure, flink wat tijd verstrijken. Hierdoor lijdt de eiser die op grond van artikel 2:343 lid 1 BW de overdracht van zijn aandelen vordert, nadeel door het gemis van het verschil tussen de vastgestelde waarde en het hem bij wijze van voorschot betaalde bedrag. In *Hooymans* heeft de Hoge Raad bepaald dat de rechter bij een redelijke toepassing van het in art. 2:343 BW bepaalde, met het nadeel dat de eiser gedurende de periode tussen de overdracht van de aandelen en de definitieve vaststelling van de waarde lijdt bij de vaststelling van de prijs rekening kan houden door een forfaitaire vergoeding voor dat nadeel opnemen ter hoogte van de wettelijke rente.⁹²

§2.5 Conclusie

De wettelijke geschillenregeling is een regeling waarmee aandeelhoudersgeschillen kunnen worden opgelost en op grond waarvan de aandeelhouder uit de vennootschap kan treden. De grondslag van de uittreedregeling is de redelijkheidstoets in artikel 2:343. Het sterkste punt van de wettelijke regeling is dat van deze regeling kan worden afgeweken en met een statutaire of contractuele uittreedregeling een efficiënte regeling kan worden vastgelegd. Complexe en langdurige prijsbepalingsprocedures kunnen door een eigen prijsbepalingsregeling worden vermeden. In het volgende hoofdstuk ga ik nader in op de structurering van een prijsbepalingsregeling en de toetsing van deze regeling door de rechter.

⁸⁹ Vgl. Bulten 2011a, p. 335.

⁹⁰ De bevoegdheid van de rechter om de prijs te verhogen is aan minder wettelijke voorwaarden dan de toekenning van schadevergoeding op grond van artikel 6:162 BW, Zie Norbruis 2005, p. 434; Croiset van Uchelen 2007, p. 261.

⁹¹ Vgl. Roest 2007, p. 963-964.

⁹² HR 27 januari 2012, JOR 2012/107 (*Hooymans*).

Hoofdstuk 3 - Prijsvaststelling door partijen en rechterlijke toetsing

§3.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk is gebleken dat de aandeelhouders en de vennootschap van de wettelijke geschillenregeling kunnen afwijken door een eigen prijsbepalingsregeling in de statuten of een overeenkomst vast te leggen (§2.3.2). In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de juridische grondslag voor statutaire en contractuele prijsbepalingsregelingen (§3.2). Vervolgens wordt de economische functie van een prijsbepalingsregeling belicht (§3.3). Daarna wordt ingegaan op de diverse waarderingsmethoden van incurante aandelen en de structuur van een prijsbepalingsregeling (§3.4). Tot slot komt de de toetsing van prijsbepalingsregelingen door de geschillenrechter aan bod (§3.5).

§3.2 Een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling

Een prijsbepalingsregeling is een bepaling of groep van bepalingen in de statuten of een (aandeelhouders)overeenkomst waarin regels zijn vastgelegd aan de hand waarvan de prijs dient te worden vastgesteld. De *statuten* kunnen voorzien in afwijkende prijsbepalingsregelingen die van toepassing zijn op overdrachtsverplichtingen. De grondslag voor een statutaire geschillenregeling en prijsbepalingsregels die van toepassing zijn op deze statutaire overdrachts- en overnameverplichtingen van de aandeelhouder, is artikel 192 BW.⁹³ Volgens artikel 2:192 lid 1 sub c BW kunnen de statuten bepalen dat in gevallen, in de statuten omschreven, de aandeelhouder gehouden is zijn aandelen of een deel daarvan aan te bieden en over te dragen. De in de statuten omschreven gevallen moeten objectief bepaalbaar zijn. Volgens Rensen kan dit worden aangenomen, indien de omstandigheden waarin de verplichting ontstaat, objectief kunnen worden vastgesteld.⁹⁴ Het objectief bepaalbaarheidsvereiste kan ruim worden geïnterpreteerd.⁹⁵ Volgens de rechtspraak is voldoende dat de gevallen waarin de regels worden toegepast duidelijk concreet zijn omschreven en voor de betrokken contracterende aandeelhouders voorzienbaar zijn.⁹⁶

Een regeling conform artikel 2:192 lid 1 sub c BW dient in beginsel zodanig te zijn dat de aandeelhouder een prijs ontvangt, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. De statuten kunnen voorzien in een afwijkende prijsbepalingsregeling (2:192 lid 3 BW). Als de verplichting bij toetreding van de aandeelhouder tot de vennootschap reeds in de statuten is opgenomen, dan is de

⁹³ Vgl. De Kluiver 2010, p. 25; Stokkermans 2008b, p. 148; Van Eck 2011, p. 47.

⁹⁴ Rensen 2005, p. 214.

⁹⁵ DE Kluiver 2010, p. 26.

⁹⁶ Conclusie A-G Timmerman bij HR 23 oktober 2009, JOR 2010/4 (Fduw), r.o. 5.6.

aandeelhouder automatisch gebonden aan de regeling.⁹⁷ Als de verplichting na toetreding van de aandeelhouder via een statutenwijziging wordt ingevoerd, dan is de aandeelhouder slechts gebonden indien hij met de regeling heeft ingestemd. Een statutaire prijsbepalingsregeling die daarvan afwijkt niet tegen zijn wil aan de aandeelhouder kan worden opgelegd. Instemming geschiedt door middel van een instemmingsverklaring (3:33 BW) en kan in iedere vorm geschieden (3:37 BW), tenzij de statuten anders bepalen.⁹⁸ Stemt de aandeelhouder niet in met de regeling, dan is hij niet gebonden aan de prijsbepalingsregeling en heeft hij bij overdracht recht op een door deskundigen vastgestelde prijs gelijk aan de waarde in het economisch verkeer van zijn aandelen.

In plaats van of in aanvulling op de statuten, kunnen prijsbepalingsregels ook in een overeenkomst worden vastgelegd. De aandeelhouders kunnen bij meerzijdige rechtshandeling bepalen dat in gevallen zoals voorzien in de overeenkomst, een aandeelhouder verplicht is zijn aandelen aan te bieden en over te dragen en de aandeelhouder aan wie deze aandelen zijn aangeboden verplicht is de aandelen over te nemen, de prijs volgens de statutaire prijsbepalingsregeling wordt vastgesteld.⁹⁹ Net zoals voor statutaire prijsbepalingsregels is vereist, geldt ook voor een contractuele prijsbepalingsregeling dat de aandeelhouder niet gebonden is aan de regeling, indien deze naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar moet worden geacht.¹⁰⁰

§3.3 Economische functie

Prijsbepalingsregelingen op grond waarvan de aandeelhouder een prijs die lager ligt dan de werkelijke waarde ontvangt, vervullen diverse economische functies. Een functie is het behoud van het kapitaal van de vennootschap en het waarborgen van de liquiditeitspositie.¹⁰¹ Indien bij de uittreding een prijs gelijk aan de *pro rata parte* waarde van de onderneming moet worden betaald, kan dat betekenen dat investeringen moeten worden uitgesteld of de solvabiliteit van de vennootschap daalt, waardoor de vennootschap inkomsten misloopt of de kosten van het vreemd vermogen stijgen.¹⁰² Door een lagere prijs te betalen voor de aandelen, wordt de gevolgen van de uittreding op de financiële positie van de vennootschap verlicht. Prijsbepalingsregels in een statutaire of contractuele geschillenregeling hebben daarnaast een economische functie, die verband houdt met de positie van de aandeelhouder in de

⁹⁷ *Kamerstukken II*, 2008-2009, 31 058, nr. 6, p. 20. Deze regel lijdt uitzondering indien de regel naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (2:8 lid 2 BW).

⁹⁸ Vgl. Stokkermans 2008b, p. 140.

⁹⁹ 6:213 lid 1 BW. de prijsbepalingsregels en de verplichting tot aanbieding en overdracht in afzonderlijke overeenkomsten kunnen worden vastgelegd, vgl. Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006, 70, m. nt. Bulten (Newton 21), r.o. 4.2.

¹⁰⁰ Zie 2:8 lid 2 BW (statutaire prijsbepalingsregels) en 6:248 lid 2 BW (contractuele prijsbepalingsregels).

¹⁰¹ Richter 2002, p. 78, Schmidt 1997, §50.IV.

¹⁰² Strohn 2010, § 34, rn. 221-225.

vennootschap en de oorzaak van het geschil. In besloten samenwerkingsverbanden zoals een joint venture, zijn de aandeelhouders tevens werkzaam in de vennootschap, bijvoorbeeld als bestuurder of werknemer. In zekere zin zijn het aandeelhouderschap en het werknemers- c.q. bestuurderschap zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. In dit type vennootschap is de bijdrage van de aandeelhouder aan het succes van de onderneming voor de overige aandeelhouders een vereiste voor het aandeelhouderschap, hetgeen in de eigen geschillenregeling en de daarop toepasselijke prijsbepalingsregeling wordt weerspiegeld.

Prijsbepalingsregels kunnen bepalen dat een aandeelhouder die als gevolg van al dan niet aan hem te wijten omstandigheden zijn aandelen dient over te dragen, bijvoorbeeld na ontslag als bestuurder of het niet nakomen van bepaalde verplichtingen, een prijs ontvangt die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen.¹⁰³ De prijsbepalingsregels worden dan gebruikt om de aandeelhouder te disciplineren door in de prijs een boete te verdisconteren,¹⁰⁴ indien er in deze omstandigheden een conflict ontstaat. Tevens kunnen de prijsbepalingsregels bepalen dat in geval van (andere) conflictsituaties, zoals divergerende strategische inzichten of een impasse in de besluitvorming, de aandeelhouder zijn aandelen kan overdragen en dat de overige aandeelhouders gehouden zijn de aandelen over te nemen, tegen een prijs die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen. De hoogte van de prijs kan afhankelijk wordt gesteld van de duur van het aandeelhouderschap, teneinde de aandeelhouder te binden aan de vennootschap,¹⁰⁵ of hem te dwingen een oplossing voor het conflict te vinden.

Achter de korting – of ‘boete’ - op de prijsbepalingsregels schuilt het doel de financieringskosten van de uittreding en de economische risico’s die door de uittreding ontstaan, onder de aandeelhouders te verdelen. Om de uittreding te financieren, dient vaak vreemd vermogen te worden aangetrokken (e.g. een lening), zeker indien de vennootschap over beperkte financiële middelen beschikt. In de korting die op de waarde van de aandelen wordt toegepast, zijn dan de financieringslasten (deels) verdisconteerd.¹⁰⁶ Daarnaast worden in de korting op de prijs ook de economische risico’s verdisconteerd, waaraan de aandeelhouders en de vennootschap investeringskosten worden blootgesteld door de uittreding van de aandeelhouder. Bij het oprichten van een vennootschap en het starten van een onderneming, worden van tevoren investeringskosten gemaakt terwijl het rendement op het geïnvesteerde kapitaal pas na een bepaalde periode wordt gerealiseerd. Bij vroegtijdige uittreding van de aandeelhouder, zeker

¹⁰³ In gelijke zin: Portengen 2006, p. 70-71.

¹⁰⁴ Richter 2002, p. 77; Stokkermans 2008a, p. 135; Schmolke 2012, p. 389-390.

¹⁰⁵ Schmolke 2012, p. 389-390; De Vries 2012, p. 1.

¹⁰⁶ De Kluiver 2010, p. 23.

wanneer bij de oprichting van de vennootschap bijdrage van de aandeelhouder als essentieel voor het succes werd gezien, kunnen de toekomstige winsten van de onderneming sterk dalen. In de prijs kunnen de economische risico's van de uittreding (gedeeltelijk) ten laste van de aandeelhouder worden gebracht door een bepaalde korting op de prijs toe te passen.¹⁰⁷

Een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder de financieringskosten en de economische kosten van uittreding (deels) voor zijn rekening komen is ook gerechtvaardigd, wanneer in aanmerking wordt genomen dat de aandeelhouder *risicodragend kapitaal* verschaft. Volgens De Kluiver brengt het gegeven dat een aandeelhouder recht heeft op de 'upward potential' ofwel de winst uit de onderneming, met zich dat de aandeelhouder een verantwoordelijkheid heeft om de 'downside' (de daling van de waarde van de vennootschap) die door de beëindiging van het aandeelhouderschap wordt veroorzaakt, te dragen.¹⁰⁸ Voor een prijsbepalingsregeling in een statutaire of contractuele uittreedregeling op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die minder dan de economische waarde, bestaat dus ook een objectieve rechtvaardiging.

Uit het bovenstaande volgt dat de prijsbepalingsregeling in een statutaire of contractuele geschillenregeling dient ter bescherming van de belangen van de aandeelhouders en de vennootschap bij de uittreding van de aandeelhouder. Door de financieringskosten en economische risico's van de uittreding deels in de afgesproken prijs te verdisconteren, kan de voortgang van de onderneming na de uittreding van de aandeelhouder worden gewaarborgd en een efficiënte verdeling van deze kosten bewerkstelligd.¹⁰⁹ In de volgende paragraaf wordt besproken hoe de kostenverdeling in de prijsbepalingsregeling wordt gestructureerd.

§3.4 Waarderingsmethoden

In deze paragraaf wordt uiteengezet, hoe een prijsbepalingsregeling wordt gestructureerd. De prijs van de aandelen wordt bepaald aan de hand van een waarderingsmethode, een peildatum en eventueel een korting op de op grond van de voorgaande componenten berekende prijs.¹¹⁰ De waarderingsmethoden kunnen worden onderverdeeld in drie categorieën: waardering op basis van de *geldstromen*, waardering op basis van de *winst* en waardering op basis van de *activa*.¹¹¹ Zoals hieronder zal blijken, leiden de verschillende waarderingsmethoden tot verschillende waarden en kan door de keuze voor een bepaalde waarderingsmethode worden

¹⁰⁷ Schmolke 2012, p. 390; Henze 2009, p. 622-623.

¹⁰⁸ De Kluiver 2007, p. 117. De Kluiver benadrukt het verschil met de positie van een verschafter van vreemd vermogen, die op andere voorwaarden kapitaal verschaft en (zonder bijkomende afspraken) geen aanspraak op de 'upward potential' maakt.

¹⁰⁹ Henze 2009, p. 624; Haar 2006, p. 542.

¹¹⁰ Op de peildatum ga ik hieronder niet nader in.

¹¹¹ Burgerhart 2008, p. 64-65, die de term *waardebegrip* hanteert. Hitchner 2006, p. 8; Krens 1999, p. 290.

bewerkstelligd dat de aandeelhouder een prijs ontvangt die onder de waarde in het economisch verkeer ligt.

§3.4.1 Waardering op basis van de kasstromen

Tot deze categorie waarderingmethoden behoren de *discounted cash flow* (DCF) methode, de rendementswaarde en de *adjusted present value* (APV) methode.¹¹² Met de *DCF-methode* wordt de waarde van de onderneming bepaald door de verwachte vrije kasstromen (*free cash flows*, oftewel FCF) van de onderneming contant te maken tegen de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet (*weighted average cost of capital*, WACC) van de onderneming.¹¹³ De verwachte vrije kasstromen is de hoeveelheid geld die een vennootschap aan haar aandeelhouders kan uitkeren nadat alle noodzakelijke investeringen voor de groei van de onderneming zijn betaald.¹¹⁴ Naast de som van de contant gemaakte vrije kasstromen tot aan de waarderingshorizon (*valuation horizon*), wordt ook de verwachte waarde van de onderneming aan het einde van de waarderingshorizon contant gemaakt (*terminal value*).¹¹⁵ De WACC wordt bepaald door het aandeel dat het eigen vermogen en het aandeel dat het vreemd vermogen heeft in het totale vermogen, te vermenigvuldigen met de kosten van het eigen vermogen (lees: vereiste rendement) respectievelijk de kosten van het vreemd vermogen (lees: rente).

De *adjusted present value* (APV) methode is een variant op de DCF-methode. Ten grondslag aan de DCF-methode ligt de assumptie dat de verhouding vreemd vermogen – eigen vermogen in de vermogensstructuur van de onderneming gelijk blijft.¹¹⁶ Deze methode houdt derhalve geen rekening met de variaties in de hoogte van het vreemd vermogen en de rentebetalingen die aftrekbaar zijn van de winstbelasting, als gevolg waarvan de kasstromen hoger of lager zijn en dus de waarde van de onderneming positief of negatief wordt beïnvloed.¹¹⁷ De APV methode berekent de waarde van de onderneming aan de hand van twee componenten: de waarde van de onderneming op grond van een vermogensstructuur die uitsluitend uit eigen vermogen bestaat en de contante waarde van de fiscaal aftrekbare rentebetalingen.¹¹⁸ De *rendementswaarde* van de aandelen in de onderneming is gelijk aan de waarde van de

¹¹² Burgerhart 2008, p. 65.

¹¹³ Slopsema 2010, p. 540. Zie uitgebreid Vis 2010, p. 170 e.v.

¹¹⁴ Brealey & Meyers 2003, p. 75-76

¹¹⁵ Brealey & Meyers 2003, 76-77.

¹¹⁶ De WACC wordt constant gehouden. Zie Koller, Goedhart, & Wessels 2010, p. 121; Burgerhart 2008, p. 68.

¹¹⁷ Burgerhart 2008, p. 68.

¹¹⁸ Koller, Goedhart & Wessels 2010, p. 121.

dividenden en andere uitkeringen en wordt berekend aan de hand van de verwachte toekomstige en het normatief rendementspercentage of rendementseis.¹¹⁹

Waarderingsmethoden die de waarde van de aandelen op grond van de geldstromen uit de onderneming waarderen, kunnen leiden tot een prijs die lager ligt dan de waarde in het economisch verkeer in het geval waarin de waarde van de activa hoger ligt dan de waarde van de contante waarde van de toekomstige geldstromen.

§3.4.2 Waardering op basis van de (verwachte) winst

Tot deze categorie waarderingmethoden behoren de rentabiliteitswaarde en de *Market Multiples Approach*.¹²⁰ Met de *rentabiliteitswaarde* wordt er een schatting gemaakt van de nettowinsten die de onderneming verwacht de komende jaren te genereren, op basis van het gewogen gemiddelde van gerealiseerde resultaten uit de afgelopen jaren. Deze nettowinst wordt genormaliseerd, dat wil zeggen dat op de behaalde winsten correcties worden aangebracht, onder meer door de buitengewone baten en lasten buiten beschouwing te laten.¹²¹ Het berekende genormaliseerde en gewogen gemiddelde resultaat wordt contant gemaakt tegen een rentabiliteitseis - een kostenvoet die de opportunity costs weerspiegelen (het geëiste rendement) – waaruit de rentabiliteitswaarde volgt.¹²² Met de *Market Multiples Approach* wordt de waarde van een onderneming bepaald aan de hand van verhoudingsgetallen of ratio's, ontleend aan de verhoudingen tussen financieel-economische variabelen van vergelijkbare (beursgenoteerde) ondernemingen (*relative valuation*).¹²³

Evenals waarderingmethoden waarmee de waardering van de aandelen aan de hand van de contante waarde van de toekomstige geldstromen wordt bepaald, leiden waarderingmethoden op basis van de winst tot een lagere prijs dan de waarde in het economisch verkeer van de aandelen in het geval dat de totale waarde van de activa hoger ligt dan deze waardering.

§3.4.3 Waardering op basis van de activa

Tot deze categorie behoren de intrinsieke waarde, de vervangingswaarde en de liquidatiewaarde.¹²⁴ De eerste waarderingmethode is de *intrinsieke waarde* of *boekwaarde*. Deze waarde is gebaseerd op het boekhoudkundig eigen vermogen van de onderneming.¹²⁵

¹¹⁹ R.P. Kool, waardering van incurante aandelen voor de belastingheffing, Deventer: Kluwer 2010, p. 62; Burgerhart 2008, p. 68.

¹²⁰ Burgerhart 2008, p. 65; Krens 1999, p. 290; Hitchner, p. 267.

¹²¹ Brealey-Meyers 2003, 76-77.

¹²² Slopsema 2010, p. 541; De Bruijn 2013; Burgerhart 2008, p. 65

¹²³ Zo kunnen de verhoudingen tussen de beurskoers en de winst of het geïnvesteerd vermogen en de winst, danwel de transactieprijs die zijn betaald bij de verkoop van vergelijkbare ondernemingen, worden gebruikt. Vgl. Ernst 1998, 21; Burgerhart 2008, p. 66.

¹²⁴ Zie Hitchner 2006, p. 317.

¹²⁵ Slopsema 2010, p. 541; Krens 1999, p. 290; Tiest 2009, p. 233.

Het eigen vermogen omvat het geplaatste kapitaal, het agio, de (wettelijke, statutaire en overige) reserves en de niet verdeelde winsten.¹²⁶ Uitgangspunt is het boekhoudkundig eigen vermogen zoals blijkt uit de laatst gepubliceerde jaarrekening, gewaardeerd volgens de waarderingsnormen die gelden voor deze activa en passiva.¹²⁷ De intrinsieke waarde is het saldo van de activa en de passiva, vermeerderd met de stille reserves en na aftrek van de belastingen.¹²⁸ Het boekhoudkundig eigen vermogen op de balans is een *historische* weergave van de waarde van de onderneming van het reeds afgesloten boekjaar.¹²⁹ De tweede waarderingsmethode is de *vervangingswaarde*. De vervangingswaarde van een onderneming is de som van de uitgaven die moeten worden gemaakt om de activa van een onderneming, tegen de waarde die ze op het moment van waardering hebben, aan te schaffen.¹³⁰ De derde waarderingsmethode is de *liquidatiewaarde*. De liquidatiewaarde van een onderneming is de som van de opbrengsten die de activa van een onderneming zouden opbrengen bij verkoop wegens faillissement op het moment van waardering, verminderd met de kosten van het afwikkelen van de passiva.¹³¹ De opbrengsten van de activa zijn afhankelijk van de wijze van verkoop. Bij een gedwongen verkoop (*forced liquidation*) brengen de activa doorgaans minder op dan bij verkoop op reguliere wijze (*orderly liquidation*).¹³² De liquidatiewaarde van een onderneming kan onder omstandigheden hoger liggen dan op de winst of geldstromen gebaseerde waarden. Zo zal de rentabiliteitswaarde van een onderneming, waarvan de marktwaarde van de activa hoog maar een aantal jaren geen winst genereert, lager liggen dan de liquidatiewaarde van de onderneming.¹³³

Waarderingsmethoden waarbij de waarde van de onderneming aan de hand van de activawaarde wordt vastgesteld, leiden tot een onderwaardering van de economische waarde van aandelen in een *winstgevende* onderneming. Zo wordt in de literatuur en de praktijk de intrinsieke waarde van een onderneming niet representatief geacht voor de economische waarde van een *winstgevende* onderneming, omdat de intrinsieke waarde is gebaseerd op boekhoudkundige waarden en dus de stille reserves en de verwachte geldstromen buiten beschouwing worden gelaten.¹³⁴ Omdat de verwachte geldstromen van belang worden geacht voor de berekening van de waarde in het economisch verkeer, zal naarmate de verwachte

¹²⁶ Artikel 2:373 lid 1 BW. Zie Tiest 2009, p. 232.

¹²⁷ Zie artikel 2:362 BW e.v.

¹²⁸ Burgerhart 2008, p. 65.

¹²⁹ Tiest 2009, p. 233.

¹³⁰ Vgl. Burgerhart 2008, p. 65; IVS 102, onder 5.

¹³¹ Hitchner 2011 p. 37; Burgerhart 2008, p. 66.

¹³² Zie Pratt 2008, p. 47.

¹³³ Zie bijvoorbeeld BGH ZIP 2006, 851.

¹³⁴ Ernst 1998, p. 19; Burgerhart 2008, p. 65; Slagter 2002, 27, p. 222-223; Mecklenbrauck 2000, p. 19.

geldstromen in omvang toenemen, het verschil tussen de waarde in het economisch verkeer en de boekwaarde in omvang toenemen.¹³⁵

§3.5 Structuur van een prijsbepalingsregeling

In de praktijk worden prijsbepalingsregelingen op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager dan de werkelijke waarde ligt, doorgaans op een van de volgende twee manieren gestructureerd. De eerste manier is de toepassing van een kortingspercentage op de berekende waarde, dat veelal varieert tussen de 10% tot 50%.¹³⁶ De tweede bepaling die in veel prijsbepalingsregelingen wordt aangetroffen is de clausule dat in de bepaalde omstandigheden de prijs die de aandeelhouder voor zijn aandelen ontvangt, wordt berekend op grond van de *pro rata parte* intrinsieke waarde of de nominale waarde, in plaats van de waarde in het economisch verkeer of "fair value". Deze "werkelijke waarde" wordt aan de hand van een bepaalde waarderingsformule berekend (regelmatig een variant van de DCF-methode of de rentabiliteitswaarde) of overgelaten aan een onafhankelijke deskundige.

§3.6 Toetsing door de geschillenrechter

Zoals uit de beschrijving van de prijsbepalingsprocedure in §2.3.2 blijkt, wordt de toepassing van de prijsbepalingsregeling in het concrete geval door de rechter aan artikel 2:340 lid 3 BW getoetst. In deze paragraaf wordt de parlementaire geschiedenis bij deze bepaling besproken.

Het uitgangspunt bij prijsvaststelling is de contractvrijheid.¹³⁷ Prijsbepalingsregels op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die afwijkt van de waarde in het economisch verkeer, kunnen in de statuten of een overeenkomst worden vastgelegd. Met deze regeling verruimt de wetgever de inrichtingsvrijheid van de aandeelhouders. In de parlementaire geschiedenis bij de invoering van de geschillenregeling naar oud recht in 1988 gaf Minister Korthals Altes aan dat de statuten geen waarderingsregels mogen bevatten die leiden tot een lagere waarde dan de 'werkelijke waarde' van de aandelen.¹³⁸ Volgens Minister Korthals Altes konden prijsbepalingsregels die zodanig van deze waarde afweken dat de resulterende waarde als kennelijk onredelijk moest worden beschouwd, dan ook geen departementale goedkeuring verkrijgen. Voorbeelden van dergelijke kennelijk onredelijke bepalingen waren de 'bepaling, dat voor de prijsvaststelling van aandelen de activa op boekwaarde moeten worden gewaardeerd', de 'bepaling ingevolge welke de rentabiliteitswaarde – en daarmee de goodwill – buiten

¹³⁵ In dezelfde zin: Mecklenbrauck 2000, p. 22.

¹³⁶ Zie de rechtspraak in de hoofdstukken 4 en 6.

¹³⁷ Kamerstukken II, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103.

¹³⁸ *Kamerstukken I*, 1987-1988, 18904, nr. 57c, p. 1. Verwezen werd naar §26 Departementale richtlijnen: "...de statuten normen bevatten om de werkelijke waarde van de aandelen vast te stellen. De prijs die een derde heeft geboden, mag niet als maatstaf worden aangewezen. Maatstaven die leiden tot een kennelijk onredelijke waardering worden niet toegestaan."

beschouwing moet worden gelaten' en de bepaling dat de waarde van de aandelen gesteld moet worden op een bepaalde vermenigvuldigingsfactor van het gemiddelde dividend over de afgelopen tien jaren.¹³⁹ Bij de afschaffing van preventief toezicht, waardoor de departementale richtlijnen vervielen, werd o.m. artikel 195a lid 3 ingevoegd. In de parlementaire geschiedenis werd ten aanzien van dat artikel opgemerkt dat de aandeelhouder op grond daarvan een redelijke prijs moet ontvangen.¹⁴⁰

In het Ambtelijk Voorontwerp van de Wet flexibilisering en vereenvoudiging BV-recht werd aan de aandeelhouders meer vrijheid geboden om in de statuten prijsbepalingsregels op te nemen die in de geschillenregeling zouden worden toegepast, in die zin dat de deskundigen bericht dienden uit te brengen over de waarde van de aandelen 'in het economisch verkeer' en dat de rechter slechts met de eigen waarderingsregels rekening kon houden voor zover dat leidde tot een billijke prijs (artikel 2:340 lid 1 BW).¹⁴¹ De Gecombineerde Commissie Vennoetschapsrecht uitte in haar advies van 30 september 2005 kritiek op deze bepalingen:

"Dat schept niet alleen een ongewenste rechtsonzekerheid, maar vormt een verder niet geadstrueerde inbreuk op de contractsvrijheid van partijen. De Gecombineerde Commissie meent dat de regelingen zoals partijen die blijkens de statuten of overeenkomst zijn overeengekomen moeten prevaleren, tenzij door een uittreedende of uit te stoten aandeelhouder in bijzondere gevallen aan die regeling te houden *diegenen die dat doen misbruik maken van hun recht*."¹⁴² (curs. MRT)

Naar aanleiding van de aanbevelingen van de Commissie Vennoetschapsrecht in september 2004 en de consultatie heeft de wetgever de wettelijke regeling aangepast. In de reacties op de consultatie werd de kritiek geuit dat er een te gering gewicht zou toekomen aan de vrijheid van aandeelhouders om hun verhouding in de statuten of een overeenkomst naar eigen inzichten in te richten.¹⁴³ Zoals uit artikel 2:337 lid 1 BW blijkt, staat de autonomie van de aandeelhouders voorop. Statutaire en contractuele prijsbepalingsregels gaan voor de wettelijke regeling. De toelichting vermeldt:

"In het wetsvoorstel wordt deze vrijheid van partijen weer vooropgesteld, met dien verstande dat de rechter daaraan voorbij kan gaan *voor zover dat tot een kennelijk onredelijke prijs zou leiden* (zie het voorgestelde artikel 340 lid 3). Opmerking verdient dat bij de beoordeling of sprake is van een kennelijk onredelijke prijs, gelet zal moeten worden op de concrete omstandigheden van het geval. *Het is dus mogelijk dat een met inachtneming van een statutaire of overeengekomen regeling bepaalde prijs onder normale omstandigheden*

¹³⁹ *Kamerstukken I*, 1987-1988, 18904, nr. 57c, p. 2.

¹⁴⁰ *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3, blz. 8. Zie *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103.

¹⁴¹ Zie *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103; Voorontwerp tweede tranche, in: Van den Ingh & Nowak 2008, p. 55.

¹⁴² Advies van de Gecombineerde Commissie Vennoetschapsrecht van 30 september 2005 inzake de tweede tranche, in: Van den Ingh & Nowak 2008, p. 322-323.

¹⁴³ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103.

wel door de beugel kan, maar niet onder de omstandigheden die de desbetreffende aandeelhouder grond gaven voor het instellen van zijn vordering tot uittreding. Overigens brengt de formulering «kennelijk onredelijke prijs» – die neerkomt op een uitwerking van de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid (artikel 6:2 lid 2 BW) – tot uitdrukking dat de rechter zich terughoudend moet opstellen: slechts in sprekende gevallen zal tot een correctie mogen worden besloten (curs. MRT)."¹⁴⁴

Op grond van de parlementaire geschiedenis kan dus worden opgemaakt dat de aandeelhouders in beginsel naar eigen inzicht, binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid, de statutaire en contractuele prijsbepalingsregelingen kunnen inrichten.¹⁴⁵ De toetsing van de rechter fungeert als 'minimumwaarborg', in zoverre dat de rechter slechts prijsbepalingsregels buiten toepassing kan laten indien de toepassing van de prijsbepalingsregels ertoe leidt dat de aandeelhouder een prijs ontvangt die zodanig laag is, dat deze naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar moet worden geacht. Bij de toetsing van de prijsbepalingsregels dient de rechter de algemene regels van het Nederlandse privaatrecht in acht te nemen.¹⁴⁶ Het gebrek aan additionele handvatten leidt er desalniettemin toe dat de norm in artikel 2:340 lid 3 BW niet is verengd en het derhalve onduidelijk is, wanneer de rechter van deze correctieregel gebruik zal maken.

¹⁴⁴ *Kamerstukken II*, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 103-104.

¹⁴⁵ Vgl. De Vries 2010, p. 283.

¹⁴⁶ Advies van de Commissie vennootschapsrecht over het wetsvoorstel inzake de vereenvoudiging en flexibilisering van het bv.-recht (bijlage bij Kamerstuk 31 058 nr. 3), p. 16.

§3.7 Conclusie

Volgens de wetgever staat de autonomie van de aandeelhouders bij het vormgeven van een statutaire of contractuele geschillenregeling voorop. Daarop kan instemmend worden gereageerd. Het regime in artikel 2:192 lid 1 en 3 BW biedt veel vrijheid om een statutaire uittreedregeling vast te leggen en ook aan contractuele regelingen wordt, binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid, de ruimte gegeven. De partijen kunnen daarbij een efficiënte en effectieve prijsbepalingsregeling opstellen, zodat de financiële en economische kosten van uittreding tussen de overige aandeelhouders en de uittredende aandeelhouder kunnen worden verdisconteerd. De norm waaraan prijsbepalingsregelingen worden getoetst, zo volgt uit de wetshistorie bij artikel 2:340 lid 3 BW, is de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid. De door de wetgever geboden handvatten zijn echter summier. In het volgende hoofdstuk zal worden getracht op grond van de bestaande rechtspraak en de literatuur de norm in 2:340 lid 3 BW te specificeren en uit te werken.

Hoofdstuk 4 – Toetsing van prijsbepalingsregels: jurisprudentie

§4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is besproken welke economische motieven ten grondslag liggen aan een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen. Daarnaast is de norm waaraan een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling wordt getoetst, artikel 2:340 lid 3 BW, geïntroduceerd en is geconstateerd dat de regel een uitwerking is van de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid, zoals gecodificeerd in 6:2 lid 2 BW. In dit hoofdstuk wordt onderzocht welke omstandigheden, volgens de rechtspraak en de literatuur, een rol spelen bij de beoordeling of er in een concreet geval aan de norm in artikel 2:340 lid 3 BW is voldaan. Eerst zal worden besproken, welke omstandigheden en factoren een rol spelen bij de redelijkheid van de inhoud van een prijsbepalingsregeling (§4.2). Vervolgens worden de omstandigheden en factoren besproken aan de hand waarvan de redelijkheid van de prijs bij de toepassing van de prijsbepalingsregels wordt beoordeeld. Achtereenvolgens komen aan bod de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen (§4.3) en de gedragingen van de aandeelhouders en de vennootschap die tot het instellen van de uittreedvordering hebben geleid (§4.4). Ik sluit af met conclusies (§4.5).

§4.2 De discrepantie tussen prijs en waarde

In het geval dat de aandeelhouder volgens een prijsbepalingsregeling een prijs ontvangt die zodanig laag is dat deze kennelijk onredelijk moet worden geacht, wordt de prijsbepalingsregeling uiterst bezwaarlijk geacht en blijft deze buiten toepassing.¹⁴⁷ In deze paragraaf wordt onderzocht aan de hand van welke omstandigheden de redelijkheid van de prijs wordt beoordeeld.

§4.2.1 Rechtspraak: *Ramsley, Hoffmann en Ninoju*

Volgens de rechtspraak van de Hoge Raad staat de contractsvrijheid van de aandeelhouders voorop. Aandeelhouders mogen instemmen met prijsbepalingsregelingen, op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de waarde in het economisch verkeer.

In *Ramsley* oordeelde het Hof 's-Gravenhage over de toepassing van een waarderingsregeling in een aandeelhoudersovereenkomst bij contractuele uitstoting.¹⁴⁸ De aandeelhouder hield via een persoonlijke houdermaatschappij aandelen in een vennootschap die actief was in de werving en selectie van personeel. In de prijsbepalingsregeling was een waarderingsformule

¹⁴⁷ Zie *supra* §2.3.3.

¹⁴⁸ Hof 's-Gravenhage 7 augustus 2008, *JOR* 2008/262 (*Ramsley*), r.o. 37.

vastgelegd op grond waarvan de prijs bij uitstoting op grond van een *incompatibilité d'humeurs* of een *non-performance* gelijkgesteld werd aan het *pro rata parte* gedeelte van de *intrinsieke waarde van de onderneming zonder inbegrip van de goodwill* indien het aandeelhouderschap drie (3) jaar of langer doch korter dan zeven (7) jaar had geduurd, en 70-100% van de 'volle waarde' (berekend volgens de rentabiliteitsmethode) indien het aandeelhouderschap 7 tot 10 jaren of langer had geduurd. Het hof overwoog dat "niet goed valt in te zien waarom het beginsel van de contractsvrijheid [...] zou moeten terugtreden", indien een aandeelhouder heeft ingestemd met een regeling op grond waarvan hij bij gedwongen uitkoop minder dan de werkelijke waarde voor zijn aandelen ontvangt.¹⁴⁹ Volgens het hof is er in de verhouding tussen (minderheids- en meerderheids-) aandeelhouders niet, of in veel mindere mate, sprake van een afhankelijke positie van de aandeelhouder die met de prijsbepalingsregeling instemt.¹⁵⁰

Niet alleen het Hof 's-Gravenhage geeft de aandeelhouders de ruimte om van de wet afwijkende prijsbepalingsregels overeen te komen. In *Hoffmann* stond de Hoge Raad toe dat een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder een prijs die onder de werkelijke waarde van de aandelen lag, in een uitstootprocedure werd toegepast. Volgens de prijsbepalingsregeling werd aan de houder van de aandelen – waarvan het dividendrecht was gemaximeerd tot de wettelijke rente – bij overdracht van zijn aandelen niet meer dan de *nominale waarde* van de aandelen uitgekeerd.¹⁵¹

Uit *Ramsley* en *Hoffmann* kan dus worden opgemaakt dat in de rechtspraak veel ruimte wordt gelaten aan contractuele regelingen op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen.¹⁵² Een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder bij de gedwongen overdracht van zijn aandelen een prijs ontvangt die gelijk is aan de *pro rata parte* boekwaarde van de onderneming of 70% van de afgesproken rentabiliteitswaarde betreft, is in beginsel niet onredelijk. In de parlementaire geschiedenis en de rechtspraak zijn geen aanvullende criteria geformuleerd aan de hand waarvan kan worden vastgesteld of de afgesproken prijs kennelijk onredelijk moet worden geacht. In de lagere rechtspraak is een prijsbepalingsregeling wel buiten toepassing gelaten, omdat de prijs te laag werd geacht. In *Ninoju* oordeelde de Rechtbank Roermond in een uittreedprocedure dat de *Stuttgarten Verfahren* waarderingmethode niet tot een *redelijke* prijsbepaling leidt, omdat met

¹⁴⁹ Hof 's-Gravenhage 7 augustus 2008, JOR 2008/262 (*Ramsley*), r.o. 37.

¹⁵⁰ Hof Amsterdam (OK) 7 augustus 2008, JOR 2008/262, m. nt. C. Stokkermans (*Ramsley*), r.o. 37. Het cassatieberoep werd verworpen met een beroep op artikel 81 RO.

¹⁵¹ HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, m. nt. Maeijer (*Hoffmann*).

¹⁵² De Kluiver 2010, p. 23.

toepassing van de methode de prijs op 47% van de aandelenwaarde werd vastgesteld.¹⁵³ Onder het huidige recht dient de rechter de *Stuttgarten Verfahren* methode echter terughoudender te toetsen, omdat de prijsbepalingsregels niet mogen leiden tot een *kennelijk onredelijke prijs* (2:340 lid 3 BW).¹⁵⁴ Op grond van dezelfde reden kunnen de voorbeelden van Minister Korthals Altes in de parlementaire geschiedenis bij de invoering van de geschillenregeling naar oud recht in 1988, ook niet als aanknopingspunten fungeren.¹⁵⁵

Uit de rechtspraak kan dus opgemaakt dat de contractsvrijheid bij prijsvaststelling door partijen als beginsel voorrang geniet, maar er geen omstandigheden of factoren zijn genoemd waaraan kan worden getoetst of de inhoud van prijsbepalingsregeling kennelijk onredelijk is.

§4.2.2 Literatuur

In de literatuur zijn gezichtspunten geformuleerd aan de hand waarvan de redelijkheid van een prijsbepalingsregeling kan worden beoordeeld. Volgens De Kluiver dienen de objectieve kosten van de beëindiging van de samenwerking in de redelijkheid van de prijs te worden verdisconteerd.¹⁵⁶ De korting die op de waarde van de aandelen wordt toegepast, kan worden gerechtvaardigd door de kosten die de aandeelhouders en de vennootschap door de financiering van de uittrekking (met vreemd vermogen) moeten dragen.¹⁵⁷ Volgens anderen, met name Stokkermans, staat het boete-element van de prijsbepalingsregeling voorop. Stokkermans kan de norm in artikel 2:340 lid 3 BW dat de prijs die op grond van de eigen regeling voor de aandelen moet worden betaald niet onredelijk mag zijn, worden opgevat als de mogelijkheid tot rechterlijke matiging van boetes.¹⁵⁸ Gezien het feit dat prijsbepalingsregels in het belang van de vennootschap bij de waarborging van haar voortzetting zijn opgesteld, kan mijns inziens bij de benadering van De Kluiver het beste worden aangesloten.

In de literatuur zijn enkele pogingen gedaan om een kennelijk onredelijke prijsbepalingsregel te formuleren. Volgens Bulten is de regel dat een aandeel “*maximaal tien eurocent waard is,*”¹⁵⁹ kennelijk onredelijk. Volgens Snijders-Kuipers is “de verkoopprijs die gelijk is aan de nominale waarde (van één eurocent) terwijl het bedrijf gestart is met een aanzienlijk vermogen en in combinatie met het voorschrift dat deze prijsbepalingsregel alleen van toepassing is indien een met naam en toenaam genoemde aandeelhouder een beroep op de regel doet,” ook kennelijk

¹⁵³ De *Stuttgarten Verfahren* is een waarderingsmethode gebaseerd op een combinatie van de netto waarde van de activa en de rentabiliteitswaarde. Zie Rb. Roermond 6 juli 2011, JOR 2011/284, m. nt. Bulten (*Ninoju*), r.o. 2.14-2.17.

¹⁵⁴ Noot Bulten onder Rb. Roermond 6 juli 2011, JOR 2011/284, onder 7.

¹⁵⁵ Zie supra §3.6.

¹⁵⁶ De Kluiver 2010, p. 23.

¹⁵⁷ De Kluiver 2010, p. 23.

¹⁵⁸ Stokkermans 2008b, p. 135.

¹⁵⁹ Bulten 2011a, p. 296.

onredelijk.¹⁶⁰ De regel van Bulten zou men kunnen classificeren als een *de facto* uitsluiting van prijsvaststelling. Snijders-Kuipers lijkt zich met het voorbeeld te richten op objectieve en evidente benadeling van een *specifieke* aandeelhouder, waarbij de evidente benadeling zou blijken uit het aanzienlijke verschil tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen (de *pro rata parte* ondernemingswaarde).

Ik sluit mij graag aan bij de benadering in de rechtspraak en de heersende mening in de literatuur dat de rechter zich bij de toetsing van prijsbepalingsregels aan artikel 2:340 lid 3 BW terughoudend dient op te stellen.¹⁶¹ Volgens het hof in *Ramsley* dient de contractsvrijheid voorop te staan. Stemt een aandeelhouder in met de prijsbepalingsregeling en verkeert de aandeelhouder op dat moment niet in een afhankelijke positie verkeert, dan dient de prijsbepalingsregeling mijns inziens niet onredelijk te worden geacht.¹⁶² Het beginsel van contractsvrijheid met zich dat de aandeelhouder in beginsel zelf moet kunnen beschikken over zijn positie.¹⁶³ De algemene regels van het burgerlijk recht met betrekking tot wilsgebreken (dwaling, bedrog, misbruik van omstandigheden) en het instemmingvereiste van artikel 2:192 lid 3 BW, bieden de aandeelhouder voldoende waarborgen.

§4.3 Discrepantie tussen prijs en waarde bij toepassing

Tussen de prijs die conform de prijsbepalingsregeling voor de aandelen moet worden betaald en de werkelijke waarde van de aandelen, kan er na verloop van tijd een aanzienlijke discrepantie ontstaan. In deze paragraaf wordt ingegaan op de vraag, in hoeverre deze discrepantie als relevante omstandigheid wordt aangemerkt en onder welke omstandigheden het kennelijk onredelijk is om de aandeelhouder aan de prijsbepalingsregeling te houden.

§4.3.1 Rechtspraak

Uit de arresten *Ramsley* en *Hoffmann* volgt reeds dat een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen, als enkele omstandigheid van onvoldoende gewicht is om de prijsbepalingsregels buiten toepassing te laten. In de twee onderstaande arresten, *Flexdrivers* en *Fenland*, heeft de rechter deze regel benadrukt.

In het arrest *Flexdrivers* heeft het Hof 's-Hertogenbosch geoordeeld dat vanwege het doel dat partijen met een prijsbepalingsregeling beogen – objectief rekenkundige prijsvaststelling - het verschil tussen de afgesproken prijs en de waarde in beginsel geen relevante omstandigheid is die bij de toetsing aan de redelijkheid en billijkheid in aanmerking wordt genomen. Tussen de

¹⁶⁰ Snijders- Kuipers 2012, p. 8-11.

¹⁶¹ De Kluiver 2010, p. 25; Bulten 2011a, p. 213.

¹⁶² In dezelfde zin: Portengen 2006, p. 71-72.

¹⁶³ Zie ook Kroeze 2005, p. 69-71 en Doorman 2001, p. 428-432.

aandeelhouders van Flexdrivers (Schat Beheer, Thijver en Derijck) bestond een aandeelhoudersovereenkomst, op grond waarvan bij vertrek, vrijwillig of gedwongen, uit de werkrelatie met Flexdrivers, de vertrekkende partij verplicht was zijn aandelen aan de overblijvende partij(en) aan te bieden en de overblijvende partijen verplicht waren de aandelen te kopen op basis een overeengekomen waarderingsformule.” Na aanvraag van het faillissement van de vennootschap vorderde Thijver overname van zijn aandelen tegen de uit de regeling voortvloeiende prijs. Schat Beheer stelde dat het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is dat de prijsbepalingsregels worden toegepast, omdat de waarderingsformule uitgaat van een *going-concern* situatie. Het hof overwoog dat het enkele feit dat de onderneming van Flexdrivers, en de aandelen, geen waarde meer zouden vertegenwoordigen, niet relevant is. Aangezien partijen de regeling juist afspreken om de waarde van de aandelen objectief rekenkundig (en daarmee abstract) te kunnen bepalen, is er volgens het hof geen plaats voor discussie over de “feitelijke” waarde en geen ruimte voor ‘mogelijke andere, nadien opgetreden, bijkomende factoren die van invloed zijn op de waarde van de aandelen’. Van belang is dat de partijen hebben beoogd, in het geval van een geschil waarbij verder samenwerking is uitgesloten, er een *objectieve basis* voor de afrekening bestaat.¹⁶⁴

In het arrest *Fenland* paste Rechtbank Utrecht in een uittredingsprocedure een soortgelijke redenering toe.¹⁶⁵ In deze casus vorderde de directeur van Fenland, houder van 32,5% van de aandelen in Mede Groep B.V., nadat de managementovereenkomst tussen Fenland en Mede Groep B.V. was opgezegd, overname van zijn aandelen tegen een door een onafhankelijke deskundige vastgestelde prijs. Tussen de aandeelhouders was een aandeelhoudersovereenkomst van kracht, waarin een regeling is vastgelegd op grond waarvan de aandeelhouder bij de beëindiging van de managementovereenkomst met Mede wordt verplicht zijn aandelen over te dragen en de overige aandeelhouders de aandelen over te nemen. In de aandeelhoudersovereenkomst was een waarderingsformule vastgelegd die inhoudt dat de prijs van de aandelen wordt vastgesteld aan de hand van de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde per aandeel. De uittredende aandeelhouder stelde dat het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is te worden gehouden aan de regeling omdat deze leidt tot een prijs “vele malen onder de werkelijke waarde.” De rechtbank oordeelde dat de prijs met inachtneming van de prijsbepalingsregels konden worden

¹⁶⁴ Hof 's-Hertogenbosch 25 maart 2008, JOR 2008/189 (*Flexdrivers*), r.o. 4.10.6.

¹⁶⁵ Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (*Fenland*).

vastgesteld, aangezien de aandeelhoudersovereenkomst een toepasbare regeling bevatte¹⁶⁶ en dat partijen met het sluiten van de aandeelhoudersovereenkomst voor deze invulling ter voorkoming van onzekerheid hebben gekozen voor het geval de aandelen gewaardeerd dienden te worden.¹⁶⁷

§4.3.2 Literatuur

Uit de rechtspraak kan derhalve worden afgeleid dat de *enkele* omstandigheid dat de prijs lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen, in beginsel onvoldoende is om de prijs kennelijk onredelijk te achten. Of deze koers door de rechter zal worden vervolgd, is uiteraard niet op voorhand te zeggen.¹⁶⁸ Uit de parlementaire geschiedenis kan echter worden opgemaakt, dat het enkele verschil tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde bij de toepassing van de prijsbepalingsregels *wel* tot een kennelijk onredelijke prijs in de zin van artikel 2:340 lid 3 BW kan leiden. Volgens de aanbevelingen van de Commissie Vennootschapsrecht, die de wetgever blijkens de wetshistorie in aanmerking heeft genomen, leiden prijsbepalingsregels tot een naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar resultaat indien uit die regeling een “gelet op de ontwikkelingen in de vennootschap inmiddels in redelijkheid veel te lage prijs voortvloeit.”¹⁶⁹ Hieruit kan worden opgemaakt dat de rechter de prijsbepalingsregeling buiten toepassing kan laten, indien door waardevermeerdering van de aandelen de discrepantie naar het oordeel van de rechter kennelijk onredelijk moet worden geacht.¹⁷⁰

In aanmerking genomen de inrichtingsvrijheid van de aandeelhouders en de flexibiliteit van de BV als rechtsvorm, is het wenselijk dat de geschillenrechter zich net zou terughoudend opstelt als de rechter in *Flexdrivers* en *Ramsley*. Prijsbepalingsregels dienen om de prijs op objectieve wijze te kunnen berekenen. Een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen die *na de totstandkoming van de prijsbepalingsregels* is ontstaan, dient door de rechter zo min mogelijk in overweging te worden genomen.

§4.4 Gedragingen van aandeelhouders

In deze paragraaf wordt besproken welke omstandigheden die aanleiding gaven tot het instellen van de vordering tot uittreding, volgens de rechtspraak en de literatuur mee kunnen brengen dat toepassing van de prijsbepalingsregels in die omstandigheden tot een kennelijk onredelijke prijs zou leiden en derhalve buiten toepassing dienen te blijven.

¹⁶⁶ Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (*Fenland*), r.o. 4.4.

¹⁶⁷ Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (*Fenland*), r.o. 4.13.

¹⁶⁸ De Kluiver 2010, p. 24-25; De Vries 2012, p. 106.

¹⁶⁹ *Kamerstukken II*, 2006/2007, 31058, nr. 3, p. 21 en 103-104.

¹⁷⁰ Met name de boekwaarde methode, waarmee de ‘stille reserves’ en de verwachte geldstromen buiten beschouwing worden gelaten, kan bij een winstgevende onderneming leiden tot een aanzienlijke discrepantie tussen waarde en prijs.

§4.4.1 Rechtspraak: *Newton 21*

In de beschikking *Newton 21* boog de Ondernemingskamer zich over de vraag of een prijsbepalingsregeling bij de toewijzing van een uittreedvordering na ontslag van de aandeelhouder als bestuurder, kon worden toegepast.¹⁷¹ Aandeelhouder Van Meer vorderde de overname van zijn aandelen in de vennootschap *Newton 21 The Netherlands BV* op grond van artikel 2:343 lid 1 BW nadat hij als statutair bestuurder van dezelfde vennootschap was ontslagen. Volgens Van Meer rechtvaardigden de abrupte wijze waarop hij als bestuurder en als werknemer was ontslagen – met onmiddellijke ingang – en dat de mede-aandeelhouders hem informatie over het reilen en zeilen van de vennootschap onthielden, de uittreding.¹⁷² In de arbeidsovereenkomst was bepaald dat in de situatie waarin het dienstverband van de bestuurder wordt opgezegd, hij verplicht was zijn aandelen over te dragen en de prijs van het aandelenpakket op grond van een formule in de samenwerkingsovereenkomst moest worden bepaald.¹⁷³ De Ondernemingskamer overwoog ten eerste dat de prijsbepalingsregels in de omstandigheden van het geval toepasbaar zijn.¹⁷⁴ Vervolgens ging de Ondernemingskamer over tot de uitleg van de prijsbepalingsregels, in het bijzonder de zinsnede “over de drie aan de overdracht voorafgaande boekjaren”. Volgens de Ondernemingskamer zijn de omstandigheden die een rol spelen bij het oordeel dat er sprake is van een situatie zoals bedoeld in artikel 2:343 lid 1 BW, bij de uitleg van de prijsbepalingsregels irrelevant, behoudens wanneer een redelijke uitleg van de prijsbepalingsregels daarvoor de ruimte zou geven.¹⁷⁵

Uit de overwegingen van de Ondernemingskamer valt derhalve duidelijk op te maken dat contractuele prijsbepalingsregels bij uittreding worden toegepast, indien door uitleg van de prijsbepalingsregels wordt vastgesteld dat de toepassing in de omstandigheden van het geval is beoogd en de toepassing van de prijsbepalingsregels niet kennelijk onredelijk is (artikel 2:340 lid 3 BW). De Ondernemingskamer acht de prijsbepalingsregels *in casu* voldoende duidelijk om zonder deskundigenbenoeming de prijs vast te stellen, maar vanwege onduidelijkheid omtrent de juistheid van de cijfers werd alsnog een deskundige benoemd die met inachtneming van de

¹⁷¹Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006/70 m. nt. Bulten (*Newton 21*).

¹⁷²Rb. Breda 25 juni 2003, n.g., r.o. 3.2, zie noot Bulten onder het arrest.

¹⁷³De prijs werd bepaald aan de hand van een variant van de rentabiliteitsmethode: “de waarde van het materieel eigen vermogen (kapitaal plus reserves) (intrinsieke waarde) van [de vennootschap] genomen, vermeerderd met vijf maal het gemiddelde resultaat, netto na belasting over de drie aan de overdracht voorafgaande boekjaren.” Zie Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006/70 m. nt. Bulten (*Newton 21*), r.o. 4.2.

¹⁷⁴Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006/70 m. nt. Bulten (*Newton 21*), r.o. 4.6. De rechtbank had door middel van uitleg vastgesteld dat de prijsbepalingsregels van toepassing konden worden geacht in de omstandigheden van het geval en volgens de Ondernemingskamer kon uit de uitingen van de partijen worden afgeleid dat zij met deze uitleg hadden ingestemd.

¹⁷⁵Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006/70 m. nt. Bulten (*Newton 21*), r.o. 4.11.

waarderingsformule de waarde van de aandelen moest bepalen.¹⁷⁶ Worden de prijsbepalingsregels toegepast, dan moet door middel van uitleg worden vastgesteld of de omstandigheden die aanleiding gaven voor het instellen van de uittreedvordering, voor de toetsing van de prijsbepalingsregels eveneens relevant moeten worden geacht.

§4.4.2 Literatuur: verwijtbaarheid

In de parlementaire geschiedenis wordt slechts vermeld dat de toepassing van de prijsbepalingsregels in de *omstandigheden* die aanleiding tot het instellen van de uittreedvordering kan leiden tot een kennelijk onredelijke prijs ex artikel 2:340 lid 3 BW, zonder specifieke factoren te benoemen. In de literatuur wordt de *verwijtbaarheid* van de gedragingen van de overige aandeelhouders of de vennootschap als belangrijke factor genoemd die de rechter bij de toetsing aan artikel 2:340 lid 3 BW in overweging moet nemen.

§4.4.3 Verwijtbare gedragingen

De aandeelhouder kan door gedragingen die in de kern aan de vennootschap of de overblijvende aandeelhouders te verwijten zijn, in een zodanige positie terechtkomen dat het voortduren van het aandeelhouderschap van de aandeelhouder niet meer kan worden geveegd. Reeds genoemde voorbeelden van deze gedragingen zijn misbruik van meerderheidsmacht, *tunneling* en uithongering van de minderheidsaandeelhouder door winstreservering.¹⁷⁷

De aandeelhouders en de vennootschap dienen bij hun handelen de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid jegens elkaar in acht te houden.¹⁷⁸ De individuele aandeelhouder mag erop vertrouwen dat de overige aandeelhouders en de vennootschap zich aan deze gedragsnorm houden. Door verwijtbare gedragingen die in strijd zijn met de vennootschapsrechtelijke regels of onrechtmatig handelen, wordt deze fundamentele gedragsnorm geschonden en wordt de aandeelhouder evident in zijn rechten en belangen geraakt. In deze omstandigheden is afwijking van het principe dat de aandeelhouder niet hoeft te worden beschermd tegen de gevolgen van instemming met prijsbepalingsregels, gerechtvaardigd.¹⁷⁹ De rechter dient mijns inziens te voorkomen dat door schending van de gedragsnorm de minderheidsaandeelhouder onrechtvaardig in zijn belangen wordt geraakt.

In de literatuur wordt aangenomen dat in geval van uittreding wegens verwijtbaar gedrag van de overige aandeelhouders of de vennootschap een beroep op de prijsbepalingsregels in strijd met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid moet worden geacht. In het algemeen wordt het

¹⁷⁶ Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006/70 m. nt. Bulten (*Newton 21*), r.o. 4.16.

¹⁷⁷ Zie *supra* hoofdstuk 2.

¹⁷⁸ Zie 2:8 BW. Kamerstukken II, 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 4.

¹⁷⁹ Vgl. de Vries 2010, p. 283.

perspectief ingenomen dat de overige aandeelhouders of de vennootschap niet door verwijtbaar handelen een economisch voordeel ten koste van de beknelde aandeelhouder mogen verwerven. De toepassing van prijsbepalingsregels bij uittreding door verwijtbaar gedrag van de overige aandeelhouders of de vennootschap leidt tot een *de facto* beloning van laatstgenoemden, omdat de aandelen tegen een lagere prijs dan de werkelijke waarde van de aandelen worden verkregen en de overige aandeelhouders bij de toepassing *financieel voordeel* genieten.¹⁸⁰ Dit voordeel vormt een prikkel om uittreding uit te lokken en daarom dient de rechter een aanzienlijk verschil tussen de prijs en de werkelijke waarde niet terughoudend te toetsen. Volgens Schwarz dient de redelijkheid en billijkheid bij uittreding steeds mee te brengen dat de aandeelhouder recht heeft op een prijs gelijk aan de waarde in het economisch verkeer van de aandelen.¹⁸¹ De toepassing van de prijsbepalingsregels kan ook onredelijk worden geacht gezien het doel dat de aandeelhouder met de regels hebben beoogd. Volgens de Kluiver kan worden aangenomen dat de meerderheidsaandeelhouder beoogt te profiteren van de door zijn verwijtbaar gedrag veroorzaakte uittreding van de aandeelhouder en dient de uittredende aandeelhouder in dat geval niet verantwoordelijk te worden gehouden voor de voortgang van de onderneming.¹⁸²

In dit verband kunnen de criteria van rechtsmisbruik worden toegepast (3:13 BW). Maakt een partij misbruik van zijn recht, dan wordt het beroep op de prijsbepalingsregels naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar geacht.¹⁸³ Een voorbeeld van omstandigheden waarin een beroep op de prijsbepalingsregels kennelijk onredelijk kan worden beschouwd, is het geval waarin de hoogte van de prijs mede op grond van de uitgekeerde winsten wordt bepaald en de aandeelhouder bekneld raakt door voortdurende winstreservering, zonder dat deze winstreservering in het belang van de vennootschap is.¹⁸⁴ Een andere, veel voorkomende situatie waarin de uittredende aandeelhouder door verwijtbaar gedrag van de overige aandeelhouders kennelijk onredelijk in zijn belangen kan worden geraakt, doet zich voor in aandeelhouder-bestuurder constructies. Is de prijsbepalingsregeling van toepassing bij de beëindiging van het dienstverband, dan kan de toepassing van de regeling kennelijk onredelijk zijn, bijvoorbeeld als het ontslag van de aandeelhouder als bestuurder kennelijk onredelijk is.¹⁸⁵

¹⁸⁰ De Vries 2010, p. 284. Zie ook Rutten en Gerretsen 2006, p. 18; Slagter 1984, p. 24-25.

¹⁸¹ Schwarz 2009, p. 21.

¹⁸² De Kluiver 2007, p. 118.

¹⁸³ HR 16 oktober 1998, NJ 1998, 896; Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III* 2010, nr. 413; Hartlief 2003 p. 58-60; Rijken 1998, nr. 38.

¹⁸⁴ Vgl. Slagter 1984, p. 26-27.

¹⁸⁵ In dezelfde zin: Wateler 2002, p. 129.

Samenvattend, de verwijtbaarheid van de gedragingen van de aandeelhouders of de vennootschap speelt een rol bij de beoordeling of de toepassing van de prijsbepalingsregels ex artikel 2:340 lid 3 BW kennelijk onredelijk moet worden geacht.

§4.4.4 Niet-verwijtbare gedragingen en overige omstandigheden

Zoals in hoofdstuk 3 is beschreven, dient de geschillenregeling ter opheffing van een impasse in de besluitvorming (de *deadlock*-situatie) en kan de rechter in deze omstandigheden derhalve een uittreedvordering toewijzen. De gedragingen die aanleiding geven tot een impasse, zijn echter (in beginsel) niet verwijtbaar of in strijd met artikel 2:8 BW. De aandeelhouder wordt niet door de overige aandeelhouders of de vennootschap 'weggepest' of verwijtbaar in zijn rechten of belangen als aandeelhouder geraakt. Een impasse in de besluitvorming is het resultaat van divergerende strategische inzichten of relationele conflicten. Aangezien een impasse in de besluitvorming een inherent risico van een BV is dat de aandeelhouder bij toetreding tot de BV heeft geaccepteerd, kunnen deze omstandigheden het buiten toepassing laten van de prijsbepalingsregels niet rechtvaardigen. In deze omstandigheden bestaat er in beginsel geen zwaarwegende rechtvaardiging om af te wijken van het *pacta sunt servanda* beginsel en dient de aandeelhouder niet door de rechter te worden beschermd. Een andere omstandigheid waarin de gedragingen die aanleiding geven voor de uittreding van de aandeelhouder niet per definitie verwijtbaar kunnen worden geacht, zijn gevallen omschreven in de statuten of een overeenkomst, zoals een non-performance van een joint venture partner.

Meer in het algemeen dient te worden geconcludeerd dat, als de aandeelhouders geen *verwijt* kan worden gemaakt, aan statutaire of contractuele prijsbepalingsregels veel gewicht moet worden toegekend.¹⁸⁶ Door de uittreding worden zij direct of indirect geconfronteerd worden met een financiële verplichting tot overname van de aandelen. Worden de prijsbepalingsregels niet toegepast, dan worden de overige aandeelhouders geconfronteerd met hogere financiële kosten en worden zij in hun belangen geraakt. Indien de aandeelhouders de aandeelhouder niet door verwijtbare gedragingen de uittreding van de aandeelhouder hebben geforceerd, dan kan de toepassing van statutaire of contractuele prijsbepalingsregels niet zonder meer kennelijk onredelijk worden geacht.

§4.5 Stellingname

Bij de toewijzing van de vordering tot uittreding van de aandeelhouder, dient de rechter volgens artikel 2:340 lid 3 BW de toepassing van statutaire of contractuele prijsbepalingsregels aan de maatstaven van redelijkheid en billijkheid te toetsen. De rechter dient alle omstandigheden van

¹⁸⁶ Vgl. Advies Commissie Vennootschapsrecht, Tweede Tranche AV Flex-BV, p.14-15.

het geval mee te wegen in de toets. Uit de rechtspraak en de literatuur zijn omstandigheden gedestilleerd, die bij de concretisering van de norm in artikel 2:340 lid 3 BW in aanmerking worden genomen. Uit *Ramsley* en *Hoffmann* blijkt dat ten aanzien van de inhoud van de prijsbepalingsregels, de contractsvrijheid als primaire rechtsnorm geldt.

Uit *Flexdrivers* en *Ferland* volgt dat het enkele verschil tussen de afgesproken prijs en de waarde van de aandelen, in beginsel onvoldoende rechtvaardiging vormt om de prijsbepalingsregels buiten toepassing te laten. Uit *Newton 21* blijkt dat indien de prijsbepalingsregels worden toegepast, de omstandigheden die aanleiding gaven tot het instellen van de vordering tot uittreding slechts relevant moeten worden geacht, voorzover door uitleg van de prijsbepalingsregels wordt vastgesteld dat deze omstandigheden moeten worden meegewogen bij de toetsing van de prijsbepalingsregels bij de uittreding van de aandeelhouder aan de norm in artikel 2:340 lid 3 BW. Volgens de literatuur is de *verwijtbaarheid* van de gedragingen van de overige aandeelhouders of de vennootschap een factor die de rechter bij de toetsing van de prijsbepalingsregels aan artikel 2:340 lid 3 BW in overweging moet nemen. In gevallen waarin verwijtbaar gedrag de aanleiding vormt voor het instellen van de uittreedvordering, dient de rechter de prijsbepalingsregels op grond van artikel 2:340 lid 3 BW buiten toepassing te laten. Zijn de gedragingen die aanleiding gaven voor het instellen van de uittreedvordering niet verwijtbaar, dan dienen de prijsbepalingsregels in beginsel te worden toegepast. Een voor de desbetreffende situatie getroffen regeling (e.g. het ontslag als bestuurder) dient te worden toegepast, tenzij de situatie door verwijtbaar gedrag van de overige aandeelhouders of de vennootschap tot stand is gebracht.

Teneinde de effectiviteit en de efficiëntie van de prijsbepalingsprocedure in de geschillenregeling te kunnen waarborgen, is het wenselijk dat de rechter terughoudend gebruik maakt van artikel 2:340 lid 3 BW en de prijsbepalingsregels toepast, tenzij verwijtbare gedragingen de aanleiding voor de toepassing van de prijsbepalingsregels gaven of de prijsbepalingsregels niet op de situatie betrekking hebben. Een omvangrijke waardering van de omstandigheden van het concrete geval door de rechter leidt tot rechtsonzekerheid, die onwenselijk is voor de transactiepraktijk. De efficiëntie van de kostenverdeling die de aandeelhouders en de vennootschap met de prijsbepalingsregels hebben bewerkstelligd, wordt namelijk ongedaan gemaakt, waardoor de overige aandeelhouders met een (aanzienlijk grotere) financiële verplichting worden geconfronteerd. Daarnaast leidt de buitentoepassingverklaring tot verminderde effectiviteit van de uittreedregeling, omdat de complexe en langdurige prijsbepalingsprocedure van de wettelijke geschillenregeling moet worden gevolgd.

Hoofdstuk 5 – Rechterlijke toetsing van prijsvaststelling in Delaware

§5.1 Inleiding

In de internationale transactiepraktijk wordt er veelvuldig gebruik gemaakt van vennootschappen die naar het rechtstelsel van de staat Delaware zijn opgericht. In dit hoofdstuk worden de regels met betrekking tot de toetsing van prijsbepalingsregels in Delaware vergeleken met de Nederlandse geschillenregeling. Na een korte uiteenzetting van het rechtstelsel (§5.2-§5.3), zal ik ingaan op de structurering van prijsbepalingsregels (§5.4). Vervolgens komt de rechterlijke toetsing van een beroep op de prijsbepalingsregels aan bod, waarbij specifiek zal worden ingegaan op de discrepantie tussen waarde en prijs bij de totstandkoming en of de omstandigheden waarin er sprake is van een afhankelijke positie van een aandeelhouder, schending van gedragsnormen of een onbehoorlijke nakoming van de prijsbepalingsregeling, tot een buitentoepassingverklaring van de prijsbepalingsregels kunnen leiden (§5.5). Ik sluit de rechtsvergelijking af met conclusies (§5.6).

§5.2 Het rechtstelsel van Delaware

§5.2.1 Rechtsbronnen

De normen die van toepassing zijn op prijsvaststelling in de *corporation*, vinden hun herkomst in de wet en de rechtspraak van Delaware. Het recht aangaande rechtspersonen is te vinden in Titel 8.1 van de *Delaware Code* is de *Delaware General Corporate Law* (hierna: DGCL), welke algemene regels bevat ten aanzien van de *corporation*.¹⁸⁷ Het contractenrecht dat door de wetgever is uitgevaardigd, is te vinden in Titel 6 (*Commerce and Trade*) van de *Delaware Code*. Titel 6 bestaat uit algemene en specifieke *Chapters*. Op prijsbepalingsregels zijn Chapter 1 (*General Provisions*) en Chapter 27 (*Contracts*) van toepassing. Daarnaast is de jurisprudentie afkomstig van de rechterlijke instanties, met name de *Delaware Court of Chancery* en de *Delaware Supreme Court*, een belangrijke rechtsbron. De Court of Chancery past de regels van *equity* ofwel het geheel aan ongeschreven rechtsregels toe, om te oordelen of een partij die op grond van de *common law* geen rechtsmiddel kan inzetten tegen uitoefening van een contractueel of wettelijk recht, van zijn verplichting moet worden verlost (*relief*).¹⁸⁸ De Supreme Court is een *court of law* en beslist over rechtsvragen in hoger beroep in civiele zaken en uitspraken van de Court of Chancery.¹⁸⁹ In tegenstelling tot *civil law* rechtstelsels zoals Nederland, kent het *common law* rechtstelsel van Delaware de doctrine van *stare decisis* ofwel de doctrine van precedent. Op grond van deze regel zijn rechters verplicht de uitspraak van een

¹⁸⁷ Gezien de opzet van het onderzoek, beperk ik mij tot de bespreking van deze rechtspersoon.

¹⁸⁸ Quillen & Hanrahan 1992, p. 841; Artikel IV.§10 Delaware Constitution.

¹⁸⁹ Artikel IV.§11 Delaware Constitution.

andere rechter te volgen (*binding authority*). Door *stare decisis* wordt de coherentie in het rechtersrecht bewaakt. In de praktijk zijn de verschillen echter niet groot.

§5.2.2 De corporation

De structuur van de *corporation* vertoont overeenkomsten met de Nederlandse BV. De *corporation* is een vennootschap met rechtspersoonlijkheid en heeft twee verplichte organen: de *board of directors* (het bestuur) en de *general meeting of shareholders* (de algemene vergadering van aandeelhouders). De regels omtrent de organisatie en bestuur van de *corporation* zijn vastgelegd in de *certificate of incorporation* en de *bylaws*.¹⁹⁰ De *certificate of incorporation* bevat algemene kenmerken van de *corporation*, zoals het adres en het doel van de vennootschap (104 DGCL). De *bylaws* bevatten regels over de interne organisatie van de *corporation*, zoals bepalingen met betrekking tot overdrachtsbeperkingen, aanbiedingsverplichtingen, de samenstelling van de *board of directors* en stemprocedures (109 DGCL).¹⁹¹ De regels van de *bylaws* mogen niet in strijd zijn met regels in de *certificate of incorporation*.¹⁹² Prijsbepalingsregels met betrekking tot de overdracht van *shares* kunnen zowel in de *certificate of incorporation* als in de *bylaws* worden vastgelegd.

§5.3 Contractuele basis van geschillenregelingen

Bij de analyse van het normenkader dat op de prijsvaststelling van aandelen van toepassing is, dient er een onderscheid tussen de regimes voor *corporations* en *close corporations* te worden gemaakt. Als algemene norm geldt dat de partij die over een recht op verplichte overname of verplichte overdracht van aandelen wil beschikken, dit recht moet vastleggen in een *certificate of incorporation*, de *bylaws* of een aandeelhoudersovereenkomst. Er bestaat geen algemene wettelijke of jurisprudentiële regeling zoals de Nederlandse geschillenregeling, op grond waarvan de aandeelhouder onder bepaalde voorwaarden de gedwongen overdracht van zijn aandelen kan vorderen. In *Ueltzhoffer v. Fox Fire* vorderde de minderheidsaandeelhouder Ueltzhoffer – na ontslag als *construction manager* - overname van zijn aandelen omdat zijn ontslag een *wrongful freeze out* van zijn belang in de vennootschap zou zijn. De Court of Chancery oordeelde dat een minderheidsaandeelhouder bepaalde rechten heeft, maar dat het recht om een prijs gelijk aan de *pro rata parte* waarde van hun belang in de vennootschap in ruil voor hun aandelen te ontvangen (een buy-out dus), ‘op grond van de feiten’ niet tot deze rechten behoort.¹⁹³ In *Nixon v Gladwell* oordeelde het Supreme Court:¹⁹⁴

¹⁹⁰ Bainbridge 2002, p. 41.

¹⁹¹ Folk 2011, § 109.1-2; Bainbridge 2002, p. 43.

¹⁹² Folk 2011, § 109.5.2.

¹⁹³ *Ueltzhoffer v. Fox Fire*, 1991 WL 271584 (Del. Ch. Dec. 19 1991).

"A stockholder who bargains for stock in a closely-held corporation and who pays for those shares (unlike the plaintiffs in this case who acquired their stock through gift) can make a business judgment whether to buy into such a minority position, and if so on what terms. One could bargain for definitive provisions of self-ordering permitted to a Delaware corporation through the certificate of incorporation or by-laws by reason of the provisions in [8DGCL 102, 109, and 141(a)]. [...] Moreover, in addition to such mechanisms, a stockholder intending to buy into a minority position in a Delaware corporation may enter into definitive stockholder agreements, and such agreements may provide for elaborate earnings tests, buy-out provisions, voting trusts, or other voting agreements. [...] The tools of good corporate practice are designed to give a purchasing minority stockholder the opportunity to bargain for protection before parting with consideration. It would do violence to normal corporate practice and our corporation law to fashion an ad hoc ruling which would result in a court- imposed stockholder buy-out for which the parties had not contracted." [...]."

Volgens *Nixon v. Blackwell* kan de rechter de aandeelhouders of de *corporation* dus niet tot overname of overdracht van aandelen veroordelen. Aandeelhouders in een *close corporation* hebben wel verschillende wettelijke regelingen tot hun beschikking waarop zij in geschilsituaties een beroep kunnen doen.¹⁹⁵ De belangrijkste regelingen in dit verband zijn (a) een regeling die de *corporation* verplicht de aandelen tegen *fair value* of ad hoc overeengekomen prijs over te nemen in geval van een ongeldige overdrachtsbeperking (§349), (b) de aanstelling van een *provisional director* in geval van een impasse onder bestuurders en (c) de optie om de *corporation* te ontbinden op verlangen van een aandeelhouder (§355).¹⁹⁶

§5.4 Prijsbepalingsregels

§5.4.1 Totstandkoming

Prijsbepalingsregels worden van toepassing verklaard op verplichtingen tot overname of overdracht van de aandelen in een *corporation*. De wettelijke grondslag voor deze regelingen is §202(c)(2) DGCL in Titel 8.1.VI DGCL.¹⁹⁷ Een regeling die conform §202(c)(2) DGCL wordt opgesteld, bestaat uit twee verplichtingen: de verplichting tot overdracht van de aandelen die rust op de verkopende partij en de verplichting van de kopende partij om de aandelen over te nemen, beide tegen de gestelde prijs.¹⁹⁸ Om geldig (*valid*) en afdwingbaar (*enforceable*) jegens de aandeelhouder te zijn, dient de totstandkoming van een regeling in §202DGCL aan formele eisen te voldoen.¹⁹⁹ Deze formele eisen zijn ook op prijsbepalingsregels van toepassing. De

¹⁹⁴ *Nixon v. Gladwell*, 626 A.2d 1366 (Del.Supr. 1993).

¹⁹⁵ Een close corporation is een corporation die naast de oprichtingsvereisten voor een corporation ook aan de formele vereisten van §102 DGCL en de materiële vereisten van § 8.349 DGCL voldoet.

¹⁹⁶ Vgl. O'Neal & Thompson 2012, § 7.6; Folk 2011, § 341.1.

¹⁹⁷ §202(c)(2): "Obligates the corporation or any holder of securities of the corporation or any other person or any combination of the foregoing, to purchase the securities which are the subject of an agreement respecting the purchase and sale of the restricted securities."

¹⁹⁸ Folk 2009, p. 419; O'Neal & Thompson 2012, §7:4. In de literatuur wordt deze constructie een *buyout*, *mandatory sale*, *buy-sell agreement* of *stock redemption* benoemd, afhankelijk van de partij op wie de verplichting rust. Zie O'Neal & Thompson 2012, §7:18.

¹⁹⁹ O'Neal & Thompson 2012, §7:6; Reed 1968, p. 421-426.

eerste formele eis is dat de overdrachtsbeperking in de *certificate of incorporation*, de *bylaws* of een overeenkomst tussen de aandeelhouders of de aandeelhouders en de vennootschap moet zijn opgenomen (§202(b) DGCL). De tweede eis is dat de aandeelhouder op de hoogte moet worden gesteld van de overdrachtsbeperking door middel van een *notice* ('kennisgeving'), voordat deze geldig is en afdwingbaar jegens de aandeelhouder (§202(a) DGCL).²⁰⁰ Wordt de overdrachtsbeperking opgelegd nadat de aandeelhouder de aandelen heeft verkregen, dan zijn ze slechts bindend indien de aandeelhouder partij is bij een overeenkomst of voor de invoering van de overdrachtsbeperking heeft gestemd (§202(b) DGCL).²⁰¹

§5.4.2 Toetsingskader

Op prijsbepalingsregels zijn dezelfde beginselen van toepassing als op andere overeenkomsten.²⁰² De *certificate of incorporation*, de *bylaws* en de aandeelhoudersovereenkomst worden gekenmerkt als overeenkomst tussen de *corporation* en de aandeelhouders respectievelijk tussen de aandeelhouders onderling.²⁰³ Partijen moeten de regeling door aanbod en aanvaarding tot stand hebben gebracht (*mutual assent*), overeenstemming hebben bereikt over de essentiële aspecten van de regeling (*meeting of the minds on all the essential terms of the contract*) en er moet *consideration* zijn verstrekt.²⁰⁴ Ten aanzien van de uitleg, wordt de regel van *strict construction* gehanteerd.²⁰⁵ Het doel van contractsuitleg is de gezamenlijke bedoeling van partijen ten tijde van van het aangaan van de regeling te achterhalen (*shared intention of the parties*), door de uitleg van de *plain language* van het contract.²⁰⁶ Als de prijsbepalingsregel voldoende specifiek is ofwel de bewoording van de bepaling is 'clear and unambiguous', dan wordt de prijsbepalingsregel volgens haar *ordinary meaning* toegepast.²⁰⁷ Is de regeling onvoldoende duidelijk ten aanzien van de prijsbepaling, dan kan de regeling niet worden afgedwongen of wordt deze ongeldig verklaard. De rechter stelt slechts de bedoeling van de partijen vast, maar wijzigt de aangegane verplichtingen niet.²⁰⁸ Is een prijsbepalingsregel niet geldig tot stand gekomen of is de uitvoering in strijd met de regels van de *common law of equity*, dan wordt de regeling *invalid* (ongeldig) verklaard of is de regeling *unenforceable* (niet uitvoerbaar).

²⁰⁰ O'Neal & Thompson 2012, §7:6.

²⁰¹ B&H Warehouse v. Atlas Van Lines, No.72-3555, March 6, 1974.

²⁰² O'Neal & Thompson 2012, §7.8; Fletcher 2012, §5566; Diamond State Iron Co. v. Todd, 6 Del. Ch. 163, 14 A 27.

²⁰³ Corbett v. McClintic-Marshall Corp, 151 A. 218, 221 (Del. Ch. 1930); Lawson v Household Finance Corp, 17 Del. Ch. 343, 353, 152 A. 723, 278 (1930); Conaway 2008, p. 15. Zie O'Neal & Thompson 2012, §7.8.

²⁰⁴ Fletcher 2012, §5566.

²⁰⁵ Eisenberg 2005, p. 415; O'Neal & Thompson 2012, §7:8; Fletcher 2012, §5566; Mitchell, 1985.

²⁰⁶ Eisenberg 2005, p. 415. Zie o.m. Brandywine River, 2007 WL 4327780 (Del.Ch. Dec. 5, 2007).

²⁰⁷ Zie Am. Legacy Found. V. Lorillard Tobacco Co., 886 A.2d 1, 19 (Del. Ch. 2005). In het algemeen volgen de rechters in Delaware de *strict construction* regel nauwgezet en passen zij de regels van contractsuitleg niet toe om de contractuele verdeling aan te passen. Vgl. Sharfman 2007, p. 75, die spreekt over de 'differential approach' van de Court of Chancery.

²⁰⁸ West Willow-Bay Court v. Robino Bay Court Plaza, 2007 WL 3317551 (Del.Ch.); g., Fed. Sav. & Loan Ins. Corp.v. Grand Forks Bldg. & Loan Ass'n, 85 F.Supp. 248, 252 (D.N.D.1949). Zie Fletcher 2012, §5743; Dalley 2004, p. 202.

§5.5 Jurisprudentie

In deze paragraaf ga ik nader in op de rechterlijke toetsing van prijsbepalingsregels. Voor een goed begrip van de toetsing van prijsbepalingsregels in de omstandigheden van een geschil in de vennootschap, dient het algemene toetsingskader van prijsbepalingsregels uiteen te worden gezet. Na de introductie van de heersende leer (de *Lawson*-leer) (§5.5.1), zal ik ingaan op de relevantie van de volgende omstandigheden voor de toetsing: een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde (§5.5.2), de feitelijke verhoudingen tussen partijen (*unconscionability*) (§5.5.3), de *fiduciary duties* (gedragsnormen) waaraan de bestuurders en de aandeelhouders zich moeten houden (§5.5.4) en de norm van *good faith and fair dealing* (§5.5.5). Daarna volgt een rechtsvergelijking met de geschillenregeling (§5.6).

§5.5.1 Discrepantie bij totstandkoming: *Lawson v. Household Finance Corporation*

De uitspraak die voor de toetsing van prijsbepalingsregels als maatgevend wordt gezien, is de uitspraak van de Supreme Court in *Lawson v. Household Finance Corporation*. In *Lawson* oordeelde de Supreme Court dat prijsbepalingsregels een *contractueel* karakter hebben en dat partijen vrij zijn om de hoogte van de prijs zelf vast te stellen.²⁰⁹ Volgens de litigieuze prijsbepalingsregeling diende de goodwill van de onderneming bij de vaststelling van de prijs, buiten beschouwing te worden gelaten. De aandeelhouder verzette zich tegen de toepassing van de regeling. De Supreme Court overwoog:

“These terms were a part of the contracts entered into by Appellant's vendor when he purchased the stock and certainly Appellant can be in no better position than he was. [...] The terms and conditions of the contract under which the stock was purchased were not only contained in the charter and by-laws, but printed on the back of the stock certificate a reference thereto being made on its face. *The Appellant had every opportunity to learn what the conditions were. There being no evidence of any fraud at the time of the purchase, we are convinced that the conditions of the contract are binding upon the Appellant.*” (curs. MRT)

Uit *Lawson* blijkt derhalve een prijsbepalingsregeling uitvoerbaar is, indien de aandeelhouder bij de verwerving van de aandelen kennis kunnen nemen van de prijsbepalingsregeling en er geen sprake is geweest van bedrog (*fraud*). De discrepantie tussen de prijs en de werkelijke waarde van de aandelen op het moment van totstandkoming is irrelevant. In tegenstelling tot het Nederlandse recht, kent het recht van Delaware geen redelijkheidsevereiste waaraan de afgesproken prijs dient te voldoen.

§5.5.2 Unconscionability: *Kayne v. Barry Klassman*

In het recht van Delaware bestaat een doctrine op grond waarvan een contractspartij, net zoals de norm in artikel 3:44 BW, een beroep kan doen indien de wederpartij misbruik van zijn

²⁰⁹ 17 Del.Ch. 343, 152 A. 723. Vgl. O'Neal & Thompson 2012, §7:7.

kwetsbare of afhankelijke positie heeft gemaakt. De *unconscionability* doctrine kan tot aantasting van de geldigheid van de prijsbepalingsregeling leiden, indien de prijs zo laag is ten opzichte van de marktwaarde van de aandelen, dat op grond van de feiten moet worden geconcludeerd dat er sprake is van een *unconscionable term*.²¹⁰ De rechter een *unconscionable term* geheel of gedeeltelijk buiten toepassing laten.²¹¹ Er is sprake van een *unconscionable term* als er in de omstandigheden van het geval sprake is van zowel *procedural unconscionability* als *substantive unconscionability*.²¹² *Procedural unconscionability* betreft de wijze van *totstandkoming* van het contract, en omvat factoren zoals de relatieve onderhandelingspositie van de partijen, de hoedanigheid van partijen en de cognitieve capaciteiten van de partij.²¹³ *Substantive unconscionability* betreft de inhoud van de regeling: vereist is dat de regeling zodanig onrechtvaardig (*unfair*) is dat het geweten van de rechter wordt 'geschokt' (*shock to the judicial conscience*), hetgeen het geval is als 'no man in his senses and not under delusion would make on the one hand, and as no honest or fair man would accept, on the other'.²¹⁴

De *unconscionability* doctrine wordt zelden toegepast indien een contract in een commerciële context of tussen commerciële partijen is gesloten, omdat er doorgaans geen 'zwakkere partij' is die bescherming behoeft.²¹⁵ Er wordt rechtens aangenomen dat partijen in een commerciële context *rationeel* en uit vrije wil handelen (vermoeden van *conscionability*).²¹⁶

In *Kayne v. Barry Klassman, D.D.S., P.A.*²¹⁷ oordeelde de Court of Chancery over een beroep op *unconscionability*. De aandeelhouders in een *professional association*,²¹⁸ twee tandartsen, hadden een prijsbepalingsregeling afgesloten. Op grond van de prijsbepalingsregeling had de aandeelhouder bij de beëindiging van zijn dienstverband als tandarts met de *corporation*, zijn aandelen overdragen aan de *corporation* tegen de boekwaarde van de aandelen gecorrigeerd voor de *fair market value* van alle goederen en verminderd met 50% van de *operating expenses* tot vier maanden voorafgaand aan de overdracht van de aandelen. De regeling was het resultaat van een compromis na een verslechterende relatie tussen de tandartsen, veroorzaakt door het feit dat Kayne meer inkomsten genereerde dan Klassman en overwoog om te

²¹⁰ De relevante *defenses to formation* van toepassing op prijsbepalingen zijn *lack of capacity to contract*, *fraudulent misrepresentation (fraud en deceit)*, *lack of assent*, *mistake*, *duress*, *undue influence* en *unconscionability*. Zie Restatement of the Law of Contracts, §208; U.C.C. §2-302; O'Neal & Thompson 2012, §7.7.

²¹¹ Vgl. Hakes 2011, p. 110.

²¹² Vgl. Hakes 2011, p. 110; Velocity Express v Office Depot, 07C-05-012 (RBY).

²¹³ Vgl. Hunter 2012, §19:41.

²¹⁴ Tulowitzki v. Atlantic Richfield Co., 396 A.2d 956, 960 (Del.1970).

²¹⁵ Pig Improvement Co., Inc. v. Middle States Holding Co., 943 F.Supp. 392, 402 (D.Del.1996).

²¹⁶ In re Staples, Inc. S'holders Litig., 792 A.2d 934, 952 (Del. Ch. 2001); Dalley 2004, p. 205; Hunter 2012, §19:42.

²¹⁷ Not reported in A.2d, 1993 WL 193529 (Del. Ch. 1993).

²¹⁸ De *professional association* in een *species* van de *corporation*. Op deze vennootschapsvorm zijn ten aanzien van prijsbepalingsregels de regels van de DGCL van toepassing, zie 8.618 DGCL,

vertrekken, en diende voornamelijk ter bescherming van Klassman bij een eventueel vertrek van Kayne.²¹⁹ Bij de bespreking van het beroep van Kayne op de *unconscionability* doctrine, oordeelt de Court of Chancery: “[...] the contract terms must be so *unfavorable as to be oppressive* and the aggrieved party *must have been faced with no meaningful alternative*.” Aan deze cumulatieve voorwaarden was in casu niet voldaan.

Samenvattend, op grond van de *unconscionability* doctrine in het recht van Delaware kan een onevenwichtige prijsbepalingsregeling die tussen ongelijkwaardige contractspartijen tot stand is gekomen, gedeeltelijk of geheel door de rechter buiten toepassing worden gelaten.

§5.5.3 Discrepantie bij toepassing: Mitchell Associates en Shields v Shields

Door een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen die na de totstandkoming van de prijsbepalingsregeling is ontstaan, wordt de prijsbepalingsregeling niet onuitvoerbaar (*unenforceable*). In *Mitchell Associates v. Barbara Mitchell* stond de toepassing van een prijsbepalingsregeling bij een verplichting tot overdracht centraal.²²⁰ De voorwaarde voor het ontstaan van de verplichting was het overlijden van een aandeelhouder. Volgens de in een aandeelhoudersovereenkomst vastgelegde regeling diende het bestuur twee keer per jaar de overdrachtprijs vast te stellen en indien er geen prijs kon worden vastgesteld, zou de laatst vastgestelde prijs als overdrachtprijs gelden. Bij de toepassing van de regeling, was de prijs voor het laatst 16 jaren geleden vastgesteld. De Court of Chancery oordeelde:

“In addition the price to be paid---\$30.00 per share---was arrived at by a specific procedure for establishing a definite price which could be determined in advance of any transfer of shares. The fact that the price of the shares set forth in the Agreement may be less than the value of the shares when the provisions becomes operative is immaterial.”

Volgens de Court of Chancery is het enkele feit dat de prijs van de aandelen lager ligt dan de waarde van de aandelen bij de inwerkingtreding van de prijsbepalingsregels, van geen belang (*immaterial*). Het dictum van de rechter in *Shields v Shields* heeft dezelfde strekking. In *Shields v. Shields* was er sprake van een geschil als gevolg van een impasse in een familievennootschap.²²¹ De kinderen van de oprichter Shields waren aandeelhouders van Old Shields, een corporation die onder meer een waardevol vastgoedperceel bezit. Tussen de kinderen was een aandeelhoudersovereenkomst van kracht, waarin een *right of first refusal* en

²¹⁹ Uit de processtukken valt op te maken dat Klassman vreesde dat bij vertrek van Kayne naast de financiële compensatie voor zijn aandelen Kayne tevens 30-40% van de cliënteel zou meenemen.

²²⁰ Niet gepubliceerd in A.2d, 1980 WL 268106 (Del. Ch. 1980).

²²¹ 498, A.2d, 161. Ik beperk mij bij de bespreking van het feitencomplex tot de feiten die van belang zijn voor de beoordeling van de prijsbepalingsregeling.

een optierecht van koop ten behoeve van de vennootschap bij het overlijden van een aandeelhouder; in beide gevallen is de prijs gelijk aan de boekwaarde van de aandelen.²²² Op het moment dat er een beroep op de clause wordt gedaan, is de boekwaarde van de aandelen 1/16 van de marktwaarde van de aandelen. De rechter oordeelde dat een 'balancing of the equities', waarin het verschil tussen de marktwaarde en de prijs van de aandelen was verdisconteerd, niet noopte tot interventie.

Mitchell Associates en *Shields v Shields* onderstrepen de lijn in de *Lawson*-jurisprudentie. Voor de uitvoerbaarheid van een prijsbepalingsregeling wordt de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen niet in overweging genomen, zelfs indien de discrepantie *zeer aanzienlijk* is.²²³ Anders dan in het Nederlandse recht, past de rechter in Delaware de prijs niet aan op grond van een enkele discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen, ongeacht of deze bij de totstandkoming reeds bestond of pas na de totstandkoming van de regeling is ontstaan.

§5.5.4 Fiduciary duties: Blaustein v. Lord Baltimore Capital

Een algemene gedragsnorm vergelijkbaar met de normen die uit artikel 2:8 BW voortvloeien, kent het vennootschapsrecht in Delaware niet. Wel kunnen onder omstandigheden *fiduciary duties* op de aandeelhouders of de vennootschap rusten. *Fiduciary duties* zijn *specifieke* plichten ontstaan indien er tussen twee personen een vertrouwensrelatie (*fiduciary relationship*) bestaat en een persoon (de *fiduciary*) bij zijn handelen het belang van de andere persoon (de *beneficiary*) in acht moet nemen.²²⁴ *Fiduciary duties* kunnen in bepaalde gevallen op bestuurders of 'controlling shareholders' rusten en deze actoren verplichten bij hun handelen de belangen van de minderheidsaandeelhouder in acht te nemen.²²⁵ Een *algemene fiduciary duty* heeft de controlling shareholder jegens een minderheidsaandeelhouder echter niet.²²⁶

In *Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation* oordeelde de Court of Chancery over de vraag of de *fiduciary duties* van de meerderheidsaandeelhouder en de vennootschap inhouden dat zij verplicht zijn om de aandelen van de minderheidsaandeelhouder over te nemen tegen een bepaalde prijs.²²⁷ De minderheidsaandeelhouder, die 17.5% van de aandelen in de

²²² De regeling brengt met zich mee dat de aandeelhouder die eerder zou overlijden zijn aandelen tegen boekwaarde moet overdragen, terwijl de marktwaarde (*fair market value*) van het vastgoed veel hoger lag, en dat het laatstlevende kind door de verkoop van alle aandelen deze meerwaarde zou realiseren. De rechter refereert aan dit effect als het 'lottery effect' van de regeling.

²²³ O'Neal & Thompson 2012, §7.7; Fletcher 2012, §5460.50; ALR 2012, 54 3d 790; Magnuson 2012, §10.41; O'Neal 2012b, 3.23.

²²⁴ *Cede & Co v Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

²²⁵ *Little v. Waters*, Civ. A. No. 12155, 1992 WL 25758, 18 Del. J. Corp. L. 315 (Del. Ch. Feb. 11, 1992.); *Riblet Products Corp. v. Nagy*, 683 A. 2d 37 - 1996; *Clemmer v Cullinane* (62 Mass. App. Ct. 904).

²²⁶ *Nixon v. Gladwell*, 626 A.2d 1366 (Del.Supr. 1993); *Riblet Products Corp. v. Nagy*, 683 A. 2d 37 – 1996; *Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation*, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. May 31, 2012).

²²⁷ *Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation*, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013).

vennootschap Lord Baltimore hield, vorderde overname van haar aandelen tegen een prijs gelijk aan de *pro rata* waarde van de aandelen, op grond van de verwachting na tien jaar deze prijs voor de aandelen te ontvangen. Deze verwachting koesterde de aandeelhouder na de vermeende toezegging door een van de bestuurders van Lord Baltimore. Toen het investeringsbeleid van de vennootschap verschoof naar illiquide en lange-termijn investeringen, wilde de aandeelhouder haar aandelen verkopen aan de vennootschap. Tussen de aandeelhouders was een aandeelhoudersovereenkomst van kracht, waarin een terugkoopoptie was vastgelegd, echter tegen een nader overeen te komen prijs (*upon terms and conditions agreeable to the Company and the Shareholder who owns the shares to be repurchased*). Na diverse onderhandelingen werd de minderheidsaandeelhouder een prijs gelijk aan 52% van de *pro rata parte* boekwaarde van de aandelen geboden. Na weigering van dit voorstel, deed de minderheidsaandeelhouder het voorstel om haar aandelen terug te kopen tegen 85% of 100% van de *pro rata parte* boekwaarde. Het bestuur weigerde dit voorstel.

Volgens de Court of Chancery kan de discretie van de vennootschap om de terugkoop af te wijzen, niet op grond van *fiduciary duties* worden beperkt. Een geschil met betrekking tot verplichtingen die uitdrukkelijk in een overeenkomst zijn geregeld, wordt uitsluitend door het contractenrecht gereguleerd. *Fiduciary claims* op grond van hetzelfde feitencomplex, zijn uitgesloten. Volgens de Court of Chancery:

“It is an established principle under Delaware law that “where a dispute arises from obligations that are expressly addressed by contract, that dispute will be treated as a breach of contract claim. In that specific context, any fiduciary duty claims arising out of the same facts that underlie the contract obligations would be foreclosed as superfluous.”²²⁸

De uitoefening van deze contractuele rechten kan niet worden gezien als een schending van *fiduciary duty*, want de aard en reikwijdte van de verplichtingen worden aan de hand van het betreffende contract vastgesteld.²²⁹ *Fiduciary law* is ondergeschikt aan het contractenrecht en kan de minderheidsaandeelhouder in deze gevallen geen soelaas bieden.²³⁰ Ten eerste heeft de meerderheidsaandeelhouder geen *fiduciary duty* heeft om de aandelen van de minderheidsaandeelhouder over te nemen.²³¹ Indien de belangen van de minderheidsaandeelhouder door een schending van een *fiduciary duty* zijn geschaad, volgt uit

²²⁸ De Court of Chancery verwijst daarbij naar *Nemec v. Shrader*, Nos. 305, 2009 & 309, 2009 (Del. Apr. 6, 2010).

²²⁹ O’Neal & Thompson 2012, §7.12.

²³⁰ Zie *Gale v. Bershady*, not reported in A.2d, 1998 WL 118022 (Del.Ch.), r.o. 5: “To allow a fiduciary duty claim to coexist in parallel with an implied contractual claim, would undermine the primacy of contract law over fiduciary law in matters involving the essentially contractual rights and obligations of preferred stockholders.” Zie ook *Blue Chip Capital Fund II Ltd. Partnership v. Tubergen*, 906 A.2d 827 (Del.Ch.,2006).

²³¹ *Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation*, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013). De Court of Chancery verwijst naar *Nixon v Blackwell*.

Nixon v Blackwell dat de minderheidsaandeelhouder door de *entire fairness* doctrine wordt beschermd.²³² Daarnaast staan in de omstandigheden waarin de minderheidsaandeelhouder en de vennootschap at ‘*arms-length*’ onderhandelen over de prijs, hun belangen tegenover elkaar en is er geen sprake van een ‘fiduciary relationship’. Ten derde zou het toekennen van een recht op overname van de aandelen aan de aandeelhouder, leiden tot een volledige verandering van de relatie tussen de aandeelhouders (*inequitably alter the balance of power for a minority shareholder*).²³³ Bovendien dient de terugkoopoptie ter bescherming van zowel de minderheidsaandeelhouder als de overige aandeelhouders. De aandeelhouder mag door de overname van haar aandelen tegen een *reasonable price* te vorderen, geen recht verkrijgen dat niet in de *arms-length* onderhandelingen kon worden verworven.²³⁴ Op grond van deze overwegingen oordeelt de Court of Chancery dat de aandeelhouder niet via *fiduciary law* een recht op gedwongen overname van haar aandelen tegen een bepaalde prijs kan ontlenen.

Samenvattend, in het recht van Delaware kunnen de gedragingen van aandeelhouders na de totstandkoming van de prijsbepalingsregels er niet toe leiden dat de prijsbepalingsregels buiten toepassing worden gelaten. In tegenstelling tot de discretie die de Nederlandse rechter bij de toepassing van de dwingendrechtelijke norm van 2:340 lid 3 BW, kan de rechter in Delaware *contract law* niet wegens strijd met *fiduciary law* buiten toepassing verklaren.

§5.5.5 Good faith and fair dealing: Neme v. Schrader

De laatste rechtsnorm op grond waarvan de rechter prijsbepalingsregels buiten toepassing kan laten, is de *implied covenant of good faith and fair dealing*. Deze norm kan worden gekarakteriseerd als een ongeschreven afspraak tussen contractspartijen, die de rechter in het concrete geval kan expliciteren door aanvullende verplichtingen aan de contractspartijen te opleggen.²³⁵ De norm biedt de rechter de mogelijkheid om leemtes in de overeenkomst op te vullen of de gevolgen van ontwikkelingen die na de totstandkoming hebben plaatsgevonden, zolang de leemtes en ontwikkelingen door de partijen *niet konden worden geanticipeerd*.²³⁶ De norm van *good faith and fair dealing* is gebaseerd op het principe dat partijen overeenkomsten moeten nakomen, *pacta sunt servanda*.²³⁷ Een aandeelhouder of de vennootschap schendt de *good faith and fair dealing* norm, wanneer hij zich te kwader trouw gedraagt (*bad faith*) of

²³² Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013).

²³³ Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013).

²³⁴ Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013). Het hof acht van belang dat de minderheidsaandeelhouder bij de onderhandelingen was vertegenwoordigd door ‘sophisticated and well-respect counsel’.

²³⁵ Dunlap v. State Farm Fire & Cas. Co., 878 A.2d 434, 441 (Del. 2005).

²³⁶ Neme v. Schrader 2010; Dunlap v. State Farm Fire & Cas. Co., 878 A.2d 434, 441 (Del. 2005).

²³⁷ Zie UCC Section I-203, §205 Restatement of Contracts, de *excluder* definitie van Summers, zie Summers 1968, p. 199 e.v.; Burton 1980, p. 373 e.v.; Farnsworth 1963, p. 671 e.v. Vgl. Summers 2000 135-136.

bedrog (*fraud*).²³⁸ Zo handelt het bestuur in strijd met de norm, indien volgens de prijsbepalingsregels de *fair value* van de aandelen moet worden vastgesteld, maar zij een andere waarderingmethode hanteert die leidt tot een onredelijk lage waardering.²³⁹

Een algemene plicht om in verband met de belangen van de wederpartij een contractueel recht *niet* uit te oefenen, zoals uit de maatstaven van redelijkheid en billijkheid kan voortvloeien, kan niet uit deze norm voortvloeien.²⁴⁰ In *Nemec v. Schrader* oordeelde de Supreme Court:²⁴¹

“Delaware’s implied duty of good faith and fair dealing is not an equitable remedy for rebalancing economic interests after events that could have been anticipated, but were not, that later adversely affected one party to a contract. Rather the covenant is a limited and extraordinary legal remedy. [...] We cannot reform a contract because enforcement of the contract as written would raise “moral questions.” (curs. MRT)

De rechter kan de norm dus niet toepassen omdat de uitvoering van het contract voor een partij onrechtvaardig zou zijn. Ook in het hierboven besproken *Blaustein v. Lord Baltimore* oordeelde het Court of Chancery dat op grond van de afspraken die in de terugkoopoptie waren vastgelegd, de vennootschap op grond van de *implied covenant of good faith and fair dealing* niet kon worden verplicht tot terugkoop van de aandelen tegen een bepaalde prijs. Het opleggen van een terugkoopverplichting, terwijl de partijen een terugkoopoptie waren overeengekomen en de vennootschap het recht had om de aandelen niet te kopen, zou in strijd met de bewoordingen en het doel van de aandeelhoudersovereenkomst zijn.²⁴²

Samenvattend, *good faith and fair dealing* is een norm die dient ter waarborging van de uitvoering van uitdrukkelijk bedongen rechten. Een prijsbepalingsregeling waarin duidelijke en heldere waarderingsmaatstaven zijn vastgelegd, zal in Delaware niet met een beroep op de deze rechtsnorm buiten toepassing worden gelaten.

§5.6 Conclusie

De regels omtrent uittreding van de aandeelhouder en prijsvaststelling door partijen verschillen aanzienlijk in de rechtstelsels van Nederland en Delaware. In het rechtstelsel van Delaware bestaat een wettelijke noch jurisprudentiële regeling op grond waaraan de aandeelhouder een uittreedrecht kan ontlenen, zo volgt uit *Nixon v. Blackwell*. Aan een uittreed- en prijsbepalingsregeling zijn in Delaware geen wettelijke of jurisprudentiële beperkingen opgelegd.

²³⁸ Zie *infra* noot 86.

²³⁹ Vgl. *Gale v. Bershad*, 1998 WL 118022 (Del.Ch.), waarin de gekozen methodologie leidde tot een significante onderwaardering van de aandelen. Vgl. A.L.R. 3d 790, 54, §16.

²⁴⁰ “Existing contract terms control, however, such that implied good faith cannot be used to circumvent the parties’ bargain, or to create a ‘free-floating duty . . . unattached to the underlying legal document.” Zie *Dunlap* 878 A.2d at 441; *Nemec v. Schrader*.

²⁴¹ Vgl. *Dunlap*, 878 A.2d at 445.

²⁴² *Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation*, Civil Action No. 6685-VCN (Del. Ch. April 30, 2013).

Bij een beroep op de prijsbepalingsregels onderzoekt de Amerikaanse rechter slechts of er bij de totstandkoming sprake is geweest van een wilsgebrek. Is de prijsbepalingsregel niet door een wilsgebrek tot stand gekomen, dan worden de prijsbepalingsregels onverkort toegepast, zo volgt uit *Lawson*. Een aanzienlijk verschil tussen de prijs en de werkelijke waarde van de aandelen, is geen relevante omstandigheid op grond waarvan de rechter een beroep op de prijsbepalingsregels buiten toepassing laat, zo blijkt uit *Mitchell Associates* en *Shields v. Shields*. Een al dan niet verwijtbare schending van een gedragsnorm die in het concrete geval op de meerderheidsaandeelhouder rust, staat een beroep op de prijsbepalingsregels niet in de weg, zo valt op te maken uit *Blaustein v Lord Baltimore*.

De terughoudendheid van de rechter in Delaware kan worden verklaard door de afwezigheid van een algemene rechtsplicht (een *'free floating' legal duty*) op grond waarvan een contractspartij wordt geacht met de belangen van zijn wederpartij rekening te houden, zoals de redelijkheid en billijkheid. Integendeel, in het rechtstelsel van Delaware geldt het beginsel dat de rechter contractuele verplichtingen van partijen niet wijzigt of aanpast. In het rechtstelsel van Delaware het primaat van het contractenrecht. Indien de rechtsbetrekking tussen de aandeelhouders contractueel is geregeld, dan kunnen ten aanzien van de uitoefening van contractuele rechten of verplichtingen uit het vennootschapsrecht geen fiduciaire verplichtingen ontstaan die de uitoefening van deze contractuele rechten beperken.

Volgens het recht van Delaware hebben aandeelhouders dus meer vrijheid bij het structureren van een uittreedregeling. Tussen de *corporate law* en *contract law* stelsels bestaat een relatie van *nevenschikking*. Daarnaast is de rechtszekerheid in Delaware beter gewaarborgd dan in het Nederlandse recht vanwege de terughoudendheid van de rechter in Delaware. In tegenstelling tot in het Nederlandse regime, waar de rechter een uittreedregeling op grond van de omstandigheden na de totstandkoming van de regeling kennelijk onredelijk kan verklaren, vormen deze omstandigheden in Delaware geen belemmering voor de toepassing van een uittreedregeling. Met betrekking tot een efficiënte en effectieve uittreding, beantwoordt het rechtstelsel van Delaware derhalve meer aan de behoeften van het commercieel verkeer dan het Nederlandse rechtstelsel.

Hoofdstuk 6 – Toetsing van prijsbepalingsregels in Duitsland

§6.1 Inleiding

In hoofdstuk vier is gebleken dat in de Nederlandse rechtspraak nog geen duidelijke normen zijn geformuleerd aan de hand waarvan kan worden beoordeeld of de toepassing van een prijsbepalingsregeling in het concrete geval kennelijk onredelijk moet worden geacht. In de Duits rechtspraak zijn prijsbepalingsregels daarentegen reeds aan de maatstaven van *Treu und Glauben* getoetst, een rechtsnorm die vergelijkbaar is met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. In dit hoofdstuk wordt besproken in welke omstandigheden de Duitse rechter de toepassing van een prijsbepalingsregeling bij uittreding van de aandeelhouder op grond van deze norm buiten toepassing laat. In §6.2 worden de kenmerken van de *GmbH* besproken. In §6.3 wordt besproken op welke wijze prijsbepalingsregels tot stand worden gebracht. In §6.4 wordt besproken onder welke voorwaarden de aandeelhouder het recht heeft om uit de vennootschap te treden. In §6.5 wordt besproken aan de hand van welke normen wordt getoetst of de prijsbepalingsregels kunnen worden toegepast. In §6.6 volgt de rechtsvergelijking. In §6.7 wordt er stelling genomen en volgen conclusies.

§6.2 De Gesellschaft mit beschränkter Haftung

In deze paragraaf worden kort de kenmerken van de *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (vrij vertaald ‘vennootschap met beperkte aansprakelijkheid’, verder: “**GmbH**”) besproken, voor zover relevant voor deze scriptie. De GmbH is een Duitse besloten vennootschap die vergelijkbaar is met de Nederlandse BV. De regels van de GmbH zijn opgenomen in het *GmbH Gesetz* (hierna: “**GmbHG**”). Net zoals de BV, heeft de GmbH rechtspersoonlijkheid.²⁴³ Tevens vertoont de inrichting van de GmbH vertoont overeenkomsten met de Nederlandse BV. De GmbH heeft tenminste twee organen, het bestuur (*Geschäftsführung*) en de aandeelhoudersvergadering (*Gesellschaftersversammlung*).²⁴⁴ Daarnaast kan een raad van toezicht (*Aufsichtsrat*) worden ingesteld.²⁴⁵ De GmbH heeft een in aandelen (*geschäftsanteile*) verdeeld kapitaal.²⁴⁶ De regels omtrent de organisatie van de GmbH zijn opgenomen in het *Gesellschaftsvertrag* (de ‘statuten’ van de GmbH).²⁴⁷ In het *Gesellschaftsvertrag* kunnen op de aandelen rustende overdrachtsbeperkingen worden vastgelegd.²⁴⁸

²⁴³ §13 GmbHG.

²⁴⁴ §48 GmbHG.

²⁴⁵ §52 GmbHG.

²⁴⁶ §§ 13 – 34 GmbHG.

²⁴⁷ §45 GmbHG.

²⁴⁸ §15 GmbHG.

§6.3 Uittreed- en uitstootrechten

Het GmbHG kent geen wettelijke geschillenregeling. Wel kunnen uittreed- en uitstootrechten worden vastgelegd. Daarnaast kan de aandeelhouder in de omstandigheden van het geval aanspraak maken op een *Austrittsrecht aus wichtigem Grund*.

§6.3.1 Kündigung en Einziehung

Net zoals in de Flex-bv, kan in het *Gesellschaftsvertrag* van de GmbH een uittreedrecht (*Kündigungsrecht*) worden vastgelegd. Volgens §45(1) GmbHG worden de rechten van de aandeelhouders in de aangelegenheden van de GmbH, in het bijzonder in het bestuur van de vennootschap, alsmede de uitoefening van deze rechten, bepaald aan de hand van het *Gesellschaftsvertrag*, voorzover de bepalingen niet in strijd zijn met wettelijke voorschriften.²⁴⁹ Op grond van §45(1) GmbHG kunnen in het *Gesellschaftsvertrag* uittreedrechten worden vastgelegd, die de aandeelhouder het recht geven om zijn aandeelhouderschap te beëindigen en zijn aandelen over te dragen, terwijl de vennootschap blijft voortbestaan (*Austrittskündigung*).²⁵⁰ Naast de uittreding kan ook het recht op uitstoting (*Einziehung*) van een aandeelhouder in het *Gesellschaftsvertrag* worden vastgelegd.²⁵¹ Op de overdracht van de aandelen kan een prijsbepalingsregeling van toepassing worden verklaard die eveneens in het *Gesellschaftsvertrag* is vastgelegd.²⁵² Deze prijsbepalingsregeling heeft een vennootschapsrechtelijk karakter en wordt naar objectieve maatstaven uitgelegd.²⁵³

§6.3.2 Austrittsrecht aus wichtigem Grund

Het *Austrittsrecht aus wichtigem Grund* is een bijzonder uittredingsrecht dat in de rechtspraak is ontwikkeld. De aandeelhouder heeft, indien daarvoor in de omstandigheden van het geval een zwaarwegende grond bestaat (*ein wichtigem Grund*), het recht om uit de GmbH te treden. In de woorden van het Bundesgerichtshof (verder: “**BGH**”):

“Dem Gesellschafter einer GmbH wird überwiegend das Recht zuerkant, bei Vorliegen eines wichtigen Grundes aus der Gesellschaft auszutreten.[...] Dieses Recht gehört als Grundprinzip des Verbandsrechts zu den zwingenden, unverzichtbaren Mitgliedschaftsrechten. [...] Es kann dann geltend gemacht werden, wenn Umstände vorliegen, die dem austrittswilligen Gesellschafter den weiteren Verbleib in der Gesellschaft unzumutbar machen.”²⁵⁴

²⁴⁹ “Die Rechte, welche den Gesellschaftern in den Angelegenheiten der Gesellschaft, insbesondere in bezug auf die Führung der Geschäfte zustehen, sowie die Ausübung derselben bestimmen sich, soweit nicht gesetzliche Vorschriften entgegenstehen, nach dem Gesellschaftsvertrag.”

²⁵⁰ Berner, Münchener Kommentar zum GmbHG 2011, Rn. 223.

²⁵¹ §34 GmbHG: “Die Einziehung (Amortisation) von Geschäftsanteilen darf nur erfolgen, soweit sie im Gesellschaftsvertrag zugelassen ist.”

²⁵² Berner, Münchener Kommentar zum GmbHG 2011, Rn. 224.

²⁵³ BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237; Strohn 2011, rn 223.

²⁵⁴ BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237.

De materiële voorwaarde is dat wegens de omstandigheden (*Umstände*) van het geval naar maatstaven van *Treu und Glauben* van de aandeelhouder niet meer kan worden gevergd dat hij zijn aandeelhouderschap voortzet (het *unzumutbarkeits*-criterium). De zwaarwegende grond kan gelegen zijn in de (1) persoon van de overige aandeelhouders, (2) de verhouding met (of gedragingen van) de vennootschap, of (3) de gedragingen van de medeaandeelhouder, in het bijzonder de meerderheid.²⁵⁵ Voorbeelden van een *wichtigen Austrittgrund* zijn het uithongeren van de minderheidsaandeelhouder door besluiten tot winstreserveringen genomen door de meerderheid die gezien de financiële positie van de vennootschap niet noodzakelijk zijn.²⁵⁶ De *unzumutbarkeit* moet gelegen zijn in de vennootschapsrechtelijke betrekkingen.²⁵⁷ De aandeelhouder kan de *Austritt* effectueren door met een eenzijdige verklaring (*Austritterklärung*) jegens de andere aandeelhouders zijn aandeelhouderschap te beëindigen.²⁵⁸ Als compensatie voor de overdracht van zijn aandelen ontvangt de aandeelhouder een prijs gelijk aan de verkeerswaarde (*Verkehrswert*) van de aandelen, voor zover er in het *Gesellschaftsvertrag* van de GmbH geen afwijkende (en toelaatbare) prijsbepalingsregeling is vastgelegd en de regeling in de omstandigheden van het geval kan worden toegepast.²⁵⁹

§6.4 Discrepantie bij totstandkoming: §138(1) BGB

In het *Gesellschaftsvertrag* kan een prijsbepalingsregeling zijn afgesproken op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de verkeerswaarde van de aandelen, mits deze regeling aan de voorwaarden van §138(1) BGB voldoet. Volgens §138(1) BGB is een rechtshandeling die in strijd is met de goede zeden (*Gute Sitten*), van rechtswege nietig (*unwirksam*).²⁶⁰ Het *Bundesgerichtshof* (verder: “**BGH**”) heeft geoordeeld dat een prijsbepalingsregeling die inhoudt dat de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen (*Beschränkung des Abfindungsanspruchs*), in strijd met §138(1) BGB en derhalve nietig kunnen zijn. Een prijsbepalingsregeling is volgens het BGH *sittenwidrig*, indien de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen bij de totstandkoming van de regeling (de beoogde ‘beperking van de prijs’) geheel buiten verhouding staat (*volkommen außer Verhältniss*) met de beperking die benodigd is om het voortbestaan van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te

²⁵⁵ OLG Köln 26.3.1999, GmbHR 1999, 712; Müller/Winkeljohann 2009, §13, m. 112.

²⁵⁶ Müller/Winkeljohann 2009, §13, m. 112.

²⁵⁷ Müller/Winkeljohann 2009, §13, m. 112. Persoonlijke belangen zijn geen *Austrittgrund*.

²⁵⁸ Müller/Winkeljohann 2009, §13, m. 113; Baumbach/Hueck/Fastrich Anh. § 34 Anm. 24, 25 mwN.

²⁵⁹ Müller/Winkeljohann 2009, §13, m. 113; BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237.

²⁶⁰ “Ein Rechtsgeschäft, das gegen die guten Sitten verstößt, ist nichtig.”

waarborgen.²⁶¹ In dat geval is de prijsbepalingsregeling willekeurig en zonder objectieve rechtvaardiging (*willkürlich und bar jeder sachlichen Rechtfertigung*).²⁶² In het arrest oordeelde de BGH over een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder de nominale waarde voor zijn aandelen zou ontvangen. Indien er geen objectieve rechtvaardiging voor de regeling zou bestaan en de werkelijke waarde significant hoger zou liggen dan de nominale waarde van de aandelen, dan zou de prijsbepalingsregeling *sittenwidrig* en derhalve in strijd met §138(1) BGB worden geacht.²⁶³

Volgens het BGH is de wanverhouding (*grobes Mißverhältnis*) tussen de afgesproken prijs en de 'volle economische waarde' een omstandigheid waardoor het uittreedrecht van de aandeelhouder op onaanvaardbare wijze (*unvertretbarer Weise*) wordt beperkt.²⁶⁴ Deze wanverhouding moet reeds bestaan op het moment dat de prijsbepalingsregels in het *Gesellschaftsvertrag* worden vastgelegd.²⁶⁵ Wordt de persoonlijke en economische vrijheid van de aandeelhouder op ontoelaatbare wijze beperkt, dan is er sprake van *Knebelung*, hetgeen in strijd met §138(1) BGB is.²⁶⁶ Op grond van de toets van het BGH wordt de prijsbepalingsregeling dus altijd *materieel* getoetst, zelfs indien de regeling tot stand is gekomen tussen gelijkwaardige contractspartijen.²⁶⁷

In de rechtspraak zijn diverse prijsbepalingsregelingen aan de norm in §138(1) BGB getoetst. Volgens het BGH is een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder recht heeft op de *helft van de pro rata parte boekwaarde* van de onderneming, *sittenwidrige benachteiligung* van de uittredende aandeelhouder en derhalve zonder meer in strijd met §138(1) BGB.²⁶⁸ Prijsbepalingsregels op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt die gelijk is aan de *pro rata parte* boekwaarde van de onderneming, zijn niet in strijd met §138(1) BGB, tenzij deze prijsbepalingsregels van toepassing zijn verklaard op een *Austritt aus wichtigem Grund* wegens aan de meerderheidsaandeelhouder of de vennootschap te verwijten gedragingen.²⁶⁹

²⁶¹ BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237.

²⁶² BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237.

²⁶³ De zaak werd naar het *Berufungsgericht* doorverwezen voor de beoordeling en definitieve afdoening.

²⁶⁴ BGH 16.12.1991 (II ZR 58/91), ZIP 1992, 237.

²⁶⁵ De Vries 2010, p. 181.

²⁶⁶ BGH NJW 1993, 1587, 1588; Strohn 2011, rn. 45; Richter 2002, p. 116-117.

²⁶⁷ Het BGH betreft §138 (2) BGB niet in de overweging en verwijst ook niet naar omstandigheden die blijf zouden kunnen geven van misbruik van omstandigheden in het concrete geval.

²⁶⁸ BGH, 09.01.1989, II ZR 83/88.

²⁶⁹ OLG Naumburg 09.03.2001, NZG 2001, 658.

§6.5 Onaanvaardbare rechtsuitoefening: §242 BGB

De toepassing van een op zich geldige prijsbepalingsregeling kan onder omstandigheden in strijd met de maatstaven van *Treu und Glauben* van §242 BGB worden geacht.²⁷⁰ Volgens §242 BGB dienen verbintenissen in overeenstemming met de maatstaven van *Treu und Glauben* te worden uitgevoerd.²⁷¹ Indien de gevolgen van rechtsuitoefening onverenigbaar met het objectieve recht zouden zijn, dan wordt een beroep op de prijsbepalingsregels in strijd met §242 BGB geacht.²⁷² De prijsbepalingsregels blijven dan gedeeltelijk of geheel buiten toepassing. In de volgende paragrafen wordt ingegaan op de omstandigheden waarin een beroep op de prijsbepalingsregels bij de *Austritt* van de aandeelhouder in strijd met §242 BGB wordt geacht.

§6.5.1 Discrepantie na totstandkoming

Volgens het BGH is een beroep op de prijsbepalingsregels in strijd met §242 BGB, indien na verloop van tijd een zodanig buitensporig grote en onvoorzienbare discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen is ontstaan, dat niet van de aandeelhouder kan worden gevergd dat hij aan de prijsbepalingsregels wordt gehouden. In het arrest van 24 mei 1993 oordeelde het BGH:

“ein im Laufe der Zeit eingetretenes, im Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch nicht abzusehendes, außergewöhnlich weitgehendes Auseinanderfallen von vereinbartem Abfindungs- und tatsächlichem Anteilswert kann aber ganz allgemein nach den Grundsätzen von Treu und Glauben, die im Gesellschaftsrecht durch die besondere Treuepflicht des Gesellschafters verstärkt sind, dazu führen, daß dem von dieser tatsächlichen Entwicklung betroffenen Gesellschafter das Festhalten an der vertraglichen Regelung auch unter Berücksichtigung des berechtigten Interesses der Mitgesellschafter nicht mehr ohne weiteres zugemutet werden kann [...]”²⁷³

In het arrest oordeelde het BGH dat de boekwaardemethode weliswaar toepasbaar is, maar dat in de omstandigheden van het geval er sprake was van een onderwaardering van de vaste activa die ertoe leidde dat de intrinsieke waarde (*Substanzwert*) 10 keer de boekwaarde was en dat in een dergelijk verschil in het algemeen tot een wanverhouding tussen de waarde van het aandeel (*Anteilswert*) en de afgesproken prijs (*Buchwert*) zal leiden.

Volgens het BGH vindt het doel van een prijsbepalingsregeling (het waarborgen van de voortzetting van de onderneming) haar grens, wanneer de uittreedende aandeelhouder niet meer aan de prijsbepalingsregeling kan worden gehouden.²⁷⁴ Voor de beoordeling of de

²⁷⁰ Schmidt 2002, §50.IV; Richter 2002, p. 160.

²⁷¹ § 242 (Leistung nach Treu und Glauben): “Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern.”

²⁷² Strohn 2010, rn. 243; Richter 2002, p. 160.

²⁷³ BGH, 24.05.1993, II ZR 36/92

²⁷⁴ BGH, 20.09.1993, II ZR 104/92.

aandeelhouder aan de prijsbepalingsregels kan worden gehouden, dienen alle omstandigheden van het concrete geval (*gesamten sonstigen Umständen des konkreten Falles*) in overweging te worden genomen.²⁷⁵ Onder de relevante omstandigheden vallen de verhouding tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen (*Ausmaß des im Laufe der Zeit entstandenen Mißverhältnisses zwischen dem Abfindungs- und dem tatsächlichen Anteilswert*), de duur van het aandeelhouderschap, de bijdrage van de aandeelhouder aan de opbouw en het succes van de vennootschap, de aanleiding voor de uittreding, de financiële positie en economische situatie van de vennootschap en de financiële positie en de persoonlijke situatie van de uittredende aandeelhouder.²⁷⁶ In het arrest vertegenwoordigde de boekwaarde 35% van de verkeerswaarde van de aandelen, was de uittredende aandeelhouder 53 jaren vennoot geweest en voor zijn levensonderhoud op de waarde van zijn belang aangewezen. De vennootschap, daarentegen, beschikte ruimschoots over de financiële middelen om meer dan de afgesproken prijs te betalen.²⁷⁷ In een later arrest heeft het BGH een uitzondering op deze regel geïntroduceerd voor de situatie waarin de aandelen zijn verworven door een leidinggevende of een werkgever als 'bonus'.²⁷⁸

In de literatuur wordt er veel kritiek op de door het BGH geformuleerde toets, op grond waarvan de enkele discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen kan leiden tot buitentoepassingverklaring wegens strijd met §242 BGB. Het BGH heeft uitdrukkelijk heeft geoordeeld dat er geen criteria of *quotenmäßige Grenzen* kunnen worden gegeven om te bepalen of er sprake is van een 'wanverhouding' tussen de prijs en de werkelijke waarde (*ein grobes Mißverhältnis*).²⁷⁹ Volgens diverse auteurs leidt de afwezigheid van duidelijke criteria tot rechtsonzekerheid.²⁸⁰ Daarnaast wordt gesteld dat de door het BGH geformuleerde toets slechts om na objectieve afweging van de belangen van de partijen in het concrete geval de prijs aan te passen (*am einzelfall orienterten vertragskorrektur*).²⁸¹ Deze benadering wordt onwenselijk geacht. Volgens Strohn moet de autonomie van de aandeelhouders voorop staan en de vaststelling van de prijs uitsluitend geschieden aan de hand van de uitleg van de prijsbepalingsregels in het *Gesellschaftsvertrag*.²⁸² Indien de wil van partijen duidelijk vaststelbaar is, hetgeen met name in het geval van een gedetailleerde

²⁷⁵ BGH, 20.09.1993, II ZR 104/92.

²⁷⁶ BGH, 20.09.1993, II ZR 104/92.

²⁷⁷ BGH, 20.09.1993, II ZR 104/92.

²⁷⁸ In deze gevallen kan de prijsbepalingsregeling inhouden dat de aandeelhouder slechts recht heeft op de prijs die oorspronkelijk voor de aandelen was betaald. Zie BGH, 19.09.2005 - II ZR 173/04; BGH, 19.09.2005 - II ZR 342/03. Zie Schmolke 2012, p. 396.

²⁷⁹ BGH, 24.05.1993, II ZR 36/92.

²⁸⁰ Richter 2002, p. 167; Mecklenbrauck 2001, p. 170; Ulmer & Schäfer 1995, p. 134 ev.

²⁸¹ Ulmer & Schäfer 1995, p. 134, 141; Haar 2006, p. 520; Dauner-Lieb 1994, p. 272.

²⁸² Strohn 2010, §34, rn. 54.

prijsbepalingsregeling kan worden aangenomen, dan dient de rechter ook bij een zeer aanzienlijke en na de totstandkoming ingetreden discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde, de prijsbepalingsregels toe te passen.²⁸³ Andere factoren, zoals de financiële positie van de vennootschap en de persoonlijke situatie van de aandeelhouder, kunnen dus irrelevant worden geacht.²⁸⁴

Volgens andere auteurs is de toets van het BGH juist gewenst, omdat de rechter de gevolgen van cognitieve beperkingen van de aandeelhouder kan corrigeren. Volgens Eidenmuller zouden aandeelhouders in de toekomst liggende risico's systematisch onderschatten en beperkt zijn in hun vermogen complexe causale ketens te doorgronden.²⁸⁵ Deze beperkte rationaliteit is volgens Eidenmuller een reden om prijsbepalingsregels kritisch te toetsen en de prijsbepalingsregels in de omstandigheden van het geval door rechterlijke interventie te corrigeren.²⁸⁶ Schmolke acht interventie met name wenselijk bij familievennootschappen ('Mom and Pop businesses) en 'quasi-vennootschappen'.²⁸⁷ Tegen de opvattingen van Eidenmuller en Schmolke moet worden ingebracht dat aandeelhouders bij het inrichten van de statuten of het opstellen van een aandeelhoudersovereenkomst doorgaans worden bijgestaan door advocaten of van tevoren deskundig advies inwinnen.²⁸⁸ Wel moet worden opgemerkt dat het niet gebruikelijk is dat de aandeelhouders *finance professionals* inschakelen die over de vereiste economische kennis beschikken om te beoordelen of de prijsbepalingsregels wel geschikt zijn voor de waarde- en prijsbepaling van de aandelen in de desbetreffende vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Volgens Henze is de benadering van het BGH juist, omdat de aandeelhouders met een prijsbepalingsregeling instemmen met het gemeenschappelijke doel om de voortgang van de vennootschap te waarborgen door de kosten over de uittredende aandeelhouder en de overige aandeelhouders te verdelen.²⁸⁹ De afgesproken prijs kan slechts een '*prognostische Einschätzung*' en deze moet niet abstract, maar op de daadwerkelijke kosten bij uittreding moet worden afgestemd.²⁹⁰ Aandeelhouders beogen met prijsbepalingsregels echter voornamelijk de

²⁸³ *Ibid.* Zie ook Richter 2002, p. 114.

²⁸⁴ Vgl. Ulmer & Schäfer 1995, p. 150; Schmolke 2012, p. 405; Mecklenbrauck 2000, p. 185; Richter 2002, p. 169-170.

²⁸⁵ Bachmann et al 2012, p. 18; Schmolke 2012, p. 410-412.

²⁸⁶ Bachmann et al 2012, p. 18; Schmolke 2012, p. 406.

²⁸⁷ Schmolke 2012, p. 410

²⁸⁸ In dezelfde zin: Walz 1993, p. 57 ev.

²⁸⁹ Henze 2009, p. 636.

²⁹⁰ Henze 2009, p. 636.

begrenzing van de financiële verplichtingen bij uittreding.²⁹¹ Deze functie wordt door de toets van het BGH echter overschaduwd.

§6.5.2 Gedragingen van de aandeelhouders

In de vorige paragraaf is gebleken dat de aanleiding voor de uittreding (*Anlaß des Ausscheidens*) ook door de rechter in aanmerking worden genomen bij het oordeel of een beroep op de prijsbepalingsregels in strijd met §242 dient te worden geacht.²⁹² In de omstandigheden waarin de gedragingen van de overige aandeelhouders of de vennootschap de aanleiding gaven voor de uittreedvordering (*Austritt aus wichtigem Grund*), wordt een beroep op de prijsbepalingsregels in strijd met §242 geacht.²⁹³ Volgens het Oberlandsgericht (hierna: “**OLG**”) Köln is het onredelijk (*unangemessen*) dat een aandeelhouder die vanwege een in de verhoudingen binnen de vennootschap gelegen grond uit de vennootschap wil treden, zoals in het geval dat de aandeelhouder *Austritt aus wichtigem Grund* vordert wegens gedragingen van de meerderheidsaandeelhouder, wordt behandeld als een aandeelhouder die zelf verantwoordelijk is voor het *Ausscheiden* uit de vennootschap.²⁹⁴ Prijsbepalingsregels die van toepassing zijn op de vrijwillige overdracht van aandelen – waarbij de aandeelhouder “zelf in de hand heeft of hij uittreedt” - of op de gedwongen overdracht van aandelen (*Zwangseinziehung*) kunnen niet worden toegepast bij de *Austritt aus wichtigem Grund*. De omstandigheden waarin de toepassing van deze prijsbepalingsregels is beoogd en waarin zij worden toegepast, zijn niet vergelijkbaar. Volgens het OLG Köln:

“In diesem Fall ist eine Abfindungsregelung vorrangig an den Interessen des Ausscheidenden auszurichten [...]. Dann entspricht aber die Auslegung einer dem Schutz der Gesellschaftsinteressen dienenden Abfindungsregelungen dahingehend, daß sie in allen Fällen des Ausscheidens eines Gesellschafters gelten soll, objektiv nicht dem Sinn und Zweck der Regelung. Auch eine ergänzende Vertragsauslegung kommt insoweit nicht in Betracht, da dies über die - zulässige - "Ergänzung" der im Vertrag vorhandenen Satzungsregelung "zu einem sinnvollen Ganzen" angesichts der Unterschiedlichkeit der Interessenlagen hinausgeht. Es kann nach dem Sinn und Zweck des Vertrages nicht davon ausgegangen werden, daß die Gesellschaftsgründer, sofern sie bei der Aufstellung der Satzung die hier erörterte Lücke bedacht hätten, die Abfindungsregelung auf alle Fälle des Ausscheidens eines Gesellschafters bezogen hätten. Eine dahingehende Auslegung würde die Interessen der Gesellschaft - möglicherweise - einseitig bevorzugen.”

Een regeling die dient ter bescherming van de belangen van de vennootschap verhoudt zich in dit geval niet met het doel (*Sinn und Zweck*) van een regeling waarin de bescherming van de belangen van de aandeelhouder voorop staat. Het OLG Köln acht een beroep op de

²⁹¹ Bachemann et al 2012, p. 19-20.

²⁹² BGH, 24.05.1993, II ZR 36/92

²⁹³ OLG Köln, 26.03.1999, U 108/96.

²⁹⁴ OLG Köln, 26.03.1999, U 108/96.

prijsbepalingsregels die een korting op de werkelijke waarde van de aandelen behelzen, misbruik van recht (*Rechtsmissbrauch*) en derhalve in strijd met §242 BGB. Een beroep op de prijsbepalingsregels in de omstandigheden dat de minderheidsaandeelhouder door de gedragingen van de meerderheidsaandeelhouder (*misbraüchliches Verhalten*) tot uittreding (*Austritt aus wichtigem Grund*) wordt gedwongen, is uitgesloten, omdat anders de gedragingen van de meerderheidsaandeelhouder zouden worden beloond.

In de literatuur wordt met instemming op het arrest van het OLG Köln gereageerd. In het algemeen wordt gewezen op het leerstuk van *Unredlicher Erwerb der eigener Rechtstellung*, een *Fallgruppe* van §242 die inhoudt dat niemand door handelingen in strijd met de *Treu und Glauben* een voordeel mag verwerven.²⁹⁵ Volgens Strohn is er sprake van *unzulässige ausübung* als een aandeelhouder wegens onrechtmatige gedragingen of gedragingen in strijd met de maatstaven van *Treu und Glauben*, verricht door een medeaandeelhouder, uit de vennootschap treedt.²⁹⁶ In dat geval is het onredelijk om de uittredende aandeelhouder aan de prijsbepalingsregels te houden, omdat hij door de prijsbepalingsregels wordt beloond voor zijn handelen.²⁹⁷ Volgens Rasner dient in alle gevallen waarin een *wichtige Grund* door alle overige aandeelhouders is veroorzaakt of op provocerende wijze is toegelaten, de boekwaarderegel buiten toepassing te blijven.²⁹⁸ Rasner acht ook in gevallen waarin de gedragingen van één aandeelhouder tot de uittreding hebben geleid een beroep door een andere aandeelhouder ontoelaatbaar, omdat de overige aandeelhouders ‘profiteren’ van de uittreding omdat hun *pro rata parte* aanspraak op het vennootschapsvermogen toeneemt.²⁹⁹

Vordert de aandeelhouder een *Austritt aus wichtigem Grund* en is de zwaarwegende grond *niet* gelegen in *verwijtbare* gedragingen van de overige aandeelhouders of de vennootschap, dan dient volgens de heersende mening de prijsbepalingsregeling te worden toegepast.³⁰⁰

§6.6 Rechtsvergelijking

In deze paragraaf wordt de prijsbepalingsprocedure in de Nederlandse geschillenregeling vergeleken met het Duitse recht omtrent prijsvaststelling bij gedwongen overdracht van aandelen. In tegenstelling tot het Nederlandse recht, bestaat er in het Duitse recht geen wettelijke regeling ter oplossing van geschillen door gedwongen overname van aandelen in de *GmbH*. Een aandeelhouder komt slechts een uittreedrecht toe als een recht op gedwongen

²⁹⁵ *Heinrichs*, in Palandt §242 BGB, rn. 40 ff. Richter 2002, p. 162-163.

²⁹⁶ Munchener Kommentar zum GmbHG/Strohn 2010, § 34, rn 243.

²⁹⁷ Munchener Kommentar zum GmbHG/Strohn 2010, § 34, rn 243; zie ook Ulmer/Ulmer, rn. 99; Rasner 1983, p. 2909.

²⁹⁸ Rasner 1983, p. 2909-2910.

²⁹⁹ Rasner 1983, p. 2909-2910. Zie anders Mecklenbrauck 2000, p.155-156. Volgens Mecklenbrauck is het beroep van de aandeelhouder die de wichtigen Grund niet heeft veroorzaakt, niet als unzulässige Rechtsausübung aan te merken.

³⁰⁰ Henze 2009, p. 637; Strohn 2011, rn. 240; Mecklenbrauck 2000, p. 170; Richter 2002, p. 167.

overname (*Kündigungsrecht*) in de statuten van de *GmbH* is vastgelegd of als, naar het oordeel van de rechter, het voortduren van het aandeelhouderschap van de aandeelhouder niet meer kan worden geveerd (*Austritt aus wichtigem Grund*). De overeenkomst tussen de uittreedregeling in het Nederlandse geschillenregeling en de Duitse *Austritt aus wichtigem Grund* is dat in beide stelsels de rechter een redelijkheidstoets aanlegt om vast te stellen of de vordering van de aandeelhouder kan worden toegewezen.

De inhoud van de prijsbepalingsregeling wordt getoetst aan de maatstaven van *Treu und Glauben* (zie §138 BGB), een norm die net zoals de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in het Nederlandse recht (6:2 BW) verwijst naar het geheel aan ongeschreven rechtsregels. Een prijsbepalingsregeling wordt door het BGH gezien als een beperking van de uittreedvrijheid van de aandeelhouder. Een prijsbepalingsregeling is in strijd met §138 BGB en dus nietig, als er op het moment van de totstandkoming van de regeling sprake is van een wanverhouding tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen. In tegenstelling tot het Duitse recht, is er in de Nederlandse rechtspraak nog geen criterium geformuleerd aan de hand waarvan de redelijkheid van prijsbepalingsregelingen die van de wettelijke regeling afwijken, dient te worden beoordeeld. Noch in *Hoffmann* noch in *Ramsley* heeft de rechter zich uitgelaten over de vraag in welke omstandigheden een prijsbepalingsregeling kennelijk onredelijk dient te worden geacht.

Het beroep op de prijsbepalingsregeling bij de uittreding van de aandeelhouder wordt eveneens getoetst aan de maatstaven van *Treu und Glauben* (§242 BGB). Bij de concretisering van deze norm dienen volgens het BGH alle omstandigheden van het concrete geval in overweging te worden genomen, waaronder naast de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen en de omstandigheden die aanleiding gaven tot de uittreding, ook de persoonlijke situatie van de aandeelhouder valt. Deze toets stemt in zoverre overeen met de toelichting bij artikel 2:340 lid 3 BW, dat in beide gevallen alle omstandigheden van het geval in overweging moeten worden genomen. Indien er in de omstandigheden van het geval sprake is van een *Austritt aus wichtigem Grund*, bijvoorbeeld door machtsmisbruik van de meerderheidsaandeelhouder, dan worden de prijsbepalingsregels buiten toepassing gelaten. Deze benadering stemt overeen met de heersende mening in de Nederlandse literatuur.³⁰¹

§6.7 Conclusie

In het rechtstelsel van Duitsland heeft de rechter een ruime mate van discretie bij de toetsing van de gevolgen van de prijsbepalingsregels voor de economische belangen van de uittredende aandeelhouder. De toetsing van de prijsbepalingsregels aan de norm in §138(1) BGB houdt in

³⁰¹ Zie *supra* hoofdstuk 4.

dat de regels die tussen gelijkwaardige partijen tot stand is gekomen aan een inhoudelijke toetsing door de rechter worden onderworpen, waarbij de rechter oordeelt of er een economische rechtvaardiging voor de prijsbepalingsregels bestaat. Bij de toetsing van de toepassing van de prijsbepalingsregels aan de norm in §242 BGB worden de objectieve belangen van de partijen met inachtneming van alle omstandigheden van het geval gewaardeerd. Naast de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde, worden zelfs omstandigheden in aanmerking die geen verband houden met de uitoefening van de prijsbepalingsregels en buiten de vennootschapsrechtelijke sfeer vallen.

Door de open normen van *Gute Sitten* en *Treu und Glauben* kan de Duitse rechter rekening houden met de economische belangen van de partijen in de omstandigheden van het geval en flexibiliteit. Tegelijkertijd leidt de judiciële controle die de rechter bij de inhoudelijke toetsing van de prijsbepalingsregels uitoefent, tot een beperking van de partijautonomie. De omvangrijke omstandighedencatalogus die de rechter bij de toetsing van de prijsbepalingsregels bij een beroep op de prijsbepalingsregels hanteert, leidt tot rechtsonzekerheid, omdat van tevoren onduidelijk aan welke omstandigheden de rechter het meeste gewicht zal toekennen. Aandeelhouders die een gedetailleerde en weloverwogen prijsbepalingsregeling hebben vastgelegd in het *Gesellschaftsvertrag* en de kosten van uittreding gedeeltelijk in de prijs hebben verdisconteerd, worden in het Duitse recht dus geconfronteerd met het risico dat zij gehouden zijn om de aandelen van de uittredende aandeelhouder over te nemen tegen een hoger bedrag. In het volgende hoofdstuk wordt onderzocht of de Duitse benadering te verkiezen is boven de benadering in het recht van Delaware of vice versa.

Hoofdstuk 7 – Efficiënte en effectieve prijsvaststelling bij geschillen

§7.1 Inleiding

Het doel van deze scriptie is het identificeren van omstandigheden waarin het wenselijk is dat een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling buiten toepassing wordt gelaten en welke factoren de rechter bij de toetsing van een beroep op de prijsbepalingsregeling in het kader van artikel 2:340 lid 3 BW in aanmerking dient te nemen. Om deze vraag te beantwoorden, is de toetsing van contractuele prijsbepalingsregels in de Nederlandse jurisprudentie en rechtsliteratuur onderzocht. Vervolgens zijn de rechtstelsels van Delaware en Duitsland onderzocht, steeds met inachtneming van dezelfde vraag: in welke omstandigheden worden tussen partijen geldende prijsbepalingsregels buiten toepassing gelaten? Op grond van de bevindingen, wordt in dit hoofdstuk de probleemstelling beantwoord: onder welke omstandigheden is het wenselijk dat de rechter de prijsbepalingsregels in een statutaire of contractuele geschillenregeling buiten toepassing laat?

§7.2 Efficiëntie en effectiviteit

Zoals uiteengezet in §2.2, liggen de doelstellingen van efficiëntie en effectiviteit ten grondslag aan de wettelijke geschillenregeling. De wetgever beoogt met de Flex-bv een rechtsvorm te bieden die aandeelhouders in staat stelt de inrichting van de BV af te stemmen op de aard van de ondernemingsactiviteiten en de onderlinge economische verhoudingen. Door gebruikmaking van de inrichtingsvrijheid, kunnen de aandeelhouders de inrichting van de BV afstemmen op de onderlinge economische verhoudingen en de samenwerking zo efficiënt mogelijk gestalte geven. Met de wettelijke geschillenregeling in Boek 2 BW beoogt de wetgever te voorzien in een regeling voor de oplossing van aandeelhoudersgeschillen die zowel efficiënt als effectief is en het uittreedrecht van de aandeelhouder beschermt.

De efficiënte en effectieve uitteiding van een aandeelhouder kan het beste met een statutaire of contractuele regeling worden bewerkstelligd. De prijsbepalingsregeling vervult in deze geschillenregeling een spilfunctie. Met een eigen prijsbepalingsregeling kunnen de aandeelhouders de prijsvaststelling afstemmen op de aard van de ondernemingsactiviteiten. Zoals in §3.2 is uitgelegd, kunnen in de prijs de financieringskosten en de economische risico's die met de oplossing van het geschil gepaard gaan, deels aan de aandeelhouder kunnen worden doorgerekend door een korting op de waarde van de aandelen in de prijs te verdisconteren of een waarderingmethode toe te passen die ertoe leidt dat de aandeelhouder een prijs ontvangt die lager dan de waarde in het economisch verkeer van de aandelen ligt. Door deze kostenverdeling kan de beëindiging van het aandeelhouderschap onder efficiënte

voorwaarden plaatsvinden, omdat door een lagere prijs vast te stellen de financiële verplichtingen van de overige aandeelhouders of de vennootschap worden begrensd en de voortzetting van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming is gewaarborgd. Daarnaast verhoogt een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling ook de effectiviteit van een geschillenregeling, omdat prijsbepalingsprocedures kunnen worden uitgesloten en de uittrekking dus sneller kan worden bewerkstelligd. Een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling is derhalve beter in staat om de doelstellingen van de wettelijke geschillenregeling te realiseren.

§7.3 De noodzaak van rechterlijke interventie

De drie rechtstelsels verschillen significant ten aanzien van de toetsing van de prijsbepalingsregels. In de rechtstelsels van Nederland en Duitsland dient de rechter bij de toetsing van de prijsbepalingsregels alle omstandigheden van het geval in zijn overweging te betrekken, terwijl in Delaware de rechter bij de toepassing van de prijsbepalingsregels zich slechts beperkt tot de uitleg van de regels en de omstandigheden waarin de regels worden uitgeoefend niet in de rechterlijke toetsing betreft.

Volgens Collins kan de relatie tussen contractspartijen vanuit drie perspectieven worden benaderd: de sociale betrekkingen tussen de contractpartijen (de *business relation*), de economische belangen van de partijen (de *economic deal*) en de formele afspraken (*contractual framework*).³⁰² Het kader van Collins kan worden gebruikt om de relatie tussen de aandeelhouders in een BV te beschrijven. Tussen de aandeelhouders zijn niet alleen prijsbepalingsregels van kracht: tussen de aandeelhouders bestaan sociale en commerciële betrekkingen, op grond waarvan zij bepaalde verwachtingen koesteren en het aandeelhouderschap vertegenwoordigt een zeker economische belang voor de aandeelhouder.

De centrale vraag is, onder welke omstandigheden het wenselijk is dat de prijsbepalingsregels buiten toepassing worden gelaten. De wenselijke rol van het recht bij de erkenning van de sociale, economische en formele aspecten van de rechtsbetrekking tussen de aandeelhouders, is voor de beantwoording van deze vraag van belang. Met een *formalistische* benadering, zoals in het recht van Delaware, worden bij de toetsing van een beroep op de prijsbepalingsregels de omstandigheden van uittrekking buiten beschouwing gelaten.³⁰³ De rechter kan de rechten van partijen niet kan wijzigen in verband met de objectieve omstandigheden van het geval. Met een *contextualistische* benadering, zoals in het Nederlandse en het Duitse recht, spelen naast de

³⁰² Collins 2002, p. 133.

³⁰³ Zie met betrekking tot de formalistische benadering Collins 2002, p. 146.

prijsbepalingsregels de economische belangen en de sociale betrekkingen tussen partijen een voorname rol.³⁰⁴ Via open normen in het Nederlandse en het Duitse recht kunnen de economische belangen en de gedragingen van de partijen in de toetsing worden betrokken.³⁰⁵ Daarnaast bepaalt het recht de hiërarchie tussen de statutaire of contractuele aanspraken en de economische belangen van de partijen in de omstandigheden van het geval.³⁰⁶

Tegen een correctieregel zoals artikel 2:340 lid 3 BW, op grond waarvan de geschillenrechter de context in de toetsing kan betrekken, bestaan normatieve en praktische bezwaren. Het normatieve bezwaar is dat de rechter door de prijsbepalingsregels niet toe te passen, inbreuk maakt op de autonomie van de aandeelhouders. Ten tweede leidt deze correctieregel tot rechtsonzekerheid. Een regel die de rechter de bevoegdheid geeft om de prijsbepalingsregels in de omstandigheden van het geval buiten toepassing te laten, verhoogt het risico dat de gedaagde aandeelhouder of de vennootschap zijn rechten niet kan uitoefenen en wordt geconfronteerd met een hogere financiële verplichting. Praktische bezwaren tegen de toepassing van de correctieregel is dat de rechter vervolgens de prijs in een (doorgaans langdurige) prijsbepalingsprocedure dient vast te stellen, hetgeen leidt tot hogere transactiekosten voor de betrokken partijen, zowel door de gerechtelijke kosten als de waardevermindering van de aandelen als gevolg van het conflict. De buitentoepassingverklaring van de prijsbepalingsregels leidt dus tot een minder efficiënte en effectieve oplossing van geschillen. Aangezien ondernemers de inrichtingsvrijheid en de rechtszekerheid essentiële voorwaarden zijn voor een efficiënte en effectieve regeling ter oplossing van geschillen, heeft artikel 2:340 lid 3 BW een afschrikwekkende werking voor ondernemers en investeerders die waarde hechten aan een optimale beëindiging van de aandeelhoudersrelatie indien door een geschil hun financiële belangen worden bedreigd.

Het voordeel van de correctieregel in artikel 2:340 lid 3 BW is dat de rechter rekening kan houden met de veranderde omstandigheden en de gevolgen voor de economische belangen van de aandeelhouders, ook als de aandeelhouders hierover geen afspraken hebben gemaakt.³⁰⁷ Als uitgangspunt geldt dat de aandeelhouder geen bescherming behoeft. In de Flex-bv geldt het regime van preventieve bescherming: de aandeelhouder is slechts gebonden aan een prijsbepalingsregeling indien hij met de prijsbepalingsregeling heeft ingestemd. Indien de aandeelhouder door deze vrijwillige instemming bij de overdracht van de aandelen wordt

³⁰⁴ Collins 2002, p. 146.

³⁰⁵ Zie in de Duitse literatuur Dauner-Lieb 1994, p. 283; Haar 2006, p. 520; Ulmer & Schäfer 1995, p. 141.

³⁰⁶ Collins 2002, p. 146.

³⁰⁷ Riley 1992, p. 802.

geconfronteerd met de gevolgen van zijn beslissing, is het uitgangspunt in het burgerlijk recht dat hij deze gevolgen in beginsel dient te dragen: *pacta sunt servanda*. Bovendien vormt de gedwongen overname van aandelen een inbreuk op het eigendomsrecht van de gedaagde aandeelhouder of de vennootschap.³⁰⁸ De bescherming van de uittredende aandeelhouder gaat ten koste van de gedaagde. Om deze reden dient de rechtszekerheid bij gedwongen overname van aandelen voorop te staan en moeten afspraken tussen partijen zoveel mogelijk worden gevolgd. Slechts in bijzondere omstandigheden, hieronder te bespreken, is de bescherming van de belangen van de uittredende aandeelhouder gerechtvaardigd.

§7.5. Bijzondere omstandigheden

In deze paragraaf komen de omstandigheden aan bod, waarin de buitentoepassingverklaring van de prijsbepalingsregels op grond van artikel 2:340 lid 3 BW wenselijk is. Ik beperk mij hierbij tot de bespreking van de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de waarde van de aandelen bij de totstandkoming (§7.5.1) en bij toepassing (§7.5.2), de verwijtbaarheid van de gedragingen die aanleiding tot het instellen van de uittreedvordering gaven (§7.5.3).

§7.5.1 Discrepantie tussen prijs en waarde bij totstandkoming

Een prijs die lager ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen, wordt in de onderzochte rechtstelsels verschillend beoordeeld. In Delaware wordt een verschil tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde niet getoetst (§5.5.2), tenzij er geen sprake is van een gelijkwaardigheid van partijen. In Duitsland de rechter toetst te aller tijde of er voor de lagere prijs een objectieve rechtvaardiging bestaat (§6.4).

De inhoudelijke toetsing van de prijsbepalingsregels zoals in het recht van Duitsland, is onwenselijk, omdat de partijautonomie wordt beperkt (§6.7). Een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde, is op zich onvoldoende om de prijsbepalingsregeling kennelijk onredelijk te achten. Volgens de Hoge Raad geldt dat indien er sprake van een gelijkwaardigheid van partijen, er geen grond is om de contractsvrijheid te beperken (§4.2). De aandeelhouder is in beginsel vrij om over de voorwaarden van de uittreding te beslissen (§3.4). Bij de beoordeling van de redelijkheid van de prijs, dient de rechter niet het commercieel inzicht van partijen te vervangen door eigen inzicht. Op de aandeelhouder rust de verantwoordelijkheid om alvorens in te stemmen met prijsbepalingsregels deskundig advies in te winnen, zeker indien de aandeelhouder over onvoldoende financiële kennis beschikt om de gevolgen van de prijsbepalingsregels in te kunnen schatten.

³⁰⁸ Vgl. Bulten 2011b, p. 6.

Een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt gelijk aan de *pro rata parte* boekwaarde of de nominale waarde, kan in de omstandigheden waarin deze toepassing vindt, door partijen redelijk worden geacht. Hetzelfde uitgangspunt dient te worden gehanteerd voor prijsbepalingsregels op grond waarvan een neerwaartse correctie van de aandelenwaarde wordt toegepast. Een korting van 25% of 50% op de waarde van de aandelen kan in de gevallen waarin de toepassing van de regeling is voorzien, worden gerechtvaardigd door de verwachte financieringskosten of de waardevermindering en noodzakelijk worden geacht voor de voortzetting van de vennootschap. Een neerwaartse correctie kan naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onder omstandigheden echter onaanvaardbaar worden geacht, als de toepassing is beoogd in gevallen waarin de aandeelhouder een verplichting niet nakomt (een *non-performance*). In deze gevallen krijgt de neerwaartse correctie het karakter van een contractuele boete, welke door de rechter in bepaalde omstandigheden kennelijk onredelijk kan worden geacht (§4.2.2).

§7.5.2 Discrepancie tussen waarde en prijs bij uittreding

Het doel dat aandeelhouders met een prijsbepalingsregeling beogen, is de prijs op objectieve basis vast te stellen (§4.3). Aan de discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde bij de uittreding, moet de rechter bij toetsing aan artikel 2:340 lid 3 BW mijns inziens in beginsel geen gewicht toe te kennen. De bevindingen van deze studie wijzen erop dat ook in Delaware minder waarde aan de discrepantie wordt toegekend. Een discrepantie kan echter niet geheel buiten de toetsing blijven, zoals in Delaware het geval is (§5.5.3).

Het is dogmatisch gezien mogelijk om de prijsbepalingsregeling op grond van artikel 2:340 lid 3 BW buiten toepassing te laten, indien er na de totstandkoming van de prijsbepalingsregeling een *onvoorziene* en *zodanig buitensporige* discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde is ontstaan, dat de aandeelhouder niet aan de prijsbepalingsregeling kan worden gehouden. Deze benadering, die in de Duitse rechtspraak wordt gehanteerd (§6.5.1), past in beginsel in het Nederlandse rechtstelsel. Het leerstuk van onvoorziene omstandigheden als uitwerking van artikel 6:2 lid 2 BW vinden we terug in artikel 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden). De rechter dient bij de toepassing van het leerstuk terughoudendheid te betrachten. Een discrepantie die voorzienbaar noch buitensporig is, dient bovendien voor rekening van de uittredende aandeelhouder te blijven.

Het is mijns inziens wenselijk om artikel 2:340 lid 3 BW niet toe te passen om een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de waarde in het economisch verkeer van de aandelen te corrigeren. Een prijsbepalingsregeling op grond waarvan de aandeelhouder een prijs ontvangt

die gelijk is aan de *pro rata* boekwaarde of de werkelijke waarde verminderd met een 'strafkorting', kan weliswaar door tijdsverloop afwijken van de waarde in het economisch verkeer, maar kan niet als *onvoorzienbaar* worden aangemerkt. Een discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen, dient mijns inziens in de meeste gevallen voor rekening van de uittreedende aandeelhouder te blijven. Met een duidelijke prijsbepalingsregeling kan een geslaagd beroep op artikel 2:340 lid 3 BW worden vermeden en de recht.

§7.5.3 Verwijtbare gedragingen

De gedragingen van de aandeelhouders dient de rechter bij de toetsing in artikel 2:340 lid 3 BW in overweging te nemen, voor zover deze gedragingen een schending van artikel 2:8 BW behelzen. De benadering die in de literatuur (§4.4.2) en in Duitsland (§6.5.2) wordt gehanteerd, is wenselijk. Als de economische belangen van de aandeelhouder door de overige aandeelhouders dan wel de vennootschap worden aangetast, hetzij door verwijtbare gedragingen in de vennootschapsrechtelijke sfeer hetzij door onrechtmatig handelen buiten de vennootschap, dan dienen prijsbepalingsregels bij de uittreding van de aandeelhouder buiten toepassing te blijven (§4.4.2). In dat geval gaan de belangen van de aandeelhouder boven de belangen van de vennootschap en de overige aandeelhouders. De aandeelhouder dient bij de gedwongen overdracht van zijn aandelen dan niet aan de prijsbepalingsregeling worden gehouden, omdat de regeling juist in het belang van de overige aandeelhouders en de vennootschap is geschreven en zij in dit geval een financieel voordeel zouden verwerven. Het is wenselijk dat de rechter met toepassing van artikel 2:340 lid 3 BW de verwachtingen die aandeelhouders op grond van de onderlinge *sociale* betrekkingen mogen koesteren, beschermt door de aandeelhouder tegen de gevolgen van opportunistisch gedrag te beschermen. Doet een overblijvende aandeelhouder of de vennootschap in dit geval een beroep op de prijsbepalingsregeling, dan dient dit beroep misbruik van recht te behelzen.

Is er in de omstandigheden van het geval die aanleiding gaven tot het instellen van de uittreedvordering *geen sprake* van verwijtbaar gedrag, dan dienen de gedragingen niet in de toetsing aan artikel 2:340 lid 3 BW te worden meegewogen. De aandeelhouder die in een beknelde positie terecht komt door gedragingen die hij vanwege zijn minderheidspositie in de vennootschap voor zijn rekening moet nemen en die redelijkerwijs geen verband houden met de prijsbepalingsregels, dient niet door de rechter te worden beschermd. Zowel de Duitse (§6.5.1) als de Nederlandse (§4.4.1) rechter volgt deze benadering. Zo dient de rechter bij de uittreding wegens een impasse in de besluitvorming of na ontslag van de aandeelhouder als bestuurder/werknemer, *in het algemeen* de toepassing van de prijsbepalingsregels niet

kennelijk onredelijk te achten. De terughoudendheid van de rechter dient *a fortiori* te gelden indien in de statuten of een overeenkomst een prijsbepalingsregeling is vastgelegd die in de desbetreffende omstandigheden van toepassing is. In bijzondere omstandigheden kan de toepassing van de prijsbepalingsregels alsnog onredelijk zijn. Is de impasse het gevolg van verwijtbaar handelen van de overige aandeelhouders, dan is het onwenselijk om prijsbepalingsregels toe te passen op grond waarvan de aandeelhouder wegens die omstandigheden een lagere prijs voor zijn aandelen ontvangt. Kan het ontslag van de aandeelhouder als bestuurder als *kennelijk onredelijk* worden aangemerkt, dan dient de rechter bij de uittreding de prijsbepalingsregels die van toepassing zijn verklaard op de situatie waarin de aandeelhouder wordt ontslagen als bestuurder en zijn aandelen in dat geval tegen een lagere prijs moet aanbieden (de *bad leaver* bepalingen), kennelijk onredelijk te achten.

§7.5.4 Overige omstandigheden van het geval

De overige omstandigheden dienen niet bij de concretisering van de norm in artikel 2:340 lid 3 BW in aanmerking te worden genomen. De ruime contextualistische benadering die in het Duitse recht wordt gehanteerd (§6.5.1), waarin de persoonlijke situatie van de aandeelhouder en de financiële situatie van de vennootschap in aanmerking worden genomen, leidt tot een onwenselijke beperking van de autonomie van de aandeelhouders. Uit het wettelijke stelsel valt op te maken dat de autonomie van aandeelhouders voorrang dient te genieten: de deskundigen moeten bij het vaststellen van de waarde van de aandelen de prijsbepalingsregels in acht nemen en de deskundigenbenoeming kan achterwege worden gelaten als op grond van de prijsbepalingsregels de rechter zelf de prijs kan vaststellen (artikel 2:339 lid 2 en 3 BW). Door *alle* objectieve omstandigheden van het geval in de overweging te betrekken, wordt de autonomie van de aandeelhouders beperkt. Het gevaar bestaat dat de rechter aan de hand van de objectieve omstandigheden van het geval de economische belangen en de verwachtingen van de aandeelhouders vaststelt in plaats van de daadwerkelijke verwachtingen van de aandeelhouders in acht te nemen. Zo wordt in de toets van het BGH de bijdrage van de aandeelhouder aan de opbouw en het succes van de vennootschap als relevante omstandigheid beschouwd.³⁰⁹ Deze contextualisatie beperkt de vrijheid *en* leidt tot rechtsonzekerheid, omdat op voorhand niet kan worden bepaald of de prijsbepalingsregels worden toegepast. Het is derhalve wenselijk dat, voor zover er geen sprake is van verwijtbaar gedrag, de rechter zich beperkt tot de uitleg van de prijsbepalingsregeling en slechts als op grond van de regeling de verdere omstandigheden relevant zijn, deze in de toets betreft.

³⁰⁹ Een soortgelijke ontwikkeling is zichtbaar in het Engelse recht, waar de 'legitimate expectations' van de aandeelhouders in een 'quasi-partnership' aan de hand van objectieve omstandigheden zijn vastgesteld. Zie Boyle 2002, p. 116.

§7.6 Conclusie en aanbevelingen

In deze scriptie is de volgende probleemstelling onderzocht: onder welke omstandigheden het is wenselijk dat de rechter met toepassing van artikel 2:340 lid 3 BW een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling buiten toepassing laat? Op grond van de bevindingen kan worden geconcludeerd dat de toepassing van deze correctieregel door de rechter in bijzondere omstandigheden wenselijk kan worden geacht. Het recht moet een goede balans vinden tussen enerzijds de partijautonomie en het *pacta sunt servanda* beginsel en anderzijds de bescherming van de belangen van de aandeelhouder. Bij de prijsvaststelling in geval van uittreding van een aandeelhouder, staat de autonomie van de aandeelhouders voorop. Het primaat van de autonomie is vanuit economisch oogpunt wenselijk: een statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling vervult een spilfunctie bij de efficiënte en effectieve oplossing van geschillen tussen aandeelhouders. De autonomie impliceert ook een belangrijke rol voor contractuele verantwoordelijkheid. De aandeelhouder die instemt met een prijsbepalingsregeling en dus vrijwillig afspraken ten aanzien van zijn financiële aanspraken indien bepaalde omstandigheden zich voordoen, moet zich in beginsel tevreden stellen met de afgesproken prijs, ook bij een aanzienlijke discrepantie tussen de afgesproken prijs en de werkelijke waarde van de aandelen. De rechter dient de prijs dus niet uitsluitend ter bescherming van de economische belangen van de aandeelhouder te corrigeren.

Bij de toetsing aan de maatstaven van redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:340 lid 3 BW dient de rechter de prijsbepalingsregels slechts buiten toepassing te laten, indien verwijtbare gedragingen aanleiding gaven tot het instellen van de uittreedvordering. Met het verwijtbare gedrag worden de vennootschappelijke gedragsnormen overschreden en kan niet van de aandeelhouder worden verwacht dat hij of zij aan de prijsbepalingsregels wordt gehouden. Ook indien de prijsbepalingsregels uitdrukkelijk betrekking hebben op de situatie waarin de uittreding wordt gevorderd, is het wenselijk dat deze prijsbepalingsregels geen toepassing vinden als de aandeelhouder door verwijtbaar handelen in deze situatie is beland. Door het buiten toepassing laten van de prijsbepalingsregels in deze omstandigheden, erkent de rechter de verwachtingen die de aandeelhouder op grond van de onderlinge sociale betrekkingen mag koesteren en worden de economische belangen van de aandeelhouder beschermd tegen opportunistisch gedrag. Gezien het belang van rechtszekerheid en flexibiliteit voor de efficiënte en effectieve oplossing van geschillen, is mijn aanbeveling om de open norm in artikel 2:340 lid 3 BW te herzien of zelfs te schrappen. Tot deze noodzakelijke herziening daadwerkelijk plaatsvindt, is het wenselijk dat de rechter bij de toetsing aan de norm aansluit bij de criteria voor misbruik van recht (3:13 BW).

Appendix: Bibliografie

Naslagwerken:

GSP 2011

J. Roest (ed.), *Groene Serie Rechtspersonen*, 2011.

Asser/Maeijer, van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009

J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Deel 2-II. Rechtspersonenrecht: de Naamloze en Besloten Vennootschap*, derde druk, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III* 2010

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Deel 6-III. Verbintenissenrecht. Algemeen Overeenkomstenrecht*, Deventer: Kluwer 2010.

Asser/Hijma 5-I 2007

Jac. Hijma, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 5, Bijzondere overeenkomsten. Deel I. Koop en ruil*, Deventer: Kluwer 2007.

Balotti & Finkelstein 2010

R. Balotti, F. Balotti, en J. Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations Statutory Deskbook 2011 Edition*, Third Edition, Aspen Publishers 2010.

Black's Law Dictionary

Black's Law Dictionary Free Online 2nd Ed.

Folk 2009

P. E. Welch, A. J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law*, New York: Aspen Publishers 2009.

Folk 2011

E.P. Welch, A.J. Turezyn & R.S. Saunders, *Folk on the Delaware General Corporation Law*, fifth edition, Aspen Publishers 2011.

Michalski 2010

Nerlich, Michalski, GmbHG, 2. Auflage 2010.

Münchener Kommentar 2011

Berner Münchener Kommentar zum GmbHG, 1. Auflage, 2011.

Müller/Winkeljohann

Müller/Winkeljohann, Beck'sches Handbuch der GmbH, 4. Auflage 2009.

PG Boek 6

E. H. Hondius, F.H.J. Mijnsen en C.J. van Zeben (red.), *Parlementaire Geschiedenis van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek*. Boeken 3, 5 en 6, Studenteneditie, Deventer: Kluwer 1982.

Van Schilfgaarde/Winter 2009

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, vijftiende druk (bewerkt door J.Winter), Deventer: Kluwer 2009.

Strohn 2010

Strohn Münchener Kommentar zum GmbHG, 1. Auflage 2010

Databanken (geraadpleegd via westlaw.com):**Fletcher 2012**

W.M. Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, 2012.

Hunter 2012

H. Hunter, *Modern Law of Contracts*, 2012.

Magnuson 2012

R.J. Magnuson, *Shareholder Litigation*, 2012.

O'Neal & Thompson 2012

F. Hodge O'Neal and Robert B. Thompson, *O'Neal and Thompson's Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, 2012.

O'Neal & Thompson 2012a

F. Hodge O'Neal and Robert B. Thompson, *O'Neal and Thompson's Oppression of Minority Shareholders and LLC Members*, 2012.

Rhodes 2012

M.S. Rhodes, *Transfer of Stock*, Seventh Edition, 2012.

Boeken en artikelen:**Bachmann et al 2012**

G. Bachmann, H. Eidenmüller, A. Engert, H. Fleischer, W. Schön, *Rechtsregeln für die geschlossene Kapitalgesellschaft*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht/ZGR-Sonderheft 18, Berlin: Walter De Gruyter 2012.

Bainbridge 2002

S. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press 2002.

Den Boer 2002

J. den Boer, 'Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregeling', *WPNR* 2002/6487, p. 339-346.

Boyle 2002

A.J. Boyle, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge Studies in Corporate law, Cambridge: Cambridge University Press 2002.

Brealey, Myers & Marcus 2003

R. Brealey & S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, seventh edition, McGraw-Hill 2003.

Bulten 2011a

C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Serie vanwege het Van Der Heijden Instituut deel 108, Deventer: Kluwer 2011.

Bulten 2011b

C.D.J. Bulten, 'Over de flexibele aflegging van de sluier: de nieuwe uittreding', in: C.D.J. Bulten e.a., *Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 1-44.

Burgerhart 2008

W. Burgerhart, *Waarde en vermogensrecht: beschouwingen over de waarde van een onderneming in het erfrecht en enige verwante wetten*, Deventer: Kluwer 2008.

Burton 1980

S.J. Burton, 'Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith', *Harvard Law Review* 1980, 94(2), p. 369-404.

Collins 2002

H. Collins, *Regulating Contracts*, New York: Oxford University Press 2003.

Dalley 2004

P.J. Dalley, 'The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties', *Hofstra Law Review* 2004, 33, p. 175-222.

Doorman 2001

A. Doorman, 'Wie mag hoeden over de belangen van de minderheidsaandeelhouders?', *Ondernemingsrecht* 2001, 14, p. 428-432.

Easterbrook & Fischel 1986

F. Easterbrook en D. Fischel, 'Close corporations and Agency Costs', *Stanford Law Review* 1986, 38(2), p. 271-301.

Ernst 1998

R.A.J. Ernst, 'Nieuwe ontwikkelingen rond waardebeoordeling van private ondernemingen', *Dossier*, 33, 1998, p. 19-22.

Van Eck 2011a

G.C. van Eck, 'Naar een eigen statutaire geschillenregeling op maat', in: C.D.J. Bulten e.a., *Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 46-107.

Eisenberg 1982

M.A. Eisenberg, 'The Bargain Principle and Its Limits', *Harvard Law Review* 1982, 95(4), p. 741-801.

Eisenberg 2000

M.A. Eisenberg, *Corporations and Other Business Organizations*, 8th edition, unabridged, New York: Foundation Press 2000.

Eisenberg 2005

M.A. Eisenberg, *Corporations and Other Business Organizations*, 9th edition, unabridged, New York: Foundation Press 2005.

Farnsworth 1963

E.A. Farnsworth, 'Good Faith Performance and Commercial Reasonableness under the Uniform Commercial Code', *The University of Chicago Law Review* 1963, (30)4, p. 666-679.

Haar 2006

B. Haar, *Die Personengesellschaft im Konzern: Privatautonomie zwischen Vertrag und Organisation*, Tübingen: Mohr Siebeck 2006.

Hakes 2011

R.A. Hakes, 'Focusing On The Realities Of The Contracting Process', *Delaware Law Review*, 2011, 12(2), p. 95-119.

Hartlief 2003

T. Hartlief, 'Vrijheid en bescherming in het contractenrecht', *Contracteren* 2003, p. 5-14.

Henze 2009

H. Henze, 'Einschränkung und Ausschluss des Abfindungsanspruchs des Personengesellschafters in der Rechtsprechung des BGH', in: G. Bitter, M. Lutter, H. Priester, W. Schön, P. Ulmer (eds.), *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln: Verlag Otto Schmidt 2009, p. 619-640.

Van den Heuvel 2009

R.F. van den Heuvel, 'Geldigheid van een overeenkomst tussen aandeelhouders in een BV die afwijkt van de dwingendrechtelijke voorschriften voor de statutaire aanbiedingsregeling', *Ondernemingsrecht* 2009/75, p. 316-319.

Hitchner 2006

J. R. Hitchner, *Financial valuation. Applications and Models*, 2nd edition, New Jersey: John Wiley & Sons. Inc 2006.

Van den Ingh & Nowak 2008

F. J.P. van den Ingh en R.G.J. Nowak, *Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht deel I: De pre-parlementaire geschiedenis*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut 85, Deventer: Kluwer 2006.

De Kluiver 2007

H.J. de Kluiver, 'Private Ordering and Buy-Out Remedies within Private Company Law: Towards a New Balance between Fairness and Welfare?', *European Business Organization Law Review* 2007, 8, p.103-119.

De Kluiver 2010

H.J. de Kluiver, 'Naar een statutaire geschillenregeling', in: G. van Solinge e.a., *Geschillen in de vennootschap*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 105, Deventer: Kluwer 2010, p. 17-28.

Koller, Goedhart & Wessels 2010

T. Koller, M. Goedhart & D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, fifth edition, New Jersey: John Wiley & Sons 2010.

Krens 1999

F. Krens, 'Waardebepaling van incurante minderheidsbelangen', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 288-297.

Kroeze 2005

M.J. Kroeze, 'Vragen uit de rechtspraktijk: blokkeringsregeling en prijsbepaling van aandelen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 69 e.v.

Leijten 2000

A.F.J.A. Leijten, 'Geschillen tussen aandeelhouders', in: A. Leijten, L. Timmermans e.a., *Conflicten rondom de rechtspersoon: voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres op vrijdag 29 en zaterdag 30 oktober 1999*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 1-14.

Mecklenbrauck 2000

D. Mecklenbrauck, *Abfindung zum Buchwert bei Ausscheiden eines Gesellschafters*, Köln: Josef Eul Verlag 2000.

Portengen 2006

H.J. Portengen, 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (?!)', in: T.P. van Duuren, H.J. Portengen, E.P.M. Vermeulen & B. Bier, *De Vereenvoudigde BV, Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Kluwer: Deventer 2006, p. 33-111.

Pratt 2008

S. Pratt, *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, fifth edition, New York: McGraw-Hill 2008.

Quillen & Hanrahan 1992

William T. Quillen & Michael Hanrahan, 'A Short History of the Delaware Court of Chancery – 1792-1992', *Delaware Journal of Corporate Law*, 1993, 18, 819, 821-22.

Reed 1968

R.L. Reed, 'Section 202 of the Delaware Corporation Law – Per Se Rules for Stock Transfer Restrictions', *Boston College Law Review* 1968, 405, p. 405-428.

Richter 2002

B. Richter, *Abfindung ausscheidender Gesellschafter unter Beschränkung auf den Buchwert Zulässigkeit und Grenzen privatautonomer Gestaltung*, München: Verlag C.H. Beck 2002.

Roest 2007

J. Roest, 'Geschillenregeling', *WPNR* 6731, p. 959-965.

Schmolke 2012

K.U. Schmolke, 'Expulsion and Valuation Clauses - Freedom of Contract vs. Legal Paternalism in German Partnership and Close Corporation Law', *ECFR* 2012, p. 380-419.

Schwarz 2009

C.A. Schwarz, 'Statutaire of contractuele prijsfixatie bij overdracht van aandelen; wijzigende gezichtspunten en de rol van redelijkheid en billijkheid', *Tijdschrift van Ondernemingsbestuur* 2009-1, p. 14-21.

Schmidt 1997

K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 3. Auflage, Köln: Carl Heymanns Verlag 1997.

Sharfman 2007

K. Sharfman, 'Contractual Valuation Mechanisms and Corporate Law', *Virginia Law & Business Review* 2007, 2(1), p.53-88.

Slagter 2002

W.J. Slagter, noot bij OK 9 december 1999, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 222-223.

Slopsema 2010

G. Slopsema, 'Waardebepaling van aandelen in ondernemingen bij gerechtelijke procedures', *Trema* 2010, 10, p. 540-542.

Sman 1994

R. Sman, 'Waardering van aandelen, de theorie in praktijk', *Dossier* 1994, 16, p. 65-70.

Stokkermans 2008a

C.M. Stokkermans, 'Extra-verplichtingen en statutaire overdrachtsbeperkingen', *WPNR* 6741, 111-120.

Stokkermans 2008b

C.M. Stokkermans, 'Beslotenheid en extraverbintenissen', in: F.J. Oranje, C.M. Stokkermans, B. Bier, G.M. Portier, *Het nieuwe BV-recht voor de praktijk*, Preadvies KNB, Den Haag: Sdu Uitgevers 2008.

Summers 1968

R.S. Summers, ' "Good Faith" in General Contract Law and the Sales Provisions of the Uniform Commercial Code', *Virginia Law Review*, 1968, 54(2), p. 195-267.

Summers 2000

R.S. Summers, 'The conceptualization of good faith in American contract law: a general account', in: S. Whittaker and R. Zimmerman (eds.) *Good faith in European Contract Law*, Cambridge: Cambridge University Press 2000, p. 118-141.

Tiest 2009

R. Tiest, *Handboek Waarderen van Ondernemingen. Due diligence en waarderingstechnieken*, tweede editie, Antwerpen – Oxford: Intersentia 2009.

Timmerman 2006

L. Timmerman, 'Hartkamp en afgeleide schade', in: H.J. van Kooten (red.), *Hartkampvarianties : opstellen aangeboden aan prof. mr A.S. Hartkamp op 20 januari 2006, ter gelegenheid van zijn afscheid als procureur-generaal bij de Hoge Raad der Nederlanden*, deventer: Kluwer 2006, p. 129-138.

Ulmer 2004

P. Ulmer, *Handelsgesetzbuch. Band 2*. Berlin: De Gruyter 2004.

Ulmer & Schäfer 1995

P. Ulmer & K. Schäfer, 'Die rechtliche Beurteilung vertraglicher Abfindungsbeschränkungen bei nachträglich eintretenden großem Mißverhältnis', *ZGR* 1995, p. 134-155.

Verhaar 2008

H.T. Verhaar, 'De nieuwe geschillenregeling. Een overzicht van de voorstellen tot op heden.', *Onderneming & Financiering* 2008/1, p. 46-61.

De Vries 2010

P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht 72, Deventer: Kluwer 2010.

De Vries 2012

P.P. de Vries, 'Prijsbepalingsregels voor aandelen in BV naar huidig en komend recht', *Ondernemingsrecht* 2012, p. 101-108.

Wateler 2002

P. Wateler, 'Venture-capitalcontracten', *Ars Aequi* 2002, p. 124-132.

Willems 2008

J.H.M. Willems, 'Geschillen en exitmogelijkheden', in: J.M.M. Maeijer e.a., *Flexibele rechtsvormen*, Deventer: Kluwer 2008, p. 79-93.

Jurisprudentielijst:

Nederland

Hoge Raad

HR 8 januari 1926, NJ 1926, 203
HR 19 maart 1926, NJ 1926, 441
HR 30 juni 1944, NJ 1944, 465 (*Wennex*)
HR 13 november 1936, NJ 1937, 433
HR 11 januari 1957, NJ 1959, 37 (*Bovag*)
HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 (*Baris/Riezenkamp*)
HR 19 mei 1967, NJ 1967, 261 (*Saladin/HBU*)
HR 17 november 1976, NJ 1976, 486 (*Pseudo-vogelpest*)
HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 (*Haviltex*)
HR 15 februari 1991, NJ 1991, 493
HR 31 december 1993, NJ 1994, 436, m. nt. J.M.M. Maeijer (*Verenigde Bootlieden*)
HR 31 december 1993, NJ 1995, 389 (CJHB) *Matatag/De Schelde* (r.o. 3.2).
HR 11 september 1996, NJ 1997, 177, m. nt. J.M.M. Maeijer (*Zondag Beheer*)
HR 20 februari 1998, NJ 1998, 493 (*Briljant Schreuders*)
HR 25 februari 2000, NJ 2000, 471
HR 12 mei 2000, NJ 2000, 412
HR 2 maart 2001, NJ 2001 584, m. nt. Wortmann (*Zeevisser*)
HR 26 september 2003, NJ 2004, 21
HR 20 februari 2004, NJ 2005, 493 (*DSM/Fox*)
HR 15 oktober 2004, NJ 2005, 141 GTI/Zürich
HR 21 januari 2005, NJ 2005, 126, m. nt. J.M.M. Maeijer (*Hoffmann*)
HR 17 februari 2006, NJ 2006, 378, r.o. 4.7 (*Royal Sun Alliance*)
HR 19 januari 2007, NJ 2007, 576 (*Meyer/PontMeyer*)
HR 29 juni 2007, JOR 2007, 198 (*Derksen/Homburg*)
HR 19 oktober 2007, NJ 2007, 565 (*Vodafone/ETC*)
HR 23 oktober 2009, LJN BJ7331 (*Fduw/Ramsley*)
HR 27 januari 2012, LJN BU4970 (*Hooymans*)

HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 (*Poot/ABP*)
HR 2 mei 1997, NJ 1997, 662 (*Kip/Rabo*)
HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 (*Baris/Riezenkamp*)
HR 19 oktober 2007, NJ 2007, 565 (*Vodafone/ETC*)

Gerechshoven

Hof Amsterdam (OK) 9 december 1999, JOR 2000, 32 (*Noro/Morepa*)
Hof Amsterdam (OK) 9 maart 2000, JOR 2000, 167 (*MMP/VHC*)
Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2006, JOR 2006, 70, m. nt. C.D.J. Bulten (*Newton 21*)
Hof Arnhem 7 augustus 2008, JOR 2008, 262, m. nt. C. Stokkermans (*Ramsley*)
Hof 's-Hertogenbosch 25 maart 2008, JOR 2008/189 (*Flexdrivers*)
Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, JOR 2010, 96, m. nt. C.D.J. Bulten (*Hooymans*)
Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, JOR 2011/282 (*Jeezet*)

Rechtbanken

Rb. 4 april 1996, JOR 1996/55 (*Ramp/Lensen*)
Rb. Rotterdam 5 november 1998, JOR 1998/28 (*Metz*)
Rb. Utrecht 29 oktober 2008, LJN: BG3678 (*Fenland*)
Rb. Roermond 6 juli 2011, JOR 2011, 284 m.nt. C.D.J. Bulten (*Ninoju*)
Hof Amsterdam (OK) 14 december 2010, JOR 2011/177 (*Fin(d)it*)
Rb. Haarlem 15 december 2010, JOR 2011, 281 m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Jeezet*)
Rb. 's-Gravenhage 23 mei 2012, JOR 2012, 246 m. nt. Bulten (*Sirvana*).

Delaware

Supreme Court

Tulowitzki v. Atlantic Richfield Co., 396 A.2d 956, 960 (Del.1970)
Shields v. Shields, 498 A.2d 161, 167 (Del. Ch. 1985)
Cede & Co v Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993)
Nixon v. Gladwell, 626 A.2d 1366 (Del.Supr. 1993)
Riblet Products Corp. v. Nagy, 683 A. 2d 37 – 1996
Dunlap v. State Farm Fire & Cas. Co., 878 A.2d 434, 441 (Del. 2005)
Nemec v. Shrader, Nos. 305, 2009 & 309, 2009 (Del. Apr. 6, 2010)

Court of Chancery

Diamond State Iron Co. v. Todd, 6 Del. Ch. 163, 14 A 27, affd 8 Houst 372 (1889)
Corbett v. McClintic-Marshall Corp, 151 A. 218, 221 (Del. Ch. 1930)
Lawson v Household Finance Corp, 17 Del. Ch. 343, 353, 152 A. 723, 278 (1930)
Mitchell Associates v. Barbara Mitchell, Not reported A.2d, 1980 WL 268106 (Del. Ch. 1980)
Ueltzhoffer v. Fox Fire , 1991 WL 271584 (Del. Ch. Dec. 19 1991)

Little v. Waters, Civ. A. No. 12155, 1992 WL 25758, (Del. Ch. Feb. 11, 1992)
Kayne v. Barry Klassman, Not reported in A.2d, 1993 WL 193529 (Del. Ch. 1993)
Gale v. Bershad, not reported in A.2d, WL 118022 (Del. Ch. Mar. 4, 1998)
In re Staples, Inc. S'holders Litig., 792 A.2d 934, 952 (Del. Ch. 2001)
Am. Legacy Found. V. Lorillard Tobacco Co., 886 A.2d 1, 19 (Del. Ch. 2005)
Blue Chip Capital Fund II Ltd. Partnership v. Tubergen, 906 A.2d 827 (Del.Ch.,2006)
Brandywine River, 2007 WL 4327780 (Del.Ch. Dec. 5, 2007)
Airborne Health, Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP, v. Squid Soap (Del. Ch. 2009)
Blaustein v. Lord Baltimore Capital Corporation, No. 6685-VCN (Del. Ch. May 31, 2012)

District court

Pig Improvement Co., Inc. v. Middle States Holding Co.,943 F.Supp. 392, 402 (D.Del.1996).

Overig

Allen v. Biltmore Tissue Corp., 2 N.Y.2d 534, 141 N.E.2d 812, 161 N.Y.S.2d 418 (1957)
B&H Warehouse v. Atlas Van Lines, No.72-3555, March 6, 1974 (U.S. C.A., Fifth Circuit)
Clemmer v Cullinane (62 Mass. App. Ct. 904)
Arentsen v. Sherman Towel Serv. Co., 352 Ill. 327, 185 N.E. 822 (1933)
In re Mather's Estate, 410 Pa, 361, 189 A.2d 586 (1963)

Duitsland

Bundesgerichtshof

BGH, 13.03.2006, II ZR 295/04

BGH, 16.12.1991, II ZR 58/91

BGH, 13.06.1994, II ZR 38/93

BGH, 20.09.1993, II ZR 104/92

BGH, 24.05.1993, II ZR 36/92

Oberlandesgericht

OLG Köln, 26.03.1999, 19 U 108/96

OLG Naumburg, 9.3.2001, 7 U (Hs) 21/00

OLG München, 16. 2. 2001 - 23 U 4590/00