

## Inkoop eigen aandelen – prijs en nachgründung

### Inleiding

Onderdeel van de kapitaalbeschermingsvoorschriften, zoals neergelegd in Boek 2 BW, is de regeling met betrekking tot inkoop van eigen aandelen door de vennootschap. Deze bijdrage gaat in op twee aspecten, te weten de hoogte van de koopprijs in verhouding tot de waarde in het economisch verkeer en de (eventuele) samenloop met de zogenoemde nachgründungsregeling van de artikelen 2:94c/204c BW. Deze regeling ziet op verkrijging van goederen van oprichters (alsmede – bij de BV – aandeelhouders) binnen twee jaar na de inschrijving van de vennootschap in het handelsregister.

De problematiek rondom de nachgründung zal met de invoering van de aangekondigde vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht in de praktijk deels verdwijnen. Naar het zich laat aanzien, zal artikel 2:204c BW worden geschrapt. Bedacht moet echter worden dat de nachgründungsregeling voor de NV blijft bestaan.

### Wettelijke regels inkoop eigen aandelen

De oorsprong van de wettelijke regels is de Tweede Richtlijn.<sup>1</sup> Voor de NV zijn de voor deze bijdrage relevante voorschriften die betrekking hebben op inkoop van eigen aandelen, opgenomen in artikel 2:98 BW en voor de BV in artikel 2:207 BW. Daarnaast bevatten de artikelen 2:98a, 2:98b/2:207a en 2:207b BW voorschriften die betrekking (kunnen) hebben op een inkoop. De verschillen tussen de regelingen voor de NV en de BV zijn gering. Een verkrijging van niet-volgestorte aandelen is niet toegestaan. Bij verkrijging van volgestorte aandelen dient een onderscheid te worden gemaakt tussen enerzijds verkrijging om niet (dat wil zeggen zonder enige tegenprestatie van de zijde van de vennootschap), in welk geval verkrijging vrijelijk toegestaan is, en anderzijds de verkrijging anders dan om niet, dat wil zeggen tegen betaling van een bepaalde tegenprestatie. Voor verkrijging anders dan om niet gelden in beginsel – cumulatief – vier eisen:

- a. machtiging is verkregen van de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA); bij de BV kan statutair of bij besluit van de AVA een ander orgaan worden aangewezen;
- b. de tegenprestatie kan worden voldaan uit het vrij uitkeerbaar vermogen. Meer precies: inkoop van eigen aandelen is mogelijk indien het eigen vermogen van de vennootschap, verminderd met de verkrijgingsprijs voor de eigen aandelen, niet kleiner is dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de wettelijke en eventuele statutaire reserves;
- c. de statuten moeten de verkrijging toestaan; en

- d. het nominale bedrag van de te verkrijgen en reeds gehouden eigen aandelen belooft tezamen niet meer dan een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal, te weten 50% voor de BV en 10% voor de NV.

Voor de onder b genoemde eis wordt nog een specifiek voorschrift gegeven ten aanzien van de wijze en het moment van toetsing. De grootte van (het vrij uitkeerbaar deel van) het eigen vermogen dient bij een inkoop te worden bepaald aan de hand van de laatst vastgestelde balans, gecorrigeerd met de verkrijgingsprijs van eigen aandelen of certificaten die de vennootschap na de balansdatum heeft verkregen, en uitkeringen uit winst en reserves die de vennootschap en haar dochtermaatschappijen na balansdatum verschuldigd zijn geworden. Ratio van deze correcties op de balans is dat voor een inkoop het vrije deel van het eigen vermogen bepaald moet worden. Het ligt wellicht voor de hand om de in artikel 2:207 vermelde correcties op de balans meer in overeenstemming met de ratio van de regeling te interpreteren. In dat geval zou wellicht ook rekening moeten worden gehouden met verliezen, alsmede met bepaalde andere transacties die na de balansdatum hebben plaatsgevonden (bijvoorbeeld na balansdatum verstrekte leningen waarvoor de vennootschap op grond van lid 3 van art. 2:207c BW een niet-uitkeerbaar reserve dient aan te houden).<sup>2</sup> Daartegen kan weer worden ingebracht dat 'excessen' ook bestreden kunnen worden met het leerstuk van de onrechtmatige daad op basis van het Nimox-arrest.<sup>3</sup> Bovendien hebben Lennarts/Schutte-Veensta<sup>4</sup> er terecht op gewezen dat bestuurders die transacties verrichten die nadelig zijn voor de vennootschap, ook aansprakelijk kunnen worden gesteld ex artikel 2:9 BW en artikel 2:248 BW en dat daarnaast vernietiging op grond van de actio pauliana een mogelijkheid kan zijn.

Wanneer een boekjaar meer dan zes maanden is verstreken zonder dat de jaarrekening is vastgesteld en zo nodig goedgekeurd, is een verkrijging niet toegestaan (art. 2:98 lid 3/2:207 lid 3 BW) en is deze volgens artikel 2:98a/207a lid 1 BW nietig. Deze regeling is gebaseerd op artikel 19 juncto artikel 15 lid 1 sub a van de Tweede Richtlijn, waarin wordt gerefereerd aan een netto-actief zoals dat blijkt uit de jaarrekening. Daarmee lijkt een tussentijdse vermogensopstelling niet voldoende om tot inkoop te kunnen overgaan.<sup>5</sup>

In artikel 19 Tweede Richtlijn wordt de mogelijkheid tot het houden van eigen aandelen beperkt. Wanneer een lidstaat, zoals Nederland, toestaat dat een vennootschap

---

2. Vgl. B. Bier, *Uitkeringen aan Aandeelhouders* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2003, p. 223-224.

3. HR 8 november 1991, NJ 1992, 174.

4. M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Versoepeling van het B.V.-kapitaalbeschermingsrecht*, Deventer: Kluwer 2004, p. 33.

5. Anders: F.K. Buijn, *Inkoop van aandelen, de artikelen 207 en 207d Boek 2 BW*, TVVS 1988, p. 98-99.

1. Nr. 77/91/EEG, PbEG 1977, L 26/1.

onder bepaalde omstandigheden eigen aandelen kan verkrijgen, wordt het houden van die aandelen afhankelijk gesteld van een aantal voorwaarden, zoals het schorsen van het stemrecht (opgenomen in art. 2:118 lid 7/228 lid 6 BW) en het vermelden van een aantal gegevens inzake het houden van eigen aandelen in de jaarrekening. Nederland heeft ervoor gekozen een verbod op te nemen voor het activeren van eigen aandelen. Hiermee wordt de waarde van de eigen aandelen geëlimineerd uit de balans. De ingekochte aandelen blijven echter onderdeel uitmaken van het geplaatste kapitaal; inkoop heeft derhalve geen vermindering van het geplaatste kapitaal tot gevolg (art. 2:373 lid 3 BW). Het gebonden vermogen van de vennootschap neemt niet af door inkoop van eigen aandelen; de verkrijgingsprijs dient ten laste van het vrij uitkeerbare deel van het eigen vermogen te worden gebracht. Door de vennootschap gehouden aandelen delen wel mee in de winst, tenzij de statuten anders bepalen (art. 2:105/216 lid 5 BW).

De eigenlijke verkrijging is een transactie tussen de verkoper van de betreffende aandelen en de vennootschap, waarbij de vennootschap wordt vertegenwoordigd door haar bestuur volgens de gebruikelijke wettelijke en statutaire regels. De vennootschap is – binnen het genoemde wettelijk kader – vrij te beslissen al dan niet tot verwerving over te gaan en te bepalen welke prijs zij bereid is te betalen. Wel moet worden bedacht dat bij aandelen op naam de overdracht aan de vennootschap zelf onderworpen kan zijn aan de blokkeringsregeling (zie art. 2:195 leden 1 en 2 BW).

Voorts kan bij een inkoop van eigen aandelen het gelijkheidsbeginsel van artikel 2:201 BW een rol spelen. Het gelijkheidsbeginsel gaat niet zover dat aan alle aandeelhouders hetzelfde aanbod dient te worden gedaan, of dat de vennootschap steeds alleen pro rata van alle aandeelhouders zou mogen verkrijgen.<sup>6</sup> Uit het Verenigde Bootlieden-arrest<sup>7</sup> blijkt dat een ongelijke behandeling (door de vennootschap) is toegestaan indien daarvoor een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.

### Inkoop eigen aandelen – prijsbepaling

De wet geeft geen voorschriften over de hoogte van de verkrijgingsprijs, anders dan dat voor de NV bij het verlenen van de machtiging tot inkoop een bandbreedte dient te worden vastgesteld. Overigens zien wij geen reden waarom bij een machtiging tot verkrijging door de BV de machtiging niet ook een bandbreedte zou kunnen bevatten; de bevoegdheid tot het vaststellen van het meerdere impliceert immers het mindere.

Vanuit het oogpunt van kapitaalbescherming – dat wil zeggen de positie van crediteuren – vertoont een inkoop een

sterke gelijkenis met een uitkering aan de aandeelhouders. Kern van de regels betreffende uitkeringen aan aandeelhouders is (bij de BV zolang de aangekondigde flexibilisering en vereenvoudiging niet plaatsvindt) dat uitkeringen alleen zijn toegestaan voor zover het vrij uitkeerbare vermogen dat toestaat (art. 2:105/216 BW), en dat is feitelijk dezelfde toets als geldt voor de inkoop. Voor crediteuren is het vermogen dat de vennootschap verlaat door de uitkering/inkoop van belang, en niet zozeer hoe dat bedrag over de aandeelhouders wordt verdeeld.

Wij menen dat die lijn betreffende uitkeringen aan aandeelhouders doorgetrokken moet worden, in die zin dat ook de prijs die de vennootschap per aandeel betaalt, voor de crediteurenbescherming niet van belang is, uiteraard zolang de totale prijs voor alle te verkrijgen eigen aandelen maar binnen de grenzen van artikel 2:98/2:207 BW blijft. De prijs per aandeel is wel van belang in de verhouding tussen de aandeelhouders: wordt voor een te lage prijs gekocht, dan stijgen de niet-ingekochte (overblijvende) aandelen in waarde, en omgekeerd geldt dat indien voor een te hoge prijs wordt ingekocht, de niet-ingekochte (overblijvende) aandelen in waarde dalen.

Onze stelling dat de prijs die de vennootschap per aandeel betaalt voor de crediteurenbescherming niet van belang is, druist wellicht enigszins tegen de intuïtie in, indien sprake is van een inkoop tegen een te hoge prijs. Een gedachte zou kunnen zijn om het verschil tussen de marktwaarde en de te hoge prijs als een uitkering door de vennootschap te beschouwen (waarop andere wettelijke bepalingen van toepassing zijn). Bedacht moet echter worden dat een te hoge prijs de aard van de rechtshandeling koop (c.q. inkoop) in beginsel niet aantast. Voor het herkwalficeren – voor de kapitaalbescherming – van de verkoop tot een uitkering, althans voor het bedrag waarmee de koopprijs de waarde van de aandelen overtreft, zien wij in principe geen enkele reden. De kwalificatie als uitkering heeft vanuit het perspectief van de kapitaalbescherming geen toegevoegde waarde, omdat de toets – heeft de vennootschap voldoende vrij uitkeerbaar vermogen om het bedrag van de uitkering/koopprijs te voldoen? – in wezen dezelfde is, zeker wanneer voormelde lijn van B. Bier wordt gevolgd.<sup>8</sup> Maar ook indien de peildata iets (kunnen) verschillen, evenals de basis waarop de vaststelling plaatsvindt, en het derhalve denkbaar is dat er wel ruimte tot inkoop zou bestaan, maar niet tot uitkering, heeft een crediteur altijd nog de mogelijkheid van een actie uit onrechtmatige daad<sup>9</sup> of de actio pauliana.<sup>10</sup> Los daarvan geeft het enkele bestaan van de nachgründungsregeling – waarover meer hierna – al een argument vóór de stelling dat koop tegen een te hoge prijs civielrechtelijk mogelijk is; die regeling strekt er tenslotte juist toe om te voorkomen

6. In deze zin tevens Bier 2003, p. 237.

7. HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

8. Bier 2003, p. 223-224.

9. HR 8 november 1991, NJ 1992, 174.

10. Lennarts/Schutte-Veenstra 2004, p. 33.

dat de uitkeringsregels worden omzeild door de transactie in te kleden als een verkrijging tegen een te hoge prijs.

Ook het gelijkheidsbeginsel staat niet in de weg aan de inkoop tegen een (te) hoge prijs. Indien de vennootschap een aanbod doet aan alle aandeelhouders om voor die prijs te kopen, is geen sprake van ongelijke behandeling. Doet de vennootschap dat niet, dan zal er (mogelijk) sprake zijn van ongelijke behandeling, maar die is, zoals in de vorige paragraaf opgemerkt, toegestaan indien sprake is van een redelijke en objectieve rechtvaardiging. Dat zal van geval tot geval dienen te worden beoordeeld. Bij de afwegingen van het bestuur en eventueel de raad van commissarissen ter zake speelt vanzelfsprekend ook het vennootschappelijk belang een grote rol.<sup>11</sup>

### Wettelijk kader nachgründung

De nachgründingsregeling is opgenomen in de artikelen 2:94c/2:204c BW:

‘Een rechtshandeling die de vennootschap heeft verricht zonder goedkeuring van de algemene vergadering of zonder de verklaring, bedoeld in lid 3, kan ten behoeve van de vennootschap worden vernietigd, indien de rechtshandeling:

- a. strekt tot het verkrijgen van goederen die een jaar voor de oprichting of nadien toebehoorden aan een oprichter (bij de BV: of aandeelhouder), en
- b. is verricht voordat twee jaren zijn verstreken na de inschrijving van de vennootschap in het handelsregister.’

De verklaring bedoeld in lid 3 van artikel 2:204c BW is een verklaring van een accountant, die inhoudt:

‘dat de waarde van de te verkrijgen goederen, bij toepassing van in het maatschappelijke verkeer als aanvaardbaar beschouwde waarderingsmethoden, overeenkomt met ten minste de waarde van de tegenprestatie’.

De nachgründingsregeling heeft ten doel te voorkomen dat het kapitaal dat (bij de NV) door oprichters en (bij de BV) oprichters of aandeelhouders op de aandelen is gestort, aan de vennootschap kan worden onttrokken door het aangaan van voor de vennootschap nadelige transacties ten aanzien van goederen die aan een oprichter of aandeelhouders hebben toebehoord. De regeling kan worden beschouwd als een slot op de achterdeur. Lennarts/Schutte-Veenstra<sup>12</sup> stellen dat de zin van de nachgründingsregeling is te voorkomen dat door een bepaalde constructie de inbrengcontrole in de vorm van de beschrijving en accountantsverklaring kan worden ontduikt. Met het oog op de voor de praktijk belemmerende werking van de nachgründingsregeling, het feit

dat de bepaling niet waterdicht is en de bepaling verder gaat dan noodzakelijk uit het oogpunt van kapitaalbescherming, wordt voorgesteld de regeling te schrappen in het kader van de vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht.

Volgens artikel 11 van de Tweede Richtlijn is sprake van nachgründung wanneer een vennootschap binnen een door de lidstaten vast te stellen termijn van ten minste twee jaren na haar oprichting een vermogensbestanddeel krijgt dat toebehoort aan een oprichter, voor een tegenprestatie die ten minste overeenkomt met 10% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap. Beoogd werd transacties met een geringe waarde uit te sluiten van de regeling. Nederland heeft deze 10%-ondergrens niet overgenomen, met als motivering dat het te bestrijden misbruik zowel in een overwaardering van de te verkrijgen goederen kan zijn gelegen, als in een onderwaardering van de tegenprestatie (bijvoorbeeld bij een ruil). De lidstaten hebben voorts de mogelijkheid om de regeling uit te breiden tot goederen die toebehoren aan aandeelhouders of derden. Nederland heeft voor wat betreft de BV van deze mogelijkheid gebruik gemaakt.

### Samenloop nachgründung en inkoop

Een aandeel in een vennootschap is een goed. Wordt een aandeel binnen twee jaar na de inschrijving van de vennootschap in het handelsregister verkregen door de vennootschap zelf, dan rijst de vraag of dit een verkrijging is die binnen de reikwijdte van artikel 2:94c/2:204c BW valt. Naar de letter van de wet kan wellicht worden gesteld dat dat inderdaad het geval is. Dit wordt in de literatuur ook wel verdedigd. Deze opvatting wordt gebaseerd op het feit dat naar de letterlijke tekst van artikel 2:94c/2:204c BW de regeling van toepassing is op de verkrijging van eigen aandelen en de regeling geen bijzondere bepaling bevat die haar toepassing uitsluit.<sup>13</sup> In de literatuur wordt echter ook wel gepleit voor niet-toepasselijkheid.<sup>14</sup> Van Steenderen noemt daarbij als mogelijk tegenargument – dus vóór toepasselijkheid – (bij de NV) de waarborg van de bedongen agio, dat zonder toepassing van de nachgründung de vennootschap als te hoge koopprijs voor de ingekochte aandelen zou kunnen verlaten. Dat tegenargument snijdt geen hout; immers ook agio kan worden uitgekeerd.

Wij menen dat, gezien de aard en inhoud van de regels van de kapitaalbescherming, de nachgründung niet aan de orde kan zijn bij inkoop. Omzeiling van de inbrengcontrole, die als gemeld als de zin van de bepaling beschouwd moet worden, is bij inkoop per definitie niet aan de orde. De vennoot-

11. Bier 2003, p. 237-238.

12. Lennarts/Schutte-Veenstra 2004, p. 30.

13. O.m. Asser/Maeijer 2-III, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 137 en Bier 2003, p. 231.

14. O.m. C.E.M. van Steenderen, *Vennootschapsrecht in EG-perspectief*, Deventer: Kluwer 1993, p. 11 en J.J. Nagelkerke in: J.B. Huizink (red.), *Actualia Ondernemingsrecht, Kapitaalbescherming: de stand van zaken*, Arnhem: Gouda Quint 1994, p. 11.

## Vennootschap & Onderneming

schap mag immers bij uitgifte geen eigen aandelen nemen, en daarmee kan van inbreng door de vennootschap zelf (bij het nemen van haar eigen aandelen) nooit sprake zijn. Het scenario waar de nachgründung tegen beschermt, namelijk dat eerst in contanten wordt gestort en vervolgens de realiteit van het kapitaal weer wordt uitgehold door aanwending van die contanten voor aankoop van goederen van degene die heeft gestort, kan zich derhalve niet voordoen.

In meer abstracte zin kan worden gesteld dat de nachgründung erop toegesneden is te waarborgen dat het kapitaal niet wordt uitgehold en om die reden niet goed kan werken bij een inkoop waar zo'n uitholling per definitie aan de orde is, omdat, zoals gezegd, de ingekochte aandelen niet mogen worden geactiveerd en de koopprijs ten laste van het vrij uitkeerbare vermogen moet worden gebracht. Overigens kan bij de BV nog worden opgemerkt dat een zo beperkt mogelijke toepassing van de nachgründung met het oog op de komende afschaffing van artikel 2:204c BW gerechtvaardigd lijkt.

Wetssystematisch is een argument dat de bijzondere regels (*lex specialis*) ter zake van de inkoop van eigen aandelen zouden moeten derogeren aan de meer algemene regels van de nachgründung (*lex generalis*), voor zover die naar de letter ook op inkoop van eigen aandelen zouden kunnen zien. Dat naar de letter van de nachgründung de regeling ook op inkoop van eigen aandelen van toepassing zou kunnen zijn, is naar onze mening eerder een onbedoeld neveneffect (wij hebben geen indicatie gevonden dat inkoop bewust onder de reikwijdte gebracht zou zijn) dan een bewuste keuze. Dat lijkt ook de meest logische verklaring voor het feit dat er geen regeling is die de toepassing met zoveel woorden uitsluit; het ontbreken van een dergelijke uitzondering is op zichzelf dan ook geen argument.

Toepassing van de nachgründung betekent verder een beperking van de inkoopmogelijkheden, waarvoor wij geen enkele grond zien. Vanuit het perspectief van de kapitaalbescherming heeft toepassing van de nachgründung op inkoop geen enkele toegevoegde waarde. Hoofdregeel van de kapitaalbescherming is dat uitkeringen aan de aandeelhouders uitsluitend ten laste van het vrij uitkeerbaar vermogen kunnen worden gedaan. Deze regel geldt evenzeer bij inkoop. Toepassing van de nachgründung op inkoop zou er voorts toe leiden dat in de eerste twee jaar niet door middel van inkoop vermogen richting de aandeelhouders mag vloeien (de waarde van de over te dragen aandelen moet immers gelijk zijn aan de tegenprestatie), en indien een dergelijke inbreuk op de inkoopregels (waar, als gesteld, een te hoge prijs acceptabel is) daadwerkelijk beoogd was geweest, dan had deze onderdeel van die inkoopregels moeten zijn (bijvoorbeeld in de vorm van een vijfde eis in art. 2:98 lid 2/2:207 lid 2 BW, dat geen inkoop in de eerste twee jaar na inschrijving plaatsvindt).

Toepassing van de nachgründung op een inkoop is ook in de praktijk in veel gevallen niet goed uitvoerbaar. Stel dat de

aandelen door de vennootschap worden gekocht tegen een prijs gelijk aan de prijs die een derde zou willen betalen, wat een gebruikelijke omschrijving van de 'marktwaarde' is. Hoe wordt dan verdisconteerd dat de vennootschap (na verkrijging) aan deze aandelen minder rechten zal kunnen ontlenen dan de derde omdat de vennootschap niet op de aandelen zal kunnen stemmen, en (mogelijk) ook minder financiële rechten heeft? Voor de hand ligt dat dit een waarde-drukkend effect heeft, hetgeen betekent dat een accountant niet zal kunnen verklaren dat de waarde van de in te kopen aandelen (voor de vennootschap) gelijk is aan de tegenprestatie (de door de derde geboden prijs/marktwaarde). Daar komt nog bij dat bij een NV met toonderaandelen toepassing van de nachgründung op inkoop ook op het praktische bezwaar kan stuiten dat noch de vennootschap zelf noch een aandeelhouder (niet zijnde een oprichter) noodzakelijkerwijs weet of kan bepalen of de aandelen aan een oprichter hebben toebehoord, al is het maar omdat ook bij oprichting aandelen bij niet-oprichters kunnen worden geplaatst.

Overigens lijkt de literatuur zich te bewegen in de richting dat bij een agiostorting (zonder tegenprestatie) de nachgründung niet van toepassing is indien de door de vennootschap te verkrijgen goederen geen negatieve waarde (kunnen) hebben. Dat betekent dat op de verkrijging om niet van volgestorte eigen aandelen, die in beginsel geen negatieve waarde voor de vennootschap kunnen hebben, de nachgründung ook in de opvatting dat samenloop wel mogelijk is, niet van toepassing is.

### Conclusie

Bij inkoop is voor toepassing van de kapitaalbeschermingsregels de hoogte van de prijs per aandeel niet relevant; het gaat erom of het vrij uitkeerbare vermogen (met inachtneming van de regels betreffende de wijze van toetsing) de betaling van de totale koopsom toelaat. De bepalingen met betrekking tot de inkoop van eigen aandelen verzetten zich derhalve niet tegen betaling van een te hoge prijs. Het gelijkheidsbeginsel dwingt niet tot een evenredige inkoop van alle aandeelhouders, noch tot een bepaalde prijs, mits sprake is van een redelijke en objectieve rechtvaardiging. De bepaling van of onderhandeling over de prijs is onderdeel van de vertegenwoordiging van de vennootschap en is daarmee in beginsel een bevoegdheid van het bestuur (onverminderd een eventuele bandbreedte die bij de machtiging is vastgesteld). Op een verkrijging van eigen aandelen die binnen twee jaar na inschrijving van de vennootschap in het handelsregister plaatsvindt, is de nachgründungsregeling ons inziens niet van toepassing.

Mr. H.J. Portengen  
Mr. A.A.C. Bloemers  
Loyens & Loeff