

20. “Tain’t what you do, (it’s the way that you do it)” – het uitstoten van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod

Mr. C.R. Nagtegaal¹

“It ain’t what you do, it’s the way that you do it
It ain’t what you do, it’s the way that you do it
It ain’t what you do, it’s the way that you do it
And that’s what gets results.”²

I Inleiding

Een partij die een openbaar bod op een genoteerde vennootschap doet zal in de regel de volledige controle over die vennootschap willen verkrijgen. In de praktijk bieden echter nooit alle aandeelhouders hun aandelen aan en moet de bieder zich dus van andere methoden bedienen om volledige controle te verkrijgen. De bieder kan daarbij, indien aan bepaalde voorwaarden is voldaan, gebruikmaken van specifieke wettelijke regelingen, in het bijzonder de uitkoopprocedure, en van alternatieve structuren die in de praktijk zijn ontwikkeld, in het bijzonder de *pre-wired back-end* transactie.

Bij een *pre-wired back-end* transactie komen de bieder en doelvennootschap overeen dat, indien de bieder na het bod een bepaald percentage van de aandelen in het kapitaal van de doelvennootschap houdt, de doelvennootschap haar medewerking zal verlenen aan een herstructurering, de *back-end* transactie, die ertoe leidt dat de bieder volledige controle over, en economische gerechtigheid tot de door de doelvennootschap gedreven onderneming verkrijgt. De *back-end* transactie vereist instemming van de algemene vergadering van de doelvennootschap. Van een *pre-wired back-end* transactie is sprake indien deze goedkeuring vóór de gestanddoening van het bod wordt verleend.³

1 Mr. C.R. (Casper) Nagtegaal is kandidaat-notaris bij De Brauw Blackstone Westbroek NV te Amsterdam.

2 “Tain’t what you (It’s the way that you do it)” is geschreven door jazz muzikanten Melvin ‘Sy’ Oliver en James ‘Trummy’ Young. Naast de versie van Ella Fitzgerald uit 1939, kan ik ook de *new wave* cover van Fun Boy Three met Bananarama uit 1982 aanbevelen.

3 Een gedetailleerdere beschrijving van de *pre-wired back-end* transactie en haar modaliteiten gaat het bestek van deze bijdrage te buiten. Ik verwijs daarvoor graag naar J. Barneveld, ‘De achterkant van het openbaar bod – Over de opkomst, ontwikkeling en normering van de pre-wired back-end’, *MvO* 2019, 5-6 (Barneveld 2019).

De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) komt geregeld in het geweer tegen *pre-wired back-end* transacties omdat naar haar oordeel in deze transacties de belangen van minderheidsaandeelhouders niet voldoende gewaarborgd zijn. Gerben Everts, directeur van de VEB, stelde recent dat het goed zou zijn als een ‘grote minderheidsaandeelhouder’ naar de Ondernemingskamer (OK) zou stappen, zodat de OK zich kan buigen over deze transacties. “De 95-procentsregel is er niet voor niets” verzuchtte Everts in verwijzing naar de uitkoopprocedure.⁴

De VEB heeft in het verleden ook zelf geprocedeerd tegen transacties die er (mogelijk) op gericht waren minderheidsaandeelhouders uit te stoten. In de *Versatel I*-beschikking trok de VEB aan het kortste eind en oordeelde de Hoge Raad dat “(...) een besluit tot fusie dat enkel en alleen de strekking heeft de minderheidsaandeelhouders uit te stoten, in strijd kan zijn met (...) de redelijkheid en billijkheid (...)”, maar dat niet was gebleken dat daarvan in het concrete geval sprake was.⁵ Kort na de *Versatel I*-beschikking trok de VEB wel aan het langste eind in een procedure bij de OK. In de *Shell*-beschikking oordeelde de OK dat de daar geïmplementeerde structuur onrechtmatig was, in het bijzonder omdat “(...) de minderheidsaandeelhouders worden gedwongen hun aandelen (...) af te staan zonder dat de (...) te betalen prijs door de rechter wordt vastgesteld (...)”.⁶

In *Versatel I* wordt doorgaans een bevestiging gelezen dat *pre-wired back-end* transacties in hun tegenwoordig gebruikelijke vorm rechtmatig zijn, mits aan bepaalde randvoorwaarden is voldaan. Zo leest Barneveld in deze beschikking de bevestiging dat een minderheidsaandeelhouder er rekening mee moet houden dat daadwerkelijk of de facto een einde wordt gemaakt aan zijn aandeelhouderschap.⁷ De Brauw deelt deze interpretatie en concludeert op basis van de beschikking dat aandeelhouders niet het recht hebben te allen tijde aandeelhouder te blijven.⁸

Aan de *Shell*-beschikking lijkt minder waarde te worden gehecht bij het normeren van *pre-wired back-end* transacties. Barneveld spreekt bijvoorbeeld van “(...) een vrij extreem geval, zodat uit het oordeel van de Ondernemingskamer weinig algemene lessen kunnen worden getrokken over de grenzen aan *back-end* structuren (...)”.⁹ Echter, ook in de tegenwoordig gebruikelijke *back-end* transactie ontvangen de minderheidsaandeelhouders een vergoeding die niet met rechterlijke tussenkomst is vastgesteld, dit was juist één van de prangende punten in de *Shell*-beschikking.

4 ‘VEB: Accell schoffeert minderheidsaandeelhouders’, *FD* 13 juni 2022.

5 HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 237 m.nt. B.F. Assink (*Versatel I*).

6 Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36, m.nt. P.J. van de Korst (*Shell*).

7 Barneveld 2019.

8 C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (VDHI nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p 747 (De Brauw 2017).

9 Barneveld 2019.

Over *pre-wired back-end* transacties is al veel geschreven. De communis opinio, die zoals gezegd sterk gebaseerd is op *Versatel I*, is dat de rechtmatigheid van deze transacties primair getoetst moet worden aan de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW. De essentiële vraag is daarbij of de minderheidsaandeelhouders door de *pre-wired back-end* transactie onevenredig worden benadeeld. Naast dat de minderheidsaandeelhouders dezelfde vergoeding krijgen als de in het bod geboden vergoeding, is een ander doorgaans relevant geachte waarborg dat de *pre-wired back-end* transactie alleen wordt geïmplementeerd als de bieder een bepaald deel van het aandelenkapitaal houdt. Vaak wordt hier 80% als ondergrens gekozen, maar ook lagere percentages komen voor. De stelling van Everts dat de 95%-regel er niet voor niets is, ziet zoals ik hem begrijp op deze lagere drempel. Ik zou zijn verzuchting dan ook juridisch zo willen duiden dat Everts betoogt dat de 95%-regel, en de uitkoopprocedure in het algemeen, invulling geven aan wat redelijk en billijk is in de context van *pre-wired back-end* transacties.

In deze bijdrage sta ik stil bij de vraag of er aanleiding is voor deze veronderstelling en wat dat dan zou betekenen. Ik kijk daarbij niet alleen naar de uitkoopprocedure maar ook naar een aantal andere specifieke wettelijke regelingen die relevante kenmerken delen met *pre-wired back-end* transacties.

2 De uitkoopprocedure en vergelijkbare regelingen

2.1 Uitkoop van minderheidsaandeelhouders

Een aandeelhouder die ten minste 95% van het geplaatst kapitaal van een naamloze vennootschap verschaft, kan op grond van art. 2:92a BW de aandelen van de minderheidsaandeelhouders verkrijgen tegen betaling van een door de OK vastgestelde vergoeding.

Reden voor het invoeren van deze uitkoopregeling was dat “(...) het voortdurende aandeelhouderschap van kleine minderheden – hoe klein die ook samen zijn – grote kosten en bezwaren met zich brengt die zonder een gedwongen uitkoop niet kunnen worden verholpen.”¹⁰ De MvT vermeldt een aantal van die bezwaren. Zo is het organiseren van algemene vergaderingen bewerkelijker als er minderheidsaandeelhouders zijn. Ook kunnen verzwaarde verslaggevingsvereisten gelden. Transacties tussen de meerderheidsaandeelhouder en de vennootschap zijn complexer omdat zorgvuldig moet worden vastgesteld dat deze de minderheidsaandeelhouders niet benadelen. Bij het reserverings- en dividendbeleid moeten de belangen van de min-

¹⁰ *Kamerstukken II 1984/85, 18904, nr. 3, p. 5.*

derheidsaandeelhouders zorgvuldig worden gewogen. Verder kan het minderheidsbelang in de weg staan aan het vormen van een fiscale eenheid.¹¹

Met betrekking tot de 95%-grens erkent de minister dat die iets willekeurig heeft, maar dat de regeling het dankzij deze hoge drempel “(...) [kan] stellen zonder de moeilijke rechterlijke afweging van belangen (...)” omdat “(...) de bezwaren die kleven aan het voortbestaan van dergelijke zeer kleine minderheidsbelangen (...) onevenredig groot [zijn] ten opzichte van het belang van de houder van die aandelen bij voortzetting van zijn aandeelhouderschap”.¹²

Met het achterwege blijven van de moeilijke rechterlijke afweging van belangen, doelde de minister op het feit dat de vordering tot overdracht van de aandelen slechts op beperkte gronden kan worden afgewezen. Het belang van de houder van ten minste 95% van het geplaatst kapitaal om ook de overige aandelen in handen te krijgen, wordt verondersteld groter te zijn dan het belang van de minderheidsaandeelhouders om aandeelhouder te blijven.¹³ Een rechterlijke weging van belangen kan daarom achterwege blijven. Ter onderbouwing van deze conclusie wees de minister erop dat een houder van een belang van niet meer dan 5% “(...) niet de bijzondere rechten [pleegt te] hebben die de wet wel toekent aan de houder van een aandelenbezit van 10%, zoals de bevoegdheid, na machtiging, een algemene vergadering bijeen te roepen (...) of de bevoegdheid om een enquête-verzoek te doen”.¹⁴ Dit leidde voor de minister tot de conclusie dat minderheidsaandeelhouders niet worden benadeeld door “een regeling die waarborgt dat zij een juiste prijs voor hun aandelen krijgen”.¹⁵ Een visie die later bij herhaling door de Hoge Raad is bevestigd, in die zin dat de uitkoopprocedure art. 1 Eerste Protocol EVRM niet schendt.

Bij de invoering van de uitkoopprocedure zei de minister dat nadat ervaringen met de regelingen zouden zijn opgedaan, overwogen zou kunnen worden de drempel te verlagen.¹⁶ Die gelegenheid deed zich voor bij de invoering van art. 2:359c BW, dat in een specifieke uitkoopprocedure na een openbaar bod voorziet. De Europese richtlijn die de grondslag vormt voor deze regeling voorziet in een drempel van 90%, maar staat toe dat lidstaten een hogere drempel tot 95% vaststellen. De

11 Destijds lag de grens voor het vormen van een fiscale eenheid bij het houden van 99% van het aandelenkapitaal.

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

13 Tenzij een van de uitzonderingsgronden van art. 2:92a lid 4 BW zich voordoet.

14 *Kamerstukken I* 1987/88, 18904, nr. 41a, p. 1. Op het moment van invoering van de uitkoopprocedure hadden aandeelhouders nog geen wettelijk agenderingsrecht. Dat recht is in ingevoerd in 2004. Op grond van art. 2:346 BW kunnen ook aandeelhouders die minder dan 10% houden het recht hebben een enquête te verzoeken. Met name bij een aan een gereglementeerde markt genoteerde vennootschap zal dit doorgaans het geval zijn. Bij de invoering van art. 2:359c BW heeft dit echter geen aanleiding geven de grens van 95% te verhogen.

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

16 *Kamerstukken I* 1987/88, 18904, nr. 41c, p. 1.

Nederlandse wetgever koos opnieuw voor 95% en had hierbij specifiek het oog op de belangen van minderheidsaandeelhouders. De minister overwoog dat bij het afwegen van het belang van de meerderheidsaandeelhouder om volledige controle te verkrijgen, en het belang van minderheidsaandeelhouders die gezamenlijk meer dan 5% houden niet onteigend te worden, het belang van de minderheidsaandeelhouder prevaleert “vanwege het ingrijpende effect dat het uitstotingsrecht heeft op zijn goederenrechtelijke positie”.¹⁷

De wetsgeschiedenis bij art. 2:92a BW en art. 2:359c BW zoals hiervoor uiteengezet, zou de indruk kunnen wekken dat de wetgever het a priori onrechtmatig heeft geacht wanneer een aandeelhouder die minder dan 95% van het geplaatst kapitaal verschaft, de resterende minderheidsaandeelhouders uitstoot. Die conclusie kan echter niet op basis van de wetsgeschiedenis worden getrokken. Bij de invoering van art. 2:359c BW vroegen Kamerleden naar de bescherming van minderheidsaandeelhouders wanneer een meerderheidsaandeelhouder tracht alle aandelen in handen te krijgen via een juridische fusie of een activa-passiva-transactie, of te wel, wanneer de meerderheidsaandeelhouder een *back-end* transactie wil implementeren. De vraag zag er specifiek op of minderheidsaandeelhouders een bezwaarmogelijkheid zouden moeten hebben tegen de prijsbepaling bij zo’n transactie. De minister zag hiervoor geen aanleiding. In een overweging die een centrale rol speelt in de hierna nog in meer detail te bespreken *Versatel I*-beschikking overwoog de minister dat minderheidsaandeelhouders met dit risico rekening moeten houden. In geval van mogelijke benadeling, staan de minderheidsaandeelhouders voldoende middelen ter beschikking om op te treden, aldus de minister.¹⁸

Bij de invoering van de uitkoopprocedure van art. 2:92a BW had de minister zich al uitgesproken over de vraag of minderheidsaandeelhouders beschermd moesten worden tegen een door de grootaandeelhouder genomen emissiebesluit gericht op het verwateren van minderheidsaandeelhouders tot een belang van niet meer dan 5% om hen vervolgens via een uitkoopprocedure uit te stoten. Aanvankelijk betrof de discussie een voorbeeld waarin houders van 25% van de aandelen zouden worden verwaterd tot een 5% belang. De minister deed deze vraag met name af door te zeggen dat dit een weinig realistisch scenario leek.¹⁹ Vervolgens legde een Kamerlid het scenario voor dat een 7% belang zou worden verwaterd tot 5%. De minister liet zich niet verleiden tot wat hij omschreef als oudtestamentisch afdingen en stelde dat het aan de minderheidsaandeelhouders is hier tegen op te treden op het moment dat men beseft dat een ondermijnende emissie wordt beoogd.²⁰

17 *Kamerstukken II* 2005/06, 30419, nr. 3, p. 48.

18 *Kamerstukken II* 2005/06, 30419, nr. 8, p. 17.

19 In de analyse van de minister speelde mee dat een dergelijke structuur kostbaar zou zijn vanwege de toen nog geldende kapitaalbelasting.

20 *Kamerstukken I*, handelingen, 1 maart 1988, 16, 499-500.

De toelichting van de minister roept de vraag op waarom het uitkopen van een minderheidsbelang tot 5% met specifieke wettelijke waarborgen is omkleed, terwijl het aan de minderheidsaandeelhouders wordt overgelaten in het geweer te komen tegen een transactie die er de facto op gericht is een groter minderheidsbelang uit te stoten. Meer specifiek, met betrekking tot de uitkoopprocedure overwoog de minister dat het belang van minderheidsaandeelhouders voldoende is beschermd door een regeling die waarborgt dat zij een juiste prijs voor hun aandelen krijgen. Een logische uitleg van deze overweging zou zijn dat indien een groter belang wordt uitgestoten, het niet langer voldoende is dat de aandeelhouders slechts waarborgen genieten dat zij de juiste prijs voor hun aandelen krijgen, maar dat meer omstandigheden worden meegewogen bij het beoordelen of het uitstoten van de minderheid geoorloofd is. De minister zei immers zelf ook dat uitstoting van een groter deel van het kapitaal een moeilijke afweging van belangen meebrengt. De wetsgeschiedenis leidt echter tot een andere conclusie. Indien een groter belang wordt uitgestoten, bijvoorbeeld door middel van een activa-passiva-transactie zoals het geval is bij een *pre-wired back-end* transactie, genieten de aandeelhouders geen specifieke wettelijke bescherming, noch tegen een te lage vergoeding, noch tegen andere vormen van benadeling.

2.2 De geschillenregeling

Op grond van art. 2:336 BW kan een houder van een derde van het aandelenkapitaal vorderen dat een aandeelhouder die door zijn gedragingen het belang van de vennootschap zodanig schaadt of heeft geschaad dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet kan worden geduld, zijn aandelen overdraagt tegen een met rechterlijke tussenkomst vastgestelde prijs. De geschillenregeling heeft tot doel een oplossing te bieden in gevallen dat het functioneren van de vennootschap door de gedragingen van de aandeelhouder in gevaar is of is geweest. De minister overwoog in dit kader:

“Gedwongen overdracht van aandelen is een ver strekkende maatregel, die alleen gerechtvaardigd is wanneer het voortbestaan van de vennootschap in gevaar wordt gebracht, wanneer een impasse moet worden doorbroken. Het enkele hinderlijke of zelfs onaanvaardbare gedrag van een aandeelhouder (...) behoort geen grond te zijn om hem als aandeelhouder uit te stoten.”²¹

In lijn met bovenstaande toelichting, heeft het hof Amsterdam geoordeeld dat een vordering tot uitstoting niet kan worden toegewezen op de grond dat het belang van de vennootschap daarmee zou zijn gediend.²² Toewijzing is alleen mogelijk indien het belang van de vennootschap in voldoende ernstige mate wordt geschaad.²³

21 Kamerstukken II 1984/85, 18905, nr. 1-3, p. 17.

22 Hof Amsterdam 9 augustus 2011, RO 2011, 71 (*Frelan*).

23 Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam 30 maart 2010, JOR 2010, 221, m.nt. C.D.J. Bulten.

De geschillenregeling staat alleen open voor aandeelhouders in een BV of een ‘besloten NV’, en daarmee niet voor aandeelhouders in een beursgenoteerde NV.²⁴ De relevantie van de geschillenregeling voor het beoordelen van de rechtmatigheid van de *pre-wired back-end* transactie is er in gelegen dat de wetgever ten aanzien van de geschillenregeling heeft geoordeeld dat uitstoting van aandeelhouders niet gerechtvaardigd wordt door het enkele feit dat dit in het vennootschappelijk belang zou zijn. De drempel ligt hoger: uitstoting is alleen mogelijk indien het voortdurend aandeelhouderschap het functioneren van de vennootschap in gevaar brengt (of heeft gebracht). Dit element komt ook naar voren in de overwegingen van de Hoge Raad bij zijn beoordeling van hoe de geschillenregeling zich tot art. 1 Eerste Protocol EVRM verhoudt, in het bijzonder of de onteigening *in the general interest* is. De Hoge Raad overwoog in dat verband dat het voortduren van permanente conflictsituaties tussen aandeelhouders in kapitaalvennootschappen in strijd kan komen met het algemeen belang dat verbonden is aan een goed functionerend bedrijfsleven.²⁵

De ter rechtvaardiging van een *pre-wired back-end* transactie genoemde omstandigheden liggen doorgaans meer in het verlengde van de omstandigheden die door de minister ter rechtvaardiging van het uitstoten van een belang tot 5% via de uitkoopprocedure zijn genoemd.²⁶ Daarnaast is denkbaar dat het bestuur van de doelvennootschap inschat dat de bidder het bod, dat als zodanig in het belang van de vennootschap is, alleen wil uitbrengen indien de doelvennootschap haar medewerking verleent aan een *pre-wired back-end* transactie. Dat kan dan tot de conclusie leiden dat de *pre-wired back-end* ook in het belang van de vennootschap is, maar dat zou dus nog niet voldoende grondslag voor een vordering op grond van de geschillenregeling bieden.

Met enige flexibiliteit van geest zijn situaties denkbaar waarin betoogd kan worden dat een aandeelhouder door het niet aanbieden van zijn aandelen in het bod het functioneren van de doelvennootschap in gevaar brengt.²⁷ Ik denk daarbij aan de situatie dat de doelvennootschap financieel in zwaar weer verkeert of de strategische samenwerking met de bidder om andere redenen essentieel is voor haar voortbestaan. In die gevallen zou op basis van analoge toepassing van de geschillenregeling betoogd kunnen worden dat ook een belang van meer dan 5% uitgestoten kan worden *in the general interest*.²⁸ Indien de bidder echter om voornamelijk financiële redenen

24 Naar de letter sluit art. 2:335 lid 1 BW toepassing van de geschillenregeling op de beursgenoteerde BV niet uit. De geschillenregeling zou ook toegepast kunnen worden nadat de beursnotering beëindigd is.

25 HR 8 december 1993, *NJ* 1997/273, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Van den Berg*).

26 Zie §2.2.

27 Ik realiseer mij dat ik hiermee het criterium voor toepassing van de geschillenregeling oprek en probeer niet te betogen dat dit daadwerkelijk voldoende zou zijn om overdracht van aandelen overeenkomstig de geschillenregeling te vorderen.

28 Analoge toepassing van de jurisprudentie omtrent noodzaakfinanciering ligt hier mogelijk ook in de rede.

de doelvennootschap wenst over te nemen, en de transactie anders dan het mogelijk genereren van aandeelhouderswaarde geen cruciale voordelen met maatschappelijke relevantie voor de vennootschap biedt, zou naar analogie geconcludeerd moeten worden dat er geen voldoende rechtvaardiging is de minderheidsaandeelhouders met een gezamenlijk belang van meer dan 5% uit te stoten in een *pre-wired back-end* transactie.

Net als in de uitkoopprocedure, wordt de uittreedvergoeding in de geschillenregeling vastgesteld met rechterlijke tussenkomst. Deze rechterlijke tussenkomst vormde óók een van de bouwstenen voor het oordeel van de Hoge Raad dat de geschillenregeling niet strijdig is met art. 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM.²⁹

2.3 De aandeelhoudersplitsing

De aandeelhoudersplitsing van art. 2:334cc BW is een bijzondere variant op de zuivere splitsing waarbij de gesplitste vennootschap ophoudt te bestaan en haar aandeelhouders niet van elke verkrijgende vennootschap aandeelhouder worden. Het ene deel van de aandeelhouders verkrijgt aandelen in de ene vennootschap, het andere deel van de aandeelhouders wordt aandeelhouder van een andere vennootschap.

Een aandeelhoudersplitsing vereist een besluit van de algemene vergadering genomen met driekwart van de uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin 95% van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd. Het oorspronkelijke wetsvoorstel bepaalde dat 100% van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig moest zijn, maar dit percentage is naar 95% verlaagd om te voorkomen dat de houder van een enkel aandeel de splitsing zou kunnen tegenhouden. De 95% is ontleend aan de grens voor de uitkoopregeling.³⁰ Deze aanpassing is gemaakt naar aanleiding van het commentaar van de gecombineerde commissie vennootschapsrecht die had voorgesteld alleen het driekwart meerderheidsvereiste van de uitgebrachte stemmen te handhaven en het quorum geheel te laten vervallen. Als waarborg voor de minderheidsaandeelhouders voorzag de commissie een procedure waarin de OK kon worden verzocht het splitsingsvoorstel goed te keuren. De minister ging hier echter niet in mee. Behalve dat het volgens de minister onduidelijk was waar de OK dan op zou moeten toetsen, overwoog hij ook dat dit onwenselijk zou zijn omdat dit ertoe zou leiden dat "(...) belangrijke groepen van aandeelhouders zich er niet tegen kunnen verzetten dat ze als aandeelhouder in de beursvennootschap "uitvaren"³¹. Met andere woorden, de minister achtte het onwenselijk dat bij een besluit genomen met een driekwart meerderheid van de uitgebrachte stemmen een deel van de aandeel-

29 HR 8 december 1993, NJ 1997/273.

30 Kamerstukken II 1996/97, 24702, nr. 6, p. 13.

31 Kamerstukken II 1997/98, 24702, nr. 52a, p. 3.

houders zou kunnen worden uitgestoten, ook indien zo’n splitsing de economische belangen van de aandeelhouders niet schaadt.

Of sprake is van benadeling van aandeelhouders hangt bij de aandeelhouderssplitsing vooral af van de verdeling van het vermogen van de splitsende vennootschap over de verkrijgende vennootschappen. Ter waarborg van de belangen van de minderheidsaandeelhouders schrijft de wet daarom voor dat een accountant moet verklaren *dat* die verdeling redelijk is.³² Zonder die verklaring kan de splitsing niet plaatsvinden. Voor andere vormen van fusie of splitsing schrijft de wet slechts voor dat de accountant moet verklaren *of* de verhouding redelijk is.³³

Bij de introductie van de aandeelhouderssplitsing werd al gesignaleerd dat deze mogelijk een alternatief voor de uitkoop zou kunnen bieden.³⁴ Van Solinge sprak kort na de introductie van deze regeling de verwachting uit dat een dergelijke toepassing vermoedelijk in strijd met de wet, dan wel de strekking ervan zou zijn.³⁵ Recent kwam de rechtbank Amsterdam echter tot een ander oordeel. Zij oordeelde dat uitstoting door middel van een aandeelhouderssplitsing in beginsel toelaatbaar is, zolang minderheidsaandeelhouders daardoor niet onevenredig worden benadeeld.³⁶

2.4 Het uittreedrecht bij grensoverschrijdende omzetting, fusie en splitsing

Indien een Nederlandse vennootschap partij is bij een *outbound* grensoverschrijdende omzetting, fusie of splitsing hebben aandeelhouders die tegen die grensoverschrijdende verrichting hebben gestemd, of geen stemrecht hebben, de mogelijkheid uit te treden tegen een vergoeding van de waarde van hun aandelen in cash. Een aandeelhouder die de geboden vergoeding te laag vindt kan de voorzitter van de OK verzoeken een of meer onafhankelijke deskundigen te benoemen die beoordelen of een aanvullende schadevergoeding moet worden betaald.³⁷

Deze procedures vloeien voort uit de Mobiliteitsrichtlijn die voorschrijft dat uit-tredende aandeelhouders recht hebben op een vergoeding die overeenkomt met de

32 Art. 2:334cc BW.

33 Volledigheidshalve merk ik op dat een fusie een gebruikelijk onderdeel is van een *pre-wired back-end* transactie. Het betreft dan doorgaans een driehoeksfusie waarbij de andere betrokken vennootschappen geen noemenswaardig vermogen hebben, en waarbij de fusie enkel als doel heeft dat de overdracht van de onderneming aan de bidder vervolgens door middel van een aandelenoverdracht in plaats van een activa-passiva-transactie kan plaatsvinden. De betrokkenheid van een accountant bij deze fusie biedt minderheidsaandeelhouders geen waarborgen ten aanzien van de redelijkheid van de door hen te ontvangen vergoeding.

34 C.A. Schwarz, ‘De ruziesplitsing als alternatief voor de uitkoopprocedure’, *WPNR* 1998, 6301, p. 95-96.

35 G. van Solinge, ‘Ruziesplitsing’, in: *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000 p. 84. G.

36 Rb. Amsterdam 4 januari 2023, *JOR* 2023, 150, m.nt. F.G.K. Overkleeft.

37 Art. 2:333h lid 4 BW (fusie), 2:3334qq lid 3 (splitsing) en 2:335i lid 4 BW (omzetting).

waarde van hun aandelen vastgesteld op basis van algemeen aanvaarde waardeeringsmethoden, en de aangeboden vergoeding kunnen betwisten bij een bij wet aangewezen instantie.³⁸

2.5 *Andere wettelijke regelingen*

Ook andere regelingen kennen elementen die naar analogie op een *pre-wired back-end* transactie kunnen worden toegepast. Ik denk hierbij aan de rechterlijke toetsing indien een NV wordt omgezet in een stichting of vereniging³⁹ en de procedure voor het vaststellen van de schadevergoeding voor aandeelhouders indien een NV wordt omgezet in een niet-kapitaalvennootschap.⁴⁰ Ook kan worden gekeken naar de gedwongen uitstoting van aandeelhouders in een BV op grond van art. 2:192 BW. Dit is alleen mogelijk met instemming van de betreffende aandeelhouder, welk voorschrift door de wetgever als een uitwerking van de redelijkheid en billijkheid werd omschreven.⁴¹ Ik bespreek deze regelingen niet in detail omdat ze naar hun aard verder af staan van de *pre-wired back-end* transactie.

Volledigheidshalve merk ik op dat mij geen andere regelingen voor het uitstoten of uittreden van aandeelhouders bekend zijn die een significant lager niveau van bescherming van minderheidsaandeelhouders kennen dan de hiervoor beschreven regelingen.

2.6 *Tussenconclusie: waarborgen voor minderheidsaandeelhouders in geval van uitstoting of uittreding*

Een analyse van de hiervoor beschreven wettelijke regelingen geeft het volgende beeld:

- *Het vennootschappelijk belang vormt op zich zelf niet een voldoende rechtvaardiging voor het uitstoten van een minderheid van meer dan 5%*

Het uitstoten van een minderheidsbelang tot 5% vereist geen bijzondere rechtvaardiging. Hiervoor staan de uitkoopprocedure en de aandeelhoudersplitsing ter beschikking van de meerderheidsaandeelhouder.

Het uitstoten van een groter aandeelhoudersbelang wordt alleen wettelijk gefaciliteerd indien de aandeelhouder de continuïteit van de vennootschap in gevaar brengt. In die gevallen staat de geschillenregeling open. ■ Dat de uitstoting van

38 Overweging 18 en 20 considerans Richtlijn (EU) 2019/2121 (EU) tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132, overweging 18 en 20. Een en ander is uitgewerkt in art. 86 decies (omzetting), 126 bis (fusie), 160 decies (splitsing).

39 Art. 2:18 lid 3 BW. Zie ten aanzien van de omzetting in een stichting ook het 90% meerderheidsvereiste van art. 2:18 lid 2 sub a BW.

40 Art. 2:71 lid 2 BW.

41 *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 4.

een belang van meer dan 5% (om andere redenen) in het belang van de vennootschap kan zijn, is niet voldoende. Bij de toetsing van de geschillenregeling aan art. 1 Eerste Protocol EVRM werd het feit dat deze regeling alleen kan worden toegepast indien de toekomst van de vennootschap op het spel staat, relevant geacht voor de *general interest* toets.

Het laten uitvaren van een groep aandeelhouders enkel op grond van een met een driekwart meerderheid genomen besluit heeft de wetgever bij het invoeren van de aandeelhouderssplitsing uitdrukkelijk afgewezen.

- *Onafhankelijke vaststelling van de vergoeding is essentieel*

Elke specifieke wettelijke procedure die leidt tot uitstoting voorziet in een onafhankelijke vaststelling of toetsing van de uittreedvergoeding. Bij de uitkoopprocedure en de geschillenregeling door verplichte rechterlijke tussenkomst, in het kader van de uittreedregeling bij grensoverschrijdende verrichtingen door een door de OK aangewezen onafhankelijke deskundige en bij de aandeelhouderssplitsing door een accountant. Zowel bij toetsing van de uitkoopregeling als de geschillenregeling aan art. 1 Eerste Protocol EVRM werd deze waarborg door de Hoge Raad essentieel geacht.

In de gebruikelijke *pre-wired back-end* transactie vindt uitstoting van aandeelhouders plaats op een wijze die niet de hiervoor genoemde waarborgen biedt ten aanzien van de te ontvangen vergoeding. Daarnaast worden minderheidsaandeelhouders met een gezamenlijk belang van meer dan 5% uitgestoten zonder dat zij aantoonbaar het voortbestaan van de onderneming in gevaar brachten. *Pre-wired back-end* transacties leiden daarmee tot de uitstoting van minderheidsaandeelhouders op een wijze die de wetgever niet heeft willen faciliteren op grond van de hiervoor beschreven wettelijke regeling, juist omdat de wetgever meende dat de belangen van minderheidsaandeelhouders dan onvoldoende gewaarborgd zouden zijn.

3 Analoge toepassing op basis van de jurisprudentie?

3.1 Inleiding

In de volgende paragraaf bespreek ik of de jurisprudentie aanknopingspunten biedt voor de stelling dat een *pre-wired back-end* transactie die niet voldoende rekening geeft van de in paragraaf 2.6 uiteengezette principes, moet worden vermoed de belangen van minderheidsaandeelhouders onevenredig te schaden.

3.2 *Versatel I*

Zoals vermeld in de inleiding, lezen diverse auteurs in de *Versatel I*-beschikking aanknopingspunten dat *pre-wired back-end* transacties rechtmatig zijn, mits aan

bepaalde randvoorwaarden is voldaan. Ze leggen de uitspraak zo uit dat de Hoge Raad in deze beschikking tot uitdrukking brengt dat een aandeelhouder er rekening mee moet houden dat hij in de algemene vergadering kan worden overstemd en dat als gevolg daarvan er daadwerkelijk of de facto een einde wordt gemaakt aan zijn aandeelhouderschap.

Deze auteurs verwijzen in het bijzonder naar twee overwegingen van de Hoge Raad. In de eerste plaats overweegt de Hoge Raad dat een aandeelhouder er rekening mee moet houden dat “(...) de vennootschap door fusie, splitsing of omzetting een gedaantewisseling kan ondergaan die tot gevolg heeft dat het belang van de minderheidsaandeelhouders tot onder de uitkoopgrens van 5% daalt”.⁴² Vervolgens overweegt de Hoge Raad dat “(...) een besluit tot fusie dat enkel en alleen de strekking heeft minderheidsaandeelhouders uit te stoten in strijd kan zijn met hetgeen van het bestuur van een beursvennootschap jegens haar aandeelhouders op de voet van artikel 2:8 BW wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid (...)”

Naar mijn oordeel wordt aan de *Versatel I*-beschikking een te brede betekenis toegerekend. Het begrip ‘uitstoten’ in het hiervoor aangehaalde citaat zag op het uitstoten van aandeelhouders als gevolg van een driehoeksfusie. Het betreft dan een specifieke wettelijke regeling, met waarborgen voor minderheidsaandeelhouders, die er niet toe leidt dat minderheidsaandeelhouders volledig uit de vennootschappelijke structuur verdwijnen. Het feit dat de driehoeksfusie ertoe leidde dat het belang van de minderheidsaandeelhouders tot onder de 5% daalde zodat jegens hen een uitkoopprocedure zou kunnen worden gestart maakte de fusie ook niet onrechtmatig jegens deze aandeelhouders. Ter onderbouwing van dit oordeel overwoog de Hoge Raad, naast dat de fusie ook andere zakelijke motieven had, dat de belangen van minderheidsaandeelhouders in die uitkoopprocedure met wettelijke waarborgen zouden zijn omgeven.

In een *pre-wired back-end* transactie verlaten de minderheidsaandeelhouders gedwongen de vennootschappelijke structuur zonder de wettelijke waarborgen van de uitkoopprocedure. In de *Versatel I*-beschikking kan daarmee naar mijn mening geen steun voor de *pre-wired back-end* transactie worden gelezen. In tegendeel, de Hoge Raad achtte de driehoeksfusie niet onrechtmatig, juist omdat de minderheidsaandeelhouders nog de bescherming van de uitkoopregeling zouden genieten.⁴³

42 HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 237, r.o. 4.3.

43 In de uitspraak van de Ondernemingskamer die vooraf ging aan de beschikking van de Hoge Raad woog de Ondernemingskamer ook mee dat de structuur er niet op gericht was dat de minderheidsaandeelhouders gedwongen zouden worden hun aandeelhouderschap (in de verkrijgende vennootschap) op te geven (Hof Amsterdam (OK) 27 september 2005, *JOR* 2005, 272, r.o. 3.17).

3.3 Shell

Kort na de *Versatel I*-beschikking van de Hoge Raad, oordeelde de OK over een door Shell geïmplementeerde fusie waarbij de minderheidsaandeelhouders tegen een vergoeding in cash waren uitgestoten. In deze Shell beschikking kan ook worden gelezen dat de volledige uitstoting van minderheidsaandeelhouders uit de vennootschappelijke structuur met specifieke wettelijke waarborgen moet zijn omkleed.

In de betreffende fusie waren de nominale waarde van de aandelen van de verdwijnende vennootschap en de ruilverhouding zodanig vastgesteld dat geen van de minderheidsaandeelhouders recht zou hebben op ten minste één aandeel in het kapitaal van de verkrijgende vennootschap. De OK overweegt in de eerste plaats dat een dergelijke fusie niet in lijn is met de ratio van de fusieregeling. Zij overwoog echter ook specifiek dat een van de knelpunten van een dergelijke fusie is dat de vaststelling van het door minderheidsaandeelhouders te ontvangen bedrag:

“(…) niet is omgeven met bijzondere waarborgen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouder(s), waaronder met name de vaststelling door een onafhankelijke rechter van de voor de aandelen te betalen prijs. Door het ontbreken van deze waarborg zouden in een geval als het onderhavige, waarin slechts een aandeelhouder – de meerderheidsaandeelhouder – in aanmerking komt voor verkrijging van aandelen in de verkrijgende vennootschap en alle minderheidsaandeelhouders tegen een betaling in geld worden uitgestoten, de minderheidsaandeelhouders onevenredig worden benadeeld.”⁴⁴

Anders dan de fusie in *Versatel I*, zou de Shell-fusie wél direct tot een volledige uitstoting zonder rechterlijke tussenkomst leiden. Nu de hoogte van de vergoeding niet was vastgesteld met de nodige waarborgen, werden de minderheidsaandeelhouders onevenredig benadeeld. De benadeling zat hem dus niet noodzakelijk in de hoogte van de vergoeding, maar in het hanteren van een structuur die niet de wettelijke waarborgen bood ten aanzien van het vaststellen van de betaalde vergoeding.⁴⁵ Dat

⁴⁴ Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JOR* 2008/36, r.o. 3.25.

⁴⁵ De Ondernemingskamer wees er in dit verband op dat de in het kader van de fusie afgegeven accountantsverklaringen wel bevestigden dat de ruilverhouding redelijk was, maar niet dat de geboden cash vergoeding redelijk was. Ook een door ABN AMRO gegeven *fairness* opinie bood deze waarborgen naar het oordeel van de Ondernemingskamer niet (r.o. 3.26).

maakte de structuur, volgens de OK, als zodanig al onrechtmatig jegens minderheidsaandeelhouders.⁴⁶

3.4 DPA

De recente uitspraak van rechtbank Amsterdam met betrekking tot DPA ziet op een klassieke *pre-wired back-end* transactie in de vorm van een activa-passiva-transactie gevolgd door een liquidatie.⁴⁷

De rechtbank toetst de transactie primair aan *Versatel I*. Dit illustreert naar mijn mening dat aan *Versatel I* een te brede betekenis wordt gegeven. De rechtbank overweegt op zich terecht, dat uit *Versatel I* volgt dat een constructie die minderheidsaandeelhouders verwatert tot een belang van minder dan 5% zodat daarna een uitkoopprocedure kan worden gestart, naar haar aard niet onrechtmatig is. De relevantie van die overweging zie ik echter niet, nu zo'n structuur niet voorlag en de klacht van de minderheidsaandeelhouders er juist op zag dat ze niet de bescherming van de uitkoopregeling hadden genoten.

De rechtbank vervolgt met een integrale toetsing van de voorwaarden van de transactie aan de redelijkheid en billijkheid. Een bijzondere omstandigheid was daarbij dat de in verzet komende minderheidsaandeelhouders hun aandelen pas hadden gekocht na aankondiging van het bod, kennelijk in de verwachting dat het bod nog zou worden verhoogd. Volgens de rechtbank zou het ongerijmd zijn als deze speculerende aandeelhouders vervolgens de transactie zouden kunnen frustreren terwijl een overgrote meerderheid van de andere aandeelhouders wel bereid was het bod te aanvaarden. Voor een volledige analyse van de overwegingen van de rechtbank verwijs ik graag naar de noot van Barneveld; in het kader van deze bijdrage richt ik mij op het betoog van de eisers dat de bescherming die minderheidsaandeelhouders in de uitkoopprocedure hebben, ook moet worden geboden in een *pre-wired back-end* transactie. Zij richtten zich daarbij in het bijzonder op de onafhankelijke toetsing van de uittreedvergoeding.

Het is mij niet duidelijk welke lijn de rechtbank Amsterdam ten aanzien van dit betoog volgt. Volgens Barneveld veegt de rechtbank het betoog van tafel. Echter, wat de rechtbank feitelijk doet is concluderen dat indien de uitkoopprocedure wel

46 De Ondernemingskamer koos hiermee mogelijk een andere lijn dan in haar eerdere uitspraak die zag op de rechtmatigheid van een activa-passiva-transactie na een openbaar bod op EVC (Hof Amsterdam (OK) 21 december 2005, *JOR* 2006/8). Hoewel de minderheidsaandeelhouders ook daar geen specifieke wettelijke waarborgen genoten, concludeerde de Ondernemingskamer dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders voldoende waren gewaarborgd omdat de uittreedvergoeding door een voldoende onafhankelijke deskundige was getoetst. Mogelijk had de Ondernemingskamer in Shell anders geoordeeld als zij meer betekenis had gehecht aan de door ABN AMRO gegeven *fairness* opinie.

47 Rb. Amsterdam 14 december 2022, *JOR* 2023/95, m.nt. J. Barneveld.

was gevolgd in dit concrete geval ook geen deskundige was benoemd gelet op, onder meer, het feit dat het bod op grote schaal was aanvaard. Moet hieruit worden afgeleid dat het oordeel van de rechtbank anders was geweest indien het bod niet op grote schaal was aanvaard? En wat moet dan worden verstaan onder *op grote schaal*, geldt daarvoor dezelfde drempel als voor het billijke prijsvermoeden van art. 2:359c lid 6 BW?

Zeker in gevallen waarin de bidder al een groot belang houdt en waarin het minimumpercentage dat de bidder na het bod moet houden om de *back-end* te implementeren relatief laag ligt, is denkbaar dat de *pre-wired back-end* transactie wordt doorgezet hoewel het bod niet op grote schaal is aanvaard. Zou de rechtbank Amsterdam in die gevallen oordelen dat analoge toepassing van art. 2:92a BW wel op zijn plaats is? De rechtbank Amsterdam lijkt ook impliciet te zeggen dat de gebruikelijke *fairness* opinie weliswaar de conclusie ondersteunt dat de geboden vergoeding redelijk is, maar dat deze niet met voldoende waarborgen omkleed is om als equivalent van een verklaring door een door de OK aangewezen deskundige te worden aangemerkt.⁴⁸ Hiermee lijkt de rechtbank Amsterdam het oordeel van de OK in de *Shell*-beschikking te volgen.

Met betrekking tot de vraag of het bod breed aanvaard is, wijs ik nog op de uitspraak van de OK in de uitkoopprocedure na het openbaar bod op NIBC.⁴⁹ Een minderheidsaandeelhouder had daar betoogd dat de acceptatiegraad in het bod geen goede reflectie van de waardering van het bod door aandeelhouders gaf, omdat minderheidsaandeelhouders zich door de dreiging van de *pre-wired back-end* transactie gedwongen zouden hebben gevoeld hun aandelen aan te bieden. De OK wijst deze redenering af als te speculatief. In de literatuur is echter wel steun te vinden voor het betoog van de minderheidsaandeelhouders. De Brauw ziet een potentieel stuwend effect op het aantal aandeelhouders dat op het bod ingaat, omdat rationele aandeelhouders liever eerder de biedprijs ontvangen dan een latere uitkering na implementatie van de *back-end*.⁵⁰ Ik zou daar aan willen toevoegen dat de uitkering onderworpen kan zijn aan dividendbelasting en aandeelhouders dus mogelijk netto minder ontvangen dan wanneer ze op het bod ingaan. Tegen de uitspraak is cassatie ingesteld, maar de procureur-generaal heeft al geconcludeerd dat het oordeel van de OK gezien het feitelijk karakter niet voor toetsing in cassatie in aanmerking komt.⁵¹

3.5 Conclusie

Uit de *Versatel I*-beschikking kan niet worden afgeleid dat een aandeelhouder volledig uit de vennootschappelijke structuur mag worden gestoten zonder dat hem

48 Zie ook overweging 5.11.4.

49 Hof Amsterdam (OK) 12 april 2022, *JIN* 2022, 109, m.nt. A.J. Kok.

50 De Brauw 2017, p. 741.

51 Parket bij de HR 7 juli 2023, ECLI:NL:PHR:2023:667.

de waarborgen van de uitkoopprocedure worden geboden. In de *Shell*-beschikking oordeelde de OK dat de structuur onrechtmatig was, mede omdat de uitgestoten minderheidsaandeelhouders de nodige waarborgen werden onthouden.

Zowel in *Shell* als in *DPA* betrof het geschil de hoogte van de door de minderheidsaandeelhouders ontvangen vergoeding. De minderheidsaandeelhouders waren er niet primair op gericht hun aandeelhouderschap voort te zetten. Zowel de OK als de rechtbank Amsterdam kozen in die geschillen uiteindelijk een praktische benadering door zelf te voorzien in een rechterlijke vaststelling dan wel toetsing van de prijs. Op deze wijze voorzagen zij alsnog, indirect, in de waarborg van rechterlijke tussenkomst ten aanzien van de hoogte van de betaalde vergoeding.

4 Afronding

“De 95-procentsregel is er niet voor niets”, aldus Gerben Everts. Daar heeft hij gelet op de wetgeschiedenis gelijk in. De wetgever heeft de 95%-grens bepaald op basis van een afweging van de belangen van de meerderheidsaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders. Bij de uitstoting van een belang van meer dan 5% op grond van de geschillenregeling viel de belangenafweging van de wetgever anders uit.

De vraag die in deze bijdrage centraal stond, was of de waarborgen die de uitkoopregeling en vergelijkbare regelingen aan minderheidsaandeelhouders bieden, naar analogie ook moeten worden geboden aan minderheidsaandeelhouders bij de implementatie van een *pre-wired back-end* transactie. Dat zou het geval zijn indien deze wettelijke regelingen invulling geven aan de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW, of omgekeerd redenerend, indien deze wettelijke regelingen als een uitwerking van die redelijkheid en billijkheid moeten worden gezien. De door mij besproken jurisprudentie biedt aanknopingspunten voor deze gedachte.

Tot op heden zien geschillen omtrent *pre-wired back-end* transacties vooral op de aan de minderheidsaandeelhouders geboden vergoeding. Discussies over de vraag of deze met voldoende waarborgen is vastgesteld en of deze hoog genoeg is, lopen daarbij door elkaar. Deze geschillen worden dan ook pragmatisch opgelost door de betrokken rechterlijke instantie die simpelweg alsnog de hoogte van de vergoeding vaststelt (*Shell*), toetst (*DPG*) dan wel beoordeelt of een voldoende onafhankelijke deskundige de vergoeding al heeft getoetst (*EVC*). Daarbij bieden de wetgeving en jurisprudentie over prijsbepaling in de uitkoopregeling veel houvast zolang het bod ‘op grote schaal’ is aanvaard. Het zou interessant zijn om te zien hoe zou worden geoordeeld over een *pre-wired back-end* transactie die wordt geïmplementeerd als het bod niet op grote schaal is aanvaard. Kan een *fairness* opinie als zodanig dan nog voldoende waarborgen bieden, en aan welke voorwaarden moet zo’n opinie dan voldoen?

Alleen een aandeelhouder die door zijn gedrag het voortbestaan van de vennootschap in gevaar brengt kan worden uitgestoten op grond van de geschillenregeling. Dit vereiste geeft mede invulling aan het vereiste dat onteigening *in the general interest* moet zijn op grond van art. 1 Eerste Protocol EVRM. De vraag wat dit betekent ten aanzien van de rechtvaardiging van *back-end* transacties die zien op de uitstoting van een aandeelhouder met een belang van meer dan 5%, is nog onbeantwoord. Is het voldoende dat de *pre-wired back-end* transactie in het belang van de vennootschap is, op basis van de redenering dat de beoogde overname in het belang van de vennootschap is en de bieder alleen bereid was het bod uit te brengen indien hij via een *pre-wired back-end* transactie volledige controle zou kunnen verkrijgen? Of geldt hier een hogere drempel naar analogie van de geschillenregeling? Maakt het verschil als individuele aandeelhouders een belang van 5% of meer houden?

Mogelijk heeft Everts met het oog op deze laatste vraag specifiek een *grote* minderheidsaandeelhouder opgeroepen een procedure te starten. Juristen die zich bezighouden met *pre-wired back-end* transacties zullen zo’n procedure ongetwijfeld met veel belangstelling volgen. Of de leden van de VEB geholpen zouden zijn met versterking van de positie van grote minderheidsaandeelhouders op een zodanige wijze dat deze aandeelhouders om hen moverende redenen⁵² in de weg kunnen staan aan de gestanddoening van een bod met voor overige aandeelhouders aantrekkelijke voorwaarden, betwijfel ik echter. Misschien moet de VEB zich laten inspireren door Sy Oliver en Trummy Young: “You can try hard, don’t mean a thing, take it easy, then your jive will swing”.

52 Bijvoorbeeld omdat hun investering meer strategisch gemotiveerd is, zij een langere beleggingshorizon hebben, of voornemens zijn in de toekomst zelf een bod uit te brengen (en in dat geval door zich te verzetten tegen elk ander bod direct duidelijk maken dat overige aandeelhouders geen significante overnamepremie moeten verwachten).