

Bijzonder recht onterecht?

Inleiding

Als aan aandelen een 'bijzonder recht inzake de zeggenschap' is verbonden, kan de houder van die aandelen niet worden uitgekocht. De Hoge Raad vernietigde een arrest van de Ondernemingskamer, waarin de betreffende afwijzingsgrond van artikel 2:201a lid 4 BW ruim werd uitgelegd. De Ondernemingskamer had geoordeeld dat onder de omstandigheden aan gewone aandelen een bijzonder recht inzake de zeggenschap was verbonden. Het resultaat is verdedigbaar vanuit wethistorisch perspectief, maar het is weinig bevredigend.

Feiten

De neven Franco en Luigi houden respectievelijk 50,8% en 49,2% in het geplaatste kapitaal van het Italiaanse Goglio Luigi Milano Spa. (hierna: GLM). GLM houdt 240 van de 245 gewone aandelen in het geplaatste kapitaal van Fres-Co International B.V. (hierna: Fres-Co). Luigi houdt de vijf overige gewone aandelen. Fres-Co houdt op haar beurt belangen in één of meer werkmaatschappijen die actief zijn in de verpakkingsindustrie. De aandelenverdeling is zo gekozen, dat Luigi in GLM weliswaar een minderheidsbelang heeft, maar via de vijf aandelen in het kapitaal van Fres-Co in *economische zin* een belang heeft in Fres-Co dat nagenoeg gelijk is aan het (indirecte) belang van zijn neef: het indirecte en het directe belang van Luigi samen bedraagt 50,2%. Het indirecte belang van Franco in Fres-Co bedraagt 49,8%.

De statuten van Fres-Co bepalen dat alle besluiten in de algemene vergadering van aandeelhouders unaniem moeten worden genomen. De vijf aandelen van Luigi stellen hem dus in staat besluiten van Fres-Co die hem ongewenst zijn te blokkeren. Deze bepaling is in de statuten opgenomen, toen Luigi zijn vijf aandelen verkreeg. De neven krijgen ruzie. Franco vordert dat Luigi de vijf aandelen aan hem overdraagt op de voet van artikel 2:201a BW.

Beslissing

De Ondernemingskamer (OK) wijst de vordering af.¹ De OK oordeelt dat Luigi, mede gezien tegen de achtergrond van de omstandigheden van dit geval, houder is van aandelen waaraan de statuten van Fres-Co een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden. 'Doel en strekking van de uitkoopregeling, meer in het bijzonder het bepaalde in lid 4 van voormelde bepalingen, zouden worden miskend indien Luigi ondanks voormelde omstandigheden gedwongen zou kunnen worden zijn aandelen aan GLM over te dragen', aldus de OK.

Franco gaat van het arrest van de OK in cassatie. De klachten komen hierop neer dat het oordeel van de OK dat de statuten van de vennootschap aan de vijf gewone aandelen in de vennootschap waarvan Luigi houder is, een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden, onjuist, althans onbegrijpelijk is.

De Hoge Raad vernietigt het arrest van de OK.² Hij overweegt dat bij de beoordeling van het middel uitgangspunt dient te zijn, dat de wetgever heeft beoogd uitkoop van minderheidsaandeelhouders mogelijk te maken door middel van een eenvoudige procedure. De afwijzingsgronden zijn daarom in artikel 2:201a BW limitatief opgesomd. Gelet op de aard en de strekking van de uitkoopregeling moeten de afwijzingsgronden beperkt worden uitgelegd. In het bijzonder bieden zij de rechter in beginsel geen ruimte voor een belangenafweging.

Uit de wetgeschiedenis blijkt dat de wetgever in het bijzonder het oog heeft gehad op de positie van houders van prioriteitsaandelen bij het formuleren van de afwijzingsgrond die hier aan de orde is. In dit geval gaat het om gewone aandelen. Deze aandelen stellen Luigi weliswaar in staat om besluiten tegen te houden, maar aan de aandelen als zodanig zijn geen bijzondere rechten verbonden. De Hoge Raad verwijst de zaak terug naar de OK.

Commentaar

Lid 4 van artikel 2:201a BW (art. 2:92a BW) noemt drie gronden waarop de OK een vordering tot uitkoop van een minderheidsaandeelhouder dient af te wijzen. De opsomming is limitatief. Het gaat in dit geval om de afwijzingsgrond dat een gedaagde minderheidsaandeelhouder houder is van een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden. De bijzondere rechten inzake de zeggenschap in Fres-Co waren niet verbonden aan de uit te kopen aandelen in die zin dat die aandelen zich onderscheidden van andere aandelen. De aandelen van Luigi waren 'gewoon', net als die van GLM. De rechten inzake de zeggenschap waren uitsluitend bijzonder, doordat alle besluiten in de algemene vergadering van aandeelhouders unaniem genomen moesten worden, met als gevolg dat de zeer kleine minderheidsaandeelhouder, Luigi, met een vetorecht was bedeeld. Nu komt het vaker voor dat wettelijke of statutaire bepalingen in combinatie met een 'toevallige' schikking van het aandelenbezit maken dat de ene aandeelhouder rechten heeft die de andere aandeelhouder niet heeft. Wie 34% van de gewone aandelen houdt, kan onder omstandigheden een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot fusie blokkeren. Wie 51% van de gewone aandelen houdt, blokkeert desgewenst elk besluit dat in de algemene vergadering van houders van gewone aandelen met vol-

1. Hof Amsterdam (OK) 2 mei 2002, JOR 2002, 156 m.nt. Josephus Jitta.

2. HR 16 januari 2004, NJ 2004, 184 m.nt. Maeijer, JOR 2004, 35 m.nt. Josephus Jitta.

strekke meerderheid genomen wordt. Wie een dergelijk belang weer kwijtraakt, bijvoorbeeld door verwatering, verliest ook de bijbehorende zeggenschap. Dat was anders in het geval van Fres-Co. Hoe de aandelenverdeling binnen Fres-Co ook zou zijn, zolang Luigi aandeelhouder bleef, behield hij het vetorecht. Het vetorecht dat Luigi was gegeven, was uitsluitend – en niet zonder zijn instemming – door een statutenwijziging weer af te nemen. In die zin was er geen verschil tussen de gekozen constructie en een constructie waarbij Luigi houder was geweest van een prioriteitsaandeel met een daaraan gekoppeld vetorecht. Het recht was ‘absoluut’ (niet uitsluitend voortvloeiende uit de relatieve aandelenverdeling) en in die zin bijzonder. De beslissing van de OK leidde om die reden ook niet tot rechtsonzekerheid: uitsluitend in die gevallen waarin een aandeelhouder – net als Luigi – over een ‘absoluut’ recht beschikt, zou hem dat recht niet tegen zijn wil door uitkoop moeten kunnen worden afgepakt. Ik kon de beslissing van de OK daarom wel billijken.

Met een beroep op de bedoeling van de wetgever oordeelde de Hoge Raad anders. De wetsgeschiedenis van artikel 2:201a BW belicht die bedoeling summier. De PvdA-fractie vroeg zich af of ‘de voorgestelde regeling onverkort van toepassing [is] op prioriteitsaandelen met zeggenschapsrecht’.³ De minister antwoordde:

‘Aan deze prioriteitsaandelen zijn bijzondere zeggenschapsrechten verbonden. (...) De overwegingen die geleid hebben tot uitgifte van dergelijke aandelen behoren te worden gerespecteerd. Daar komt bij dat de bijzondere aard van deze aandelen het moeilijk maakt daarvan de prijs te bepalen. Derhalve zal (...) lid 4 alsnog in die zin aangevuld worden dat de vordering ook moet worden afgewezen als een gedaagde zich beroept op het feit dat aan zijn aandelen bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn.’⁴

Met deze passage kan men twee kanten uit. Enerzijds is duidelijk dat de wetgever inderdaad het oog heeft gehad op prioriteitsaandelen (aandelen met een andere ‘aard’ dan gewone aandelen). Anderzijds lijkt de minister er uitdrukkelijk van uit te gaan dat een gedaagde minderheidsaandeelhouder zich erop kan beroepen dat aan zijn aandelen bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden. De overwegingen die hebben geleid tot de uitgifte ervan, moeten worden gerespecteerd. Gelezen in combinatie met de elders geplaatste opmerking, dat de belangen van minderheidsaandeelhouders ‘naast de gronden tot afwijzing die de wet kent, het zonder rechterlijke afweging kunnen stellen (...)’,⁵ zou de conclusie kunnen zijn dat rechterlijke afweging wel (en uitsluitend) is toegestaan ingeval een

minderheidsaandeelhouder zoals Luigi een beroep doet op een van de afwijzingsgronden. Dit zou de wat ‘lossere’ benadering van de OK hebben gerechtvaardigd. Evenwel legt artikel 2:201 lid 3 BW – overgenomen uit de Departementale Richtlijnen en op 1 september 2001 in werking getreden – uitdrukkelijk een relatie tussen ‘aandelen van een bepaalde soort’ en ‘bijzondere rechten als in de statuten omschreven inzake de zeggenschap in de vennootschap’. Niet voor niets is de terminologie nagenoeg dezelfde als in artikel 2:201a BW. De bedoeling van de wetgever krijgt als het ware met terugwerkende kracht gestalte. (Art. 2:392 lid 1 sub e BW legt deze relatie tussen aandelen van een bepaalde soort en de daaraan verbonden bijzondere rechten nog niet.)

De ‘strengere’ benadering pakt niet steeds gelukkig uit, al is het volgende voorbeeld mogelijk academisch. Stel dat een vennootschap prioriteitsaandelen kent, waaraan het recht is verbonden om met algemene stemmen de besluiten van de algemene vergadering van houders van gewone aandelen tegen te houden. Stel voorts dat de meerderheidsaandeelhouder alle prioriteitsaandelen heeft verworven op één na. Dat ene prioriteitsaandeel levert de houder geen bijzondere zeggenschap inzake de vennootschap op: zonder de stem van de meerderheidsaandeelhouder komt hij niet aan de vereiste algemene stemmen. Toch blijft het een prioriteitsaandeel in de zin van artikel 2:201 lid 3 BW. Voor een belangenafweging is – aldus de Hoge Raad – in beginsel geen plaats. Zou een dergelijk ‘krachteloos’ prioriteitsaandeel immuun zijn voor een vordering tot uitkoop? Ik denk dat dat wel de conclusie zou moeten zijn. ‘Form over substance’ is kennelijk het parool.

Had de OK nog de mogelijkheid gehad om Luigi met behulp van een van de andere afwijzingsgronden te hulp te schieten? Zou Luigi ‘ernstige stoffelijke schade’ lijden door het verlies van de vijf aandelen? Zijn totale belang in Fres-Co en dus zijn aandeel in het dividend nam af, in dit geval met 1%. Verlies van financiële rechten is nu eenmaal eigen aan het verlies van uitgekochte aandelen. Dit nadeel is in de koopprijs verdisconteerd. Er is geen sprake van ernstige stoffelijke schade in de zin van artikel 2:201a lid 4 BW. Mogelijk was de gekozen constructie te verstaan als uitvloeisel van een overeenkomst tussen beide neven, waarbij Franco impliciet afstand deed van het recht om Luigi uit te kopen. Per slot van rekening hoeft dat niet schriftelijk te gebeuren. Of Luigi zich op deze afwijzingsgrond heeft beroepen, wordt uit het arrest niet duidelijk. Ambtshalve had de OK deze afwijzingsgrond niet kunnen toepassen.

Ten slotte nog dit. Hadden partijen toen de statuten werden gewijzigd, ook de bepaling kunnen opnemen dat de meerderheidsaandeelhouder – wie dat op enig moment ook zal zijn – afstand doet van zijn bevoegdheid om minderheidsaandeelhouders uit te kopen? Aangenomen dat het besluit tot statutenwijziging de steun had van Franco (via GLM)

3. Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr. 5.

4. Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr. 6.

5. Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr. 41c.

De naam van Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Bureau publicatie en handelsrechten

Vennootschap & Onderneming

en van Luigi, en derhalve met algemene stemmen is genomen, had dit mijns inziens gekund (vergelijk art. 2:192 BW). Het had de positie van Luigi aanmerkelijk versterkt.

Mr. P.D. Olden
NautaDutilh