
Uitkoop van minderheidsaandeelhouders

Inleiding

Op 12 september 2002 heeft de Ondernemingskamer (hierna: OK) zich in twee arresten uitgesproken over de uitkoopregeling van artikel 2:92a (201a) BW (JOR 2002, 223 en 224). In beide arresten ging het om een uitkoopprocedure na een geslaagd openbaar bod. In de eerste procedure ging het om de uitkoop door Dexia Bank Nederland N.V. (hierna: Dexia) van de minderheidsaandeelhouders van de naamloze vennootschap Inter-

effekt Rente Groei II N.V. (hierna: Intereffekt) en in de tweede procedure ging het om de uitkoop door VD Leegte Beheer B.V. (hierna: VD Leegte Beheer) van de minderheidsaandeelhouders van de besloten vennootschap Weweler B.V. (hierna: Weweler). Van belang is nog dat Intereffekt 10 prioriteits aandelen en 6.224.306 gewone aandelen (ruim 40% van het totale aantal uitstaande gewone aandelen) in haar eigen kapitaal hield. Aangezien Intereffekt een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal is, mocht zij meer dan 10% van het geplaatste aandelenkapitaal inkopen (zie art. 2:98 lid 8 BW). Weweler hield zelf één aandeel in haar kapitaal.

Nadat de OK in beide zaken vastgesteld heeft dat eisers voldoen aan de 95%-eis van artikel 2:92a (201a) lid 1 BW, komt zij desalniettemin tot de conclusie dat de vordering moet worden afgewezen, omdat, zo stelt de OK in beide gevallen, eisers hebben nagelaten om Intereffekt respectievelijk Weweler mede in het geding te betrekken. Dit had, volgens de OK, wel gemoeten, omdat Intereffekt en Weweler beide houders zijn van aandelen en artikel 2:92a (201a) lid 1 BW nu eenmaal voorschrijft dat de vordering tot uitkoop moet worden ingesteld tegen de *gezamenlijke andere aandeelhouders*.

De arresten geven aanleiding tot het maken van een aantal opmerkingen. Hierna zal ik ingaan op de vraag hoe de OK de 95%-eis heeft vastgesteld en of, in het geval de vennootschap eigen aandelen houdt, zij mede moet worden gedagvaard. Daarna zal ik betogen dat de vennootschap, onder omstandigheden, ook als eiseres in een uitkoopprocedure kan optreden. Verder zal ik ingaan op de vraag of de vordering van Dexia hoe dan ook had moeten worden afgewezen, omdat prioriteits aandelen onderdeel uitmaken van het geplaatste kapitaal van Intereffekt, en lid 4 van artikel 2:92a (201a) BW onder meer bepaalt dat de rechter de vordering tot uitkoop dient af te wijzen indien een gedaagde houder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden.

Commentaar

Het verschaffen van kapitaal

Aangezien tegen alle gedaagden verstek was verleend, diende de OK op grond van lid 3 van artikel 2:92a (201a) BW ambtshalve te onderzoeken of aan de 95%-eis was voldaan. Lid 1 van laatstgenoemd artikel bepaalt dat een aandeelhouder die 'voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaft', een vordering kan instellen tegen de gezamenlijke andere aandeelhouders tot overdracht van hun aandelen.

Daarbij zocht de OK, zo blijkt uit de uitspraak inzake Intereffekt, aansluiting bij de artikelen 2:24d en 2:118 lid 7 BW. Eerstgenoemd artikel bepaalt onder meer dat bij de vaststelling in hoeverre het aandelenkapitaal verschaft wordt of vertegenwoordigd is, geen rekening wordt gehouden met aandelen waarvan de wet bepaalt dat daarop geen stem kan worden uitgebracht. Artikel 2:118 lid 7 BW bepaalt vervolgens dat voor een aandeel dat toebehoort aan de vennootschap of een dochtervennootschap, geen stem kan worden uitgebracht in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Hoewel dat niet met zoveel woorden uit de arresten blijkt, heeft de OK artikel 2:24d BW misschien zodanig geïnterpreteerd dat de vennootschap geen eigen kapitaal kan verschaffen en dat derhalve de door de vennootschap gehouden aandelen in haar eigen kapitaal niet meetellen bij de vraag of aan de 95%-eis is voldaan. Ik meen echter dat de vennootschap wel degelijk eigen kapitaal kan verschaffen. Indien de vennootschap eigen aandelen inkoopt, is zij verschaffer van haar eigen kapitaal. Immers, de aandelen blijven gewoon als geplaatst kapitaal op de balans van de vennootschap staan, zodat er geen verschil is tussen de situatie waarin de vennootschap aandelen houdt en de situatie waarin een derde aandelen houdt. Een extra argument voor deze stelling is dat de door de vennootschap ingekochte aandelen niet geactiveerd mogen worden (zie art. 2:385 lid 5 BW). Met uitzondering van het stemrecht heeft de vennootschap ook alle belangrijke rechten die aan een aandeelhouder toekomen. De vennootschap heeft zelfs recht op een gedeelte van de winst, tenzij de statuten anders bepalen (zie art. 2:105 lid 5 BW). Echter, gezien de letterlijke tekst van artikel 2:24d BW is het begrijpelijk dat de OK bij het vaststellen of de eiser 95% van het kapitaal verschaft, aansluiting heeft gezocht bij dit artikel, en de door de vennootschap gehouden aandelen niet meetelt bij de vaststelling of de eiser 95% van het kapitaal verschaft. Het vorenstaande kan mijns inziens echter niet tot de conclusie leiden dat de vennootschap geen verschaffer van eigen kapitaal kan zijn.

Rechtsgevolgen van het houden van eigen aandelen

Ondanks het feit dat de OK constateert dat de eiser 95% van het aandelenkapitaal verschaft, wijst zij de vordering af omdat de vennootschap niet mede is gedagvaard. Het is jammer dat de OK zo'n restrictieve uitleg geeft aan artikel 2:92a (201a) BW, zeker gezien het feit dat zij zich er normaliter op laat voorstaan dat zij praktische oplossingen zoekt voor bij haar aanhangig gemaakte gedingen. In de eerste plaats strekt artikel 2:92a (201a) BW ertoe om volledige zeggenschap te verkrijgen. Indachtig het gegeven dat een vennootschap geen stemrecht kan uitoefenen met

betrekking tot door haarzelf gehouden aandelen, heeft het mede dagvaard van de vennootschap die eigen aandelen houdt, geen toegevoegde waarde. Een andere ratio van de uitkoopregeling is dat, zolang nog een (klein) aantal aandelen uitstaat bij één of meer minderheidsaandeelhouders, de grootaandeelhouder allerlei vervelende formaliteiten in acht moet nemen, zoals ter zake van de oproeping voor een algemene vergadering van aandeelhouders. Al deze bezwaren gelden hoe dan ook al niet, indien er nog aandelen worden gehouden door de vennootschap zelf.

Zoals Josephus Jitta in zijn noot onder de arresten ook al opmerkt, is de gedachtegang van de OK wellicht dat de aandeelhouder de vervreemding door de vennootschap van de door haar gehouden aandelen niet kan verhinderen en zodoende aandelen in handen van derden zouden kunnen komen. Theoretisch gezien zou die gedachtegang juist kunnen zijn. In de praktijk werkt het echter anders. Indien een aandeelhouder 95% van het geplaatste kapitaal verschaft, zal hij, ervan uitgaande dat de vennootschap geen structuurvennootschap is, min of meer de volledige zeggenschap hebben in die vennootschap, zeker gezien het feit dat hij de statutaire directie van de vennootschap kan benoemen en, belangrijker nog, ontslaan. In het kader van een openbare bieding is het niet ongebruikelijk om, tijdens de informatieve algemene vergadering van aandeelhouders als genoemd in artikel 9q Besluit toezicht effectenverkeer 1995, onder de opschortende voorwaarde van gestanddoening van het bod, te besluiten tot wijziging van de statuten van die vennootschap, waarbij meestal zogenoemde besluitenlijsten worden ingevoerd. Voorts is het niet ondenkbaar dat eventuele machtigingen die aan directie en/of raad van commissarissen zijn gegeven, worden ingetrokken. Als gevolg daarvan is het niet waarschijnlijk dat de directie zonder toestemming van haar grootaandeelhouder eigen aandelen zal kunnen vervreemden, laat staan dat er nieuwe aandelen kunnen worden uitgegeven. Mocht dat echter wel gebeuren, dan zou de wonderlijke situatie kunnen ontstaan dat op het moment dat de OK op de vordering tot uitkoop beslist, de eiser niet (langer) 95% van het kapitaal van de vennootschap verschaft en daarmee niet (langer) voldoet aan lid 1 van artikel 2:92a BW. De OK beoordeelt de 95%-eis echter naar de stand van zaken op het moment van aanbrenge van de dagvaarding, zodat de toewijzing ook werkt tegen houders van aandelen die niet in de procedure zijn betrokken (zie de bewoordingen 'zullen toebehoren' van lid 6 van art. 2:92a (201a) BW). De wetgever zou die situatie hebben kunnen oplossen door, analoog aan de geschillenregeling (zie art. 2:338 BW), te bepalen dat de gedagvaarde aandeelhouder zijn aandelen niet kan vervreemden of bezwaren tot de dag waarop het arrest onher-

roepelijk is geworden. Gezien het feit dat bij onbekende aandeelhouders er openbaar gedagvaard moet worden, wordt de onbekende aandeelhouder immers geacht bekend te zijn met de vordering tot uitkoop.

De vennootschap mede als eiseres

In tegenstelling tot hetgeen Josephus Jitta in zijn noot onder beide arresten constateert, ben ik van mening dat het zeer wel mogelijk is om de vennootschap mede de uitkoop te laten vorderen. Zoals ik hiervoor al constateerde, is de vennootschap verschaffer van kapitaal en dus voldoet zij aan lid 1 van artikel 2:92a BW. Voorts zal in gevallen waarin wordt overgegaan tot het instellen van een vordering tot uitkoop, de vennootschap meestal ook kwalificeren als een groepsmaatschappij van de grootaandeelhouder. Alsdan kan de vennootschap tezamen met haar grootaandeelhouder de vordering tot uitkoop instellen op grond van de laatste zin van artikel 2:92a BW. Daarbij lijkt het dan verstandig aan te geven dat de grootaandeelhouder de uit te kopen aandelen zal overnemen, omdat de vennootschap – zeker als dat een NV (niet zijnde een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal) is – anders het risico loopt dat zij te veel eigen aandelen verwerft.

Prioriteitsaandelen

In het geval van Intereffekt was er nog een ander interessant detail. Intereffekt hield zelf alle geplaatste prioriteitsaandelen. Lid 4 van artikel 2:92a BW bepaalt dat de vordering tot uitkoop tegen alle gedaagden moet worden afgewezen, indien een gedaagde houder is van een aandeel waaraan de statuten bijzondere zeggenschapsrechten verbinden. Een prioriteitsaandeel is een dergelijk aandeel. Een restrictieve uitleg van lid 1 van artikel 2:92a BW van de OK zou erop kunnen duiden dat de OK de vordering ook zou hebben afgewezen indien Intereffekt wel was gedagvaard, gezien het feit dat Intereffekt zelf prioriteitsaandelen houdt. Toch meen ik dat in het geval van Intereffekt de vordering ook niet afgewezen zou moeten worden op basis van het vorenstaande argument. Artikel 2:118 lid 7 BW bepaalt immers dat op aandelen die de vennootschap zelf houdt, geen stem kan worden uitgebracht. Dit heeft tot gevolg dat indien de vennootschap prioriteitsaandelen houdt, er geen bijzondere zeggenschapsrechten meer aan de prioriteitsaandelen zijn verbonden, omdat er geen stemrecht op kan worden uitgeoefend en er derhalve geen besluiten meer door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen kunnen worden genomen. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt bovendien dat een gedaagde zich zal moeten beroepen op het feit dat zij een bijzonder zeggenschapsrecht heeft. Het lijkt ook aannemelijk dat de vennootschap zich niet op

artikel 2:92a (201a) lid 4 BW zal beroepen. Maeijer (Asser-Maeijer 2-III, 2000, nr. 512) bevestigt dat ook en merkt terzake op dat de vennootschap de prioriteitsaandelen ook kan inkopen en vervolgens geen beroep kan doen op het hebben van een bijzonder zeggenschapsrecht, waarna de vordering moet worden toegewezen. Het hiervoor genoemde probleem zou ook nog kunnen worden opgelost door de vennootschap zelf te laten dagvaarden of, voorafgaande aan de uitkoopprocedure, de prioriteitsaandelen te laten verwerven door de grootaandeelhouder.

Fiscale eenheid

Ik wil nog een opmerking maken die voor de onderhavige beslissingen verder niet van belang is. Een van de argumenten voor uitkoop was dat de grootaandeelhouder en de vennootschap geen fiscale eenheid konden vormen als meer dan één procent van de aandelen in handen van minderheidsaandeelhouders was. Per 1 januari 2003 is de wetgeving ten aanzien van de fiscale eenheid gewijzigd, in die zin dat nu een fiscale eenheid gevormd kan worden als 95% of meer van de aandelen in één hand zit. Vorenstaand argument doet per 1 januari 2003 dus geen opgeld meer. Wellicht ten overvloede merk ik nog op dat de reden die voor de grootaandeelhouder aan de uitkoop ten grondslag ligt, niet terzake doet. Slechts indien één (of meer) van de in artikel 2:92a (201a) lid 4 BW genoemde omstandigheden zich voordoet en een van de gedaagden daar een beroep op doet, moet de OK de vordering afwijzen. Doen die omstandigheden zich niet voor, dan moet de OK, behoudens hoge uitzonderingen, de vordering toewijzen. De wetgever heeft de belangenafweging tussen de eiser en de gedaagde al verricht en heeft daar voor de rechter in beginsel geen ruimte gelaten.

Conclusie

De OK heeft mijns inziens de vorderingen van Dexia respectievelijk VD Leegte Beheer ten onrechte afgewezen. Juist van de OK had een minder restrictieve uitleg van artikel 2:92a BW kunnen worden verwacht. In gevallen waarin de vennootschap zelf aandelen houdt, doet de grootaandeelhouder er evenwel verstandig aan de vennootschap mede te dagvaarden. Mijns inziens zou het als alternatief echter ook mogelijk moeten zijn om de vennootschap, in het geval zij eigen aandelen houdt, mede als eisende partij te laten optreden in een uitkoopprocedure.

*Mr. H.Q.P. Holtrop
Loyens & Loeff*