

MR. J.W.J. DANTUMA

De uitkoopregeling ex artikel 2:359c BW, iets nieuws onder de zon?

Inleiding

Het afgelopen halfjaar is voor Nederland ongekend druk geweest met openbare overnamebiedingen op de aandelen van beursgenoteerde vennootschappen. Onder andere ABN AMRO Holding, Royal Numico, Stork, Tele Atlas en Hagemeyer zijn het doel geweest van een openbaar bod. In dit artikel wil ik de problematiek bespreken die veelvuldig speelt na de gestanddoening van een openbaar bod: hoe krijgt de meerderheidsaandeelhouder alle aandelen in handen? Vaak wordt deze problematiek bekeken vanuit de positie van de minderheidsaandeelhouder en wordt er slechts gekeken of deze voldoende beschermd wordt. Dit is naar mijn mening jammer omdat er zo voorbij gegaan wordt aan het rechtmatige belang van de meerderheidsaandeelhouder om de overgenomen vennootschap naar zijn hand te zetten. Bovendien zijn de minderheidsaandeelhouders vaak uit op een extra premie bovenop de biedprijs. Deze vorm van speculatief gedrag beperkt de effectiviteit van het openbaar bod als instrument om zeggenschap over een vennootschap te verkrijgen en strookt niet met de intentie van de wetgever.¹ In deze bijdrage zal ik mij richten op het belang van de meerderheidsaandeelhouder en daarbij de bescherming van minderheidsbelangen (grotendeels) buiten beschouwing laten.

Onlangs is de implementatiewetgeving van de 'Dertiende' Richtlijn betreffende het openbaar over-

namebod (de Richtlijn)² van kracht geworden. Onderdeel van deze wetgeving is de uitkoopregeling van artikel 2:359c BW die de meerderheidsaandeelhouder het recht geeft om de minderheid na het openbaar bod uit te kopen. Ik zal de belangrijkste verschillen van deze uitkoopregeling met de reeds bestaande uitkoopregeling uit artikel 2:92a BW bespreken en concluderen welke regeling de voorkeur verdient vanuit het oogpunt van de meerderheidsaandeelhouder.³ Ik zal nu eerst kort uiteenzetten waarom het voor de bidder zo belangrijk is om alle aandelen in de vennootschap te verwerven.

Motieven voor uitkoop

De bidder zal bij een openbaar overnamebod een zo hoog mogelijk percentage van de aandelen proberen te verwerven. De belangrijkste reden hiervoor is dat hij volledige controle wil krijgen over de doelvennootschap.⁴ Deze controle heeft de bidder nodig om alle maatregelen die hij nodig acht door te kunnen voeren om de doelvennootschap naar zijn hand te zetten. Hoewel de controle over een vennootschap over het algemeen al met een gewone meerderheid in de algemene vergadering van aandeelhouders verkregen kan worden, of zelfs met minder,⁵ streeft de bidder er toch naar om alle aandelen te verwerven. Dit om te voorkomen dat alle 'overige' aandeelhouders profiteren van de waardestijging van de aandelen en van eventuele dividenden die aan de inspanningen

¹ A.F.J.A. Leijten, 'Squeeze outs zijn goed', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten en D.J. Oranje, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* (Serie vanwege het Van Der Heijden Instituut), Deel 93, Deventer, Kluwer, 2007, p. 263.

² Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU 2004 L 142/12-23.

³ Met de 'openbaar bod uitkoopregeling' bedoel ik de uitkoopregeling die ingevoerd wordt met de implementatie van de Dertiende richtlijn in artikel 2:359c BW.

⁴ Ik gebruik hier bewust de term 'volledige controle' om verwarring met het begrip 'overwegende zeggenschap' uit artikel 1 onder r Wet op het financieel toezicht (Wft) te voorkomen. Met 'volledige controle' bedoel ik dat de bidder een dergelijk hoog percentage van de aandelen in handen heeft dat hij alle besluiten in de algemene vergadering zelfstandig kan nemen.

⁵ Met 30% van de stemrechten wordt men al geacht overwegende zeggenschap te hebben onder artikel 1 sub r Wet op het Financieel Toezicht.

van de grootaandeelhouder te danken zijn. De High Level Group of Company Law Experts (de High Level Group) noemt in haar rapport nog de volgende belangrijke nadelen voor de meerderheidsaandeelhouder om met minderheidsaandeelhouders te blijven zitten: de onmogelijkheid om de doelvennootschap in de groep te integreren, de kosten gerelateerd aan de organisatie van aandeelhoudersvergaderingen en het risico dat minderheidsaandeelhouders misbruik maken van hun positie.⁶ Een verdere reden om een zo hoog mogelijk percentage van de aandelen te verwerven is het veiligstellen van de financiering van het bod. Vaak wordt een openbaar bod gedeeltelijk gefinancierd met vreemd vermogen, en zullen de banken naast zekerheden als pand- en hypotheekrechten in de leningsvoorwaarden vaak een bepaald aanmeldingspercentage opnemen als extra zekerheid.

De bieder zal met zijn openbaar bod proberen 95% van de aandelen te verwerven. Hier zijn drie belangrijke redenen voor. De bieder wil:

- i. een uitkoopprocedure via de openbaar bod uitkoopregeling of via de uitkoopregeling van artikel 2:92a BW kunnen starten;
- ii. de beursnotering van de vennootschap kunnen beëindigen en de vennootschap kunnen converteren naar een B.V.; en
- iii. een fiscale eenheid tussen bieder en doelvennootschap bewerkstelligen.

Indien de bieder 95% van het geplaatste kapitaal in de doelvennootschap verschaft en tevens 95% van de stemrechten vertegenwoordigt kunnen beide uitkoopprocedure ingesteld worden. Deze drempel is vrijwel gelijk voor zowel de nieuwe als de bestaande uitkoopregeling: artikel 2:359c BW stelt beide hiervoor genoemde eisen, artikel 2:92a BW stelt alleen de eis dat 95% van het geplaatste kapitaal wordt verschaft. De 2:359c BW uitkoopprocedure en de 2:92a BW uitkoopprocedure werken grotendeels hetzelfde; bij deze procedures kan van de minderheidsaandeelhouders gevorderd worden dat ze hun aandelen overdragen aan de meerderheidsaandeelhouder.

Het motief om de beursnotering te beëindigen is tweeledig omdat het noodzakelijk is voor het omzetten van de N.V. in een B.V. Het beëindigen van de beursnotering van de doelvennootschap kan een doel

op zich zijn omdat het diverse voordelen heeft. De belangrijkste zijn: minder rapportage verplichtingen, geen kosten verbonden met de notering en minder publiciteit voor de doelvennootschap. Dit laatste hangt samen met het eerste en speelt vooral in overnames waarbij de doelvennootschap gereorganiseerd gaat worden. Om de notering aan Euronext Amsterdam te kunnen beëindigen moet minimaal 95% van de aandelen in de doelvennootschap in handen zijn van de bieder en moet de doelvennootschap instemmen met de beëindiging.⁷ Het beëindigen van de notering is naast een reden op zich tevens een voorwaarde om het tweede te bereiken; het converteren van de N.V. naar een B.V. De omzetting kan pas geëffectueerd worden als de beursnotering beëindigd is; een B.V. kan immers niet genoteerd zijn wegens haar besloten karakter.⁸ De reden voor het omzetten van de N.V. naar een B.V. is van financiële aard. De bieder zal in veel gevallen een *'debt push-down'* willen bewerkstelligen. Een *'debt push-down'* houdt in dat de schuld die de biedende vennootschap aantrekt om het bod te financieren wordt *'doorgedrukt'* naar het niveau van de werkmaatschappij.

De derde en laatste belangrijke reden om 95% van de aandelen in de doelvennootschap te verwerven is om een fiscale eenheid te creëren. Bij een fiscale eenheid wordt de belasting over de moeder- en dochtermaatschappij zo geheven alsof er één belastingplichtige is.⁹ Het belangrijkste voordeel is dat eventuele verliezen van de winsten afgetrokken kunnen worden; dit kan bijvoorbeeld zeer gunstig zijn in het geval dat een moedervernootschap een verliesgevende dochter heeft verkregen door middel van een openbaar bod en deze vennootschap wil herstructureren.

De uitkoopregelingen

Sinds de invoering van de openbaar bod uitkoopregeling zijn er twee uitkoopregelingen van kracht die beide toepasbaar zijn in de situatie na een openbaar bod waar de meerderheidsaandeelhouder 95% van het kapitaal verschaft en 95% van de stemrechten vertegenwoordigt. De openbaar bod uitkoopregeling komt voort uit artikel 15 van de Richtlijn dat bepaalt dat lidstaten een uitkooprecht (daar *'uitstotingsrecht'* genoemd) voor de bieder moeten instellen bij verwerving van een bepaald percentage van de aandelen

⁶ *Report of the High Level Group of Company Law Experts* on issues related to takeover bids, Brussels, 2002, p. 61.

⁷ Euronext mededeling 2004-041.

⁸ Wellicht dat, nu het wetsvoorstel tot flexibilisering van de B.V. (31 058) er in voorziet om de blokkeringsregeling af te schaffen, in de toekomst B.V.'s ook genoteerd kunnen worden aan een effectenbeurs.

⁹ Artikel 15 lid 1 Wet op de vennootschapsbelasting 1969.

(daarnaast bepaalt artikel 16 van de Richtlijn dat er een verkooprecht voor de minderheidsaandeelhouder ingevoerd moet worden: deze bepaling is geïmplementeerd in artikel 2:359d BW). Het minimum percentage dat de Richtlijn geeft voor de uitkoop- en verkoopregeling is 90%. In Nederland is er voor gekozen om de hogere drempel van 95% van de aandelen te hanteren. De bepalingen uit de uitkoopregelingen zijn grotendeels gelijk omdat de bestaande uitkoopregeling uit artikel 2:92a BW model heeft gestaan voor de nieuwe regeling uit artikel 2:359c BW.¹⁰ Vanwege de grote gelijkenis tussen de regelingen zal ik alleen de verschillen bespreken en wat de gevolgen van deze verschillen kunnen zijn bij de toepassing van de regelingen na een openbaar bod.

Verschillende criteria

Het eerste lid van artikel 2:359c BW luidt als volgt:

“Hij die een openbaar bod heeft uitgebracht en als aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de doelvennootschap verschaft alsmede ten minste 95% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigt, kan tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders een vordering instellen tot overdracht van hun aandelen aan hem. Hetzelfde geldt, indien twee of meer groepsmaatschappijen dit deel van het geplaatste kapitaal samen verschaffen en dit deel van de stemrechten samen vertegenwoordigen en zij samen de vordering instellen tot overdracht aan degene die het openbaar bod heeft uitgebracht.”

Dit lid verschilt op verschillende punten van de bestaande uitkoopregeling¹¹. De nieuwe regeling kan alleen ingesteld worden als er een openbaar bod aan voorafgegaan is. Verder moet de aandeelhouder na het bod niet alleen 95% van het kapitaal verschaffen maar ook 95% van de stemrechten vertegenwoordigen. In de bestaande regeling geldt slechts de kapitaal eis. De eis om het percentage vertegenwoordigde stemrechten op te nemen in het artikel komt voort uit de Richtlijn. Zoals vermeld laat de Richtlijn ruimte voor het vaststellen van het percentage en heeft de Nederlandse wetgever de hoogst mogelijke drempel van 95% gekozen om aan te sluiten bij de bestaande

uitkoopregeling. Dit is naar mijn mening jammer omdat zo de bruikbaarheid van deze regeling wordt beperkt. Zowel de meerderheids- als de minderheidsaandeelhouder zouden gebaat zijn bij een lager percentage voor de uitkoop- en verkoopregeling. De meerderheidsaandeelhouder omdat de regeling zo bij een lager aanmeldingspercentage toe te passen is. De minderheidsaandeelhouder ontleent zijn voordeel aan het feit dat hij eerder zijn aandelen kan laten overnemen tegen de biedprijs, terwijl de waarde van zijn aandelen hier door de illiquide markt onder kan liggen. Ook Hijmans van den Bergh en Leijten bepleiten dat een drempel van 90% beter zou zijn gezien het bijzondere karakter van de regeling.¹²

Onderscheid per soort

Lid 2 van de nieuwe uitkoopregeling voorziet in een uitkooprecht per soort aandelen. Dit houdt in dat aan de criteria per soort aandeel voldaan moet worden om de betreffende soort uit te kunnen kopen. De Memorie van Toelichting benadrukt dat het uitkooprecht per soort aandelen wordt aangeraden in het rapport van de High Level Group.¹³ Dit is noodzakelijk om een proportionele verdeling van het uitkooprecht te creëren. Anders zou de situatie kunnen ontstaan dat deieder, die bijvoorbeeld 95% van alle aandelen van een vennootschap in handen heeft –waarvan een klein deel van de aandelen B en praktisch alle aandelen A– alle minderheidsaandeelhouders uit zou mogen kopen. Artikel 2:92a BW bevat geen dergelijke bepaling. Uit de tekst van artikel 2:92a BW blijkt dat het drempelpercentage alleen voor het verschaft kapitaal geldt. Ik maak hier uit op dat alle aandelensoorten meegerekend moeten worden en er dus geen onderscheid gemaakt wordt, zoals in de nieuwe uitkoopregeling wel het geval is. In de bestaande regeling wordt alleen de uitkoop van aandelen beperkt waar bijzondere rechten aan verbonden zijn. In de rechtspraak is het begrip bijzondere rechten eng geïnterpreteerd; alleen prioriteitsaandelen waaraan bijzondere rechten betreffende zeggenschap in de vennootschap zijn toegekend worden als bijzondere rechten uitgelegd.¹⁴ De Richtlijn voorziet niet in deze beperking. Ik ben dan ook van mening dat prioriteitsaandelen en andere aandelen waar bij-

¹⁰ MvT bij wetsvoorstel 30 419, p. 47 en 48.

¹¹ Met de ‘nieuwe’ uitkoopregeling bedoel ik de uitkoopregeling bij het openbaar bod ex artikel 2:359c BW, met de ‘bestaande’ uitkoopregeling doel ik op de regeling ex artikel 2:92a BW.

¹² L.J. Hijmans van den Bergh, ‘Uitstoting en verkoop van minderheidsbelangen na een openbaar bod’, *Ondernemingsrecht* 2006-6, p. 227 en A.F.J.A. Leijten, ‘Squeeze outs zijn goed’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten en D.J. Oranje, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* (Serie vanwege het van Der Heijden Instituut), Deel 93, Deventer, Kluwer, 2007, p. 264.

¹³ MvT bij wetsvoorstel 30 419 p.48 en het *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussels, 2002, p. 66.

¹⁴ HR 16 januari 2004, JOR 2004/35.

zondere rechten aan verbonden zijn door middel van de nieuwe regeling uit te kopen zijn, mits de drempel voor deze soort aandelen gehaald wordt.¹⁵

Termijn

Omdat de nieuwe uitkoopregeling alleen kan worden toegepast na een openbaar bod geeft artikel 2:359c BW in het voetspoor van de Richtlijn een termijn waarbinnen de vordering tot uitkoop ingesteld moet worden. Lid 3 bepaalt dat deze vordering binnen 3 maanden na afloop van de termijn van aanvaarding van het bod ingesteld moet worden. Omdat er in de praktijk vaak een na-aanmeldingstermijn ingesteld wordt ligt het voor de hand dat de termijn waarbinnen de vordering ingesteld moet worden pas na het aflopen van deze periode aanvangt. De na-aanmeldingstermijn wordt immers ingesteld om genoeg aandelen te verwerven om de uitkoopregeling überhaupt in te kunnen stellen.

Prijsbepaling

Het laatste en belangrijkste punt waar de nieuwe en de bestaande regeling op verschillen is de waarde-bepaling. In de bestaande regeling kan de rechter één of drie deskundigen benoemen om de prijs te bepalen. De rechter kan ook zelf de prijs bepalen, maar in het geval er verweer wordt gevoerd met betrekking tot de prijs van de aandelen zal de rechter over het algemeen één of drie deskundigen aanwijzen.¹⁶ Omdat de prijs het grootste twistpunt vormt in uitkoopprocedures komt dit regelmatig voor. Artikel 15 lid 5 van de Richtlijn stelt als eis dat de lidstaten er zorg voor moeten dragen dat een billijke prijs voor de uit te kopen aandelen gewaarborgd is in de uitkoopprocedure. Deze prijs dient ofwel dezelfde vorm te hebben als het oorspronkelijke bod of uit geld te bestaan. De Nederlandse wetgever heeft er voor gekozen om alleen een betaling in geld mogelijk te maken. De bieder kan dus niet in de uitkoopprocedure met aandelen betalen, ook al bestond de betaling voor het openbare bod uit aandelen. Josephus Jitta meent dat dit te betreuren is.¹⁷ Vanuit de meerder-

heidsaandeelhouder bekeken zou het gunstiger zijn om ook in aandelen te kunnen betalen, zodat na een openbaar bod dat met aandelen betaald is ook in de uitkoopprocedure met aandelen betaald kan worden.

De prijs die geboden is bij een openbaar bod wordt geacht billijk te zijn indien 90% van de aandelen door de bieder verworven is. Hierdoor ontstaat de merkwaardige situatie dat indien de bieder aan de criteria heeft voldaan om de procedure in te stellen, de prijs automatisch geacht wordt redelijk te zijn. Dit is naar mijn mening (nog) een reden waarom de wetgever beter had kunnen kiezen voor de drempel van 90% dan voor de hogere van 95%.¹⁸ Bij een verplicht openbaar bod wordt de biedprijs automatisch geacht redelijk te zijn; dit is omdat de bieder de hoogste prijs moet bieden die hij het jaar voorafgaand aan het bod heeft betaald om effecten te verwerven.¹⁹ Met 'geacht' wordt een weerlegbaar vermoeden bedoeld, het is dus mogelijk om met tegenbewijs te komen. Dit sluit aan bij het Rapport van de High Level Group dat bepaalt dat "*the presumption of the price of the bid as the fair price should be rebuttable...*"²⁰ en de Richtlijn, waarin staat dat de biedprijs "*wordt...geacht billijk te zijn*".²¹ In het geval dat de prijs niet wordt geacht redelijk te zijn, kan de rechter ook nu één of drie deskundigen benoemen om een prijs vast te stellen. In hoeverre het voor de meerderheidsaandeelhouder aantrekkelijker is om de nieuwe uitkoopprocedure in plaats van de bestaande in te stellen zal afhangen van hoeveel belang de OK hecht aan tegenbewijs van de minderheidsaandeelhouder over de onbillijkheid van de biedprijs. Vooralsnog moeten we er van uitgaan dat in de gevallen dat de drempel behaald is, de biedprijs geacht wordt billijk te zijn.

Vanuit het oogpunt van de bieder loont het dus eerder om de nieuwe uitkoopregeling in te stellen. Dit omdat de kans hiermee groter is dat de prijs die de meerderheidsaandeelhouder voor de laatste 5% of minder van de aandelen zal moeten betalen gelijk is aan de biedprijs. Bovendien zal door het waarschijnlijke uitblijven van een deskundigenonderzoek de procedure minder lang duren dan wanneer er wel

¹⁵ Met mij: R.M. Hermans, 'Uitkoop en het recht om uitgekocht te worden onder de dertiende EG richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2002-16, p. 500.

¹⁶ M.J. van Vliet, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders*, Deventer: Gouda Quint, 1999, p. 69.

¹⁷ M.W. Josephus Jitta, 'De rol van de AFM en die van de Ondernemingskamer in het Wetsvoorstel betreffende het openbaar overnamebod', *Ondernemingsrecht* 2006-6, p. 234.

¹⁸ Met mij: L.J. Hijmans van den Bergh, 'Uitstoting en verkoop van minderheidsbelangen na een openbaar bod', *Ondernemingsrecht* 2006-6, p. 226.

¹⁹ Artikel 25 lid 2 Besluit openbare biedingen.

²⁰ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussels, 2002, p. 65.

²¹ Artikel 15 lid 5 van de Richtlijn.

deskundigen ingeschakeld zouden worden. Bijkomend voordeel is dat de niet te onderschatten kosten van de deskundigen ook voorkomen worden. De nieuwe regeling lijkt dus de kans te verkleinen voor de minderheidsaandeelhouders om in de uitkoopprocedure een hogere prijs voor hun aandelen te krijgen.

Alternatieven voor uitkoop

Naast de hiervoor besproken uitkoopprocedures kan ook de juridische fusie als middel gebruikt worden om minderheidsaandeelhouders uit te stoten. Het grote voordeel van de juridische fusie ten opzichte van de uitkoopprocedures is dat er geen 'drempel' is; de bieder hoeft geen bepaald percentage van de aandelen te verwerven om de juridische fusie te kunnen effectueren.²² Leijten is zelfs van mening dat de juridische fusie in veel gevallen een makkelijker manier is om de minderheidsaandeelhouders uit te stoten dan de uitkoopregeling.²³ Ik denk dat dit enigszins genuanceerd moet worden omdat de minderheid bij een juridische fusie vaak een procedure aan zal spannen om een betere prijs voor zijn aandelen te krijgen. De tijd die een dergelijke procedure kost kan de tijdswinst die met een juridische fusie beoogd wordt teniet doen. De juridische fusie is, naast een aanvulling op de gevallen dat er geen 95% van de aandelen verworven wordt, ook een alternatief voor de uitkoopregelingen. Dit is bevestigd door de OK in haar uitspraak van 27 september 2005.²⁴ In deze zaak bepaalde de OK dat de uitkoopregeling een recht voor de meerderheidsaandeelhouder is en dat het gebruiken van de juridische fusie om minderheidsaandeelhouders uit te stoten in plaats van de uitkoopregeling in beginsel niet onrechtmatig is. Naast de juridische fusie als methode om de minderheid uit te stoten is het ook mogelijk om door middel van activapassiva transactie controle over de onderneming te verkrijgen. Bij de activapassiva transactie wordt de onderneming overgedragen aan de meerderheidsaan-

deelhouder en wordt de opbrengst uitgekeerd aan de aandeelhouders van de vennootschap. Na deze transactie blijft de minderheid zitten met een lege huls; een vennootschap die (nagenoeg) geen activiteiten meer ontplooit. De activapassiva transactie kan eventueel nog gevolgd worden door liquidatie van de vennootschap.

Conclusie

Als we de twee uitkoopregelingen vergelijken dan zien we dat ze grotendeels overeenkomen. Sterker nog; de wetgever heeft tekst van sommige leden letterlijk gekopieerd naar de nieuwe uitkoopregeling. Ik ben van mening dat de wetgever een kans heeft laten liggen om de uitkoopregeling breder en beter toepasbaar te maken door het drempelpercentage van 90% te hanteren in plaats van de 95% die er nu gekozen is. Dit zou in het voordeel zijn geweest van zowel de meerderheids- als de minderheidsaandeelhouders.

Het belangrijkste verschil tussen de twee uitkoopregelingen is de manier waarop de prijs van de aandelen wordt vastgesteld. Bij de nieuwe regeling wordt er in beginsel aangesloten bij de biedprijs, terwijl bij de bestaande regeling de rechter of zelf de prijs vaststelt, of dit door deskundigen laat doen. De nieuwe regeling biedt naar mijn mening de meerderheidsaandeelhouder een grotere kans om de biedprijs voor de laatste aandelen in de uitkoopprocedure te betalen. Dit geeft de meerderheidsaandeelhouder meer zekerheid over de uitkoopprijs dan wanneer de rechter of deskundigen de prijs bepalen. Hiernaast zou de nieuwe procedure tijd kunnen schelen omdat er vanwege de simpelere methode om de prijs te bepalen minder gelegenheid is voor de minderheid om weer te voeren tegen de prijs.

Mr. J.W.J. Dantuma, Linklaters LLP te Amsterdam.

²² De bieder heeft natuurlijk wel genoeg stemrechten in de doelvennootschap nodig om het besluit tot de fusie te kunnen nemen.

²³ A.F.J.A. Leijten, 'Tien jaar uitkoop- en geschillenregeling deel 1', *Ondernemingsrecht* 1999-8, p. 205.

²⁴ Gerechtshof Amsterdam (OK), 27 september 2005, JOR 2005/272 (Versatel).