

SHELL:

Pseudo-uitkoop van minderheidsaandeelhouders bij juridische fusie

MR. S.J.H.M. BERENDSEN EN MR. S.C.M. VAN THIEL

In de literatuur is in het verleden al door auteurs betoogd dat een juridische fusie waarbij minderheidsaandeelhouders worden uitgestoten door hen uitsluitend een betaling in geld toe te kennen, de zogenoemde pseudo-uitkoop, onder omstandigheden in strijd kan zijn met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.¹ Deze stelling werd recentelijk door de Ondernemingskamer bevestigd in een uitspraak met betrekking tot de unificatie van het Shell-concern ('de Shell-uitspraak').²

- 1 Zie o.a. P.J. Dortmond, *Enige beschouwingen rondom aandelen. Storting, blokkering, verkrijging bij juridische fusie* (diss. K.U. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989, p. 136-137; D.F.M.M. Zaman, *Juridische fusie en splitsing*, serie (Re)organisatie, Fusie en Overname, Doetinchem: Reed Business Information 2004, p. 37; en A.F.J.A. Leijten, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer, p. 332.
- 2 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 december 2007, nr. 1852/05, LJN BC0800, «JOR» 2008/36.
- 3 Zo kan er geen fiscale eenheid met de doelwitvennootschap worden gevormd, dient steeds rekening te worden gehouden met de belangen van de minderheidsaandeelhouders, gelden er additionele boekhoudregels en dienen er afzonderlijke algemene vergaderingen te worden gehouden. Voor een meer uitgebreide opsomming van bezwaren, zie onder meer L.G.H.J. Houwen, 'De wettelijke regeling tot uitkoop van minderheidsaandeelhouders', *De NV* 66/1, p. 18 e.v.; R.W.Th. Norbruis, 'Het failliet van de juridische fusie als overnemingsinstrument', *TVVS* 1991, nr. 91/2, p. 30; en A.F.J.A. Leijten, 'Tien jaar uitkoop- en geschillenregeling (I)', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 205 par. 3.1.
- 4 Zie in dit verband ook Rechtbank Amsterdam 11 juni 1999, «JOR» 1999/174, m.nt. Van Solinge (*Leyinvest/KBB*), r.o. 5.
- 5 Respectievelijk art. 2:335 BW e.v. en art. 2:92a/201a BW.
- 6 Zo vangt de uitkoopprocedure aan met een dagvaarding, hetgeen in het geval van een groot aantal minderheidsaandeelhouders tot aanzienlijke praktische problemen kan leiden. Zie in dit verband M.J. van Vliet, 'Tien jaar uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Weergave van de stand van zaken', *Dossier* 1998, nr. 32, p. 26. Zie ook de motivering van Shell onder punt 2 ('redenen') in de 'Toelichting op voorstel tot fusie Shell Petroleum NV en NV Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij' verkrijgbaar via www.royaldutchmerger.shell.com. In biedingsberichten laat men de invulling van het 'stapenplan' naar verkrijging van 100% van de aandelen (juridische fusie of uitkoopprocedure) vaak nog in het midden. Zie bijvoorbeeld de relevante passage uit het biedingsbericht van Vendex in verband met het openbaar bod op de aandelen in KBB zoals weergegeven in het vonnis van de Rechtbank Amsterdam 11 juni 1999, «JOR» 1999/174, m.nt. Van Solinge (*Leyinvest/KBB*), r.o. 1.3. En ook de passage uit het biedingsbericht van Tele2 in verband met het openbaar bod op de aandelen in Versatel zoals weergegeven in HR 14 september 2007, «JOR» 2007/237, m.nt. Assink (*Versatel*), r.o. 1.8.

Juridische fusie als middel om minderheidsaandeelhouders uit te stoten

Niet zelden resteren er na een 'succesvol' openbaar bod nog een of meer minderheidsaandeelhouders van de doelwitvennootschap. Zolang zij aandeelhouder zijn, kan er geen volledige financiële en juridische integratie van de doelwitvennootschap in het concern van de bieder plaatsvinden.³ Dit is voor de bieder vaak reden om na voltooiing van het openbaar bod uitstoting van de (resterende) minderheidsaandeelhouder(s) na te streven.⁴ Veelal vindt de geschillenregeling geen toepassing en wordt de voor de wettelijke uitkoopregeling vereiste 95% van de aandelen in de doelwitvennootschap niet behaald.⁵ In dergelijke gevallen is een juridische (driehoeks)fusie in feite de enige weg om uitstoting te bereiken. Maar ook in een situatie waarbij wel meer dan 95% van de aandelen wordt verkregen (en de wettelijke uitkoopregeling dus in beginsel uitkomst kan bieden), wordt ter besparing van tijd en kosten soms voor de juridische fusie gekozen,⁶ zoals in de hierna te bespreken Shell-zaak. In dit kader is het recente arrest van de Hoge Raad inzake Versatel van belang. Daaruit volgt dat de juridische fusie – onder omstandigheden – mag worden gebruikt om 'achterblijvende' minderheidsaandeelhouders eerst aandeelhouder te maken op holdingniveau met als (bij)gevolg dat hun belang tot onder de 5%-grens verwaartert, om hen vervolgens (op het niveau van de holding) op

grond van de wettelijke uitkoopregeling uit te stoten.⁷ Echter, een besluit tot fusie dat er enkel en alleen op is gericht om minderheidsaandeelhouders uit te stoten, kan in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW, aldus de Hoge Raad. In het geval van Versatel was van een dergelijk besluit echter geen sprake, omdat:

“[...] met de driehoeksfusie mede kan worden voorkomen dat – hetgeen onwenselijk wordt geacht – binnen het Tele2-concern op het niveau van een werkmaatschappij minderheidsaandeelhouders blijven bestaan en dat deze fusie ook om diverse fiscale redenen noodzakelijk is.”⁸

‘Aandelen voor aandelen’: uitzonderingen en mogelijk misbruik

Uit art. 2:311 lid 2 BW blijkt dat het beoogde gevolg van de juridische fusie is dat de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap(en) aandeelhouder worden in de verkrijgende vennootschap (‘aandelen voor aandelen’).⁹ Het aantal aandelen dat de verkrijgende vennootschap toekent aan de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap is afhankelijk van de zogeheten ruilverhouding. Deze wordt bepaald door (i) de verhouding tussen de waarde van de verkrijgende vennootschap en die van de verdwijnende vennootschap, en (ii) de verhouding van de nominale waarden (coupures) van de aandelen in de beide vennootschappen.

Op het principe ‘aandelen voor aandelen’ bestaan twee belangrijke uitzonderingen:¹⁰

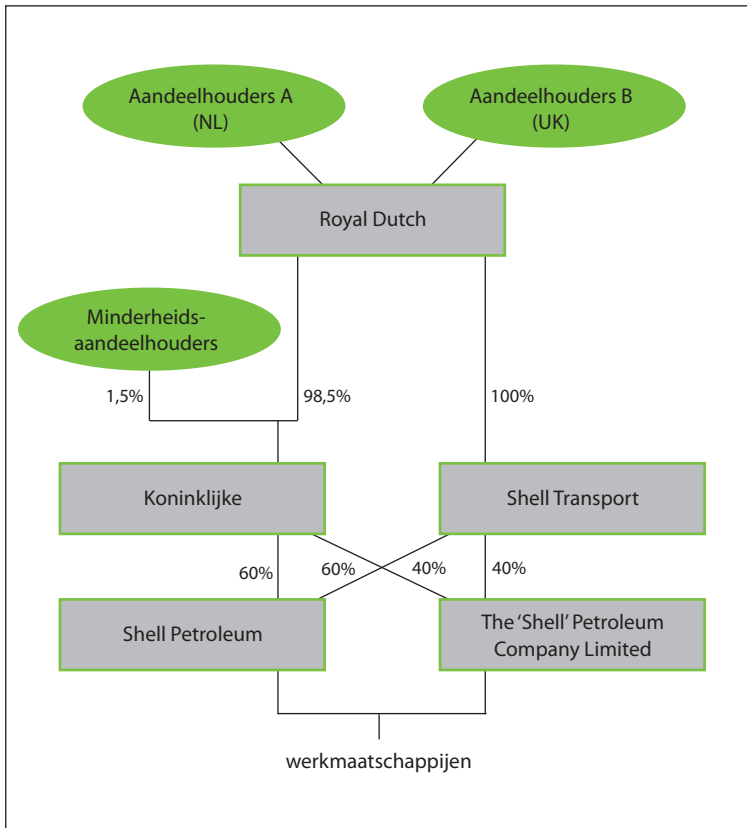
1. Uit art. 2:325 lid 2 BW blijkt dat het mogelijk is dat de verkrijgende vennootschap een aandeelhouder van de verdwijnende vennootschap *naast* een of meer aandelen in de verkrijgende vennootschap een bedrag in geld of schuldvorderingen¹¹ toekent (een ‘uitzondering 1-situatie’). Hierdoor is het mogelijk om tot een nauwkeurige afronding van de ruilverhouding te komen.¹² De toekenning in geld naast aandelen is echter gelimiteerd tot maximaal 10% van het nominale bedrag van alle toegekende aandelen. Deze limiet moet voorkomen dat de juridische fusie haar karakter ‘aandelen voor aandelen’ verliest.
2. Uit art. 2:311 lid 2 BW blijkt dat het verder mogelijk is dat de verkrijgende vennootschap een aandeelhouder van de verdwijnende vennootschap helemaal *geen* aandelen in de verkrijgende vennootschap toekent, maar *slechts* een bedrag in geld (een ‘uitzondering 2-situatie’).¹³ Ook hier geldt de 10%-limiet van art. 2:325 lid 2 BW.

Pseudo-uitkoop en mogelijk misbruik

Van een uitzondering 2-situatie (geen aandelen, slechts geld) zal slechts sprake zijn indien een aandeelhouder van de verdwijnende vennootschap niet voldoende aandelen heeft om op grond van de ruilverhouding aanspraak te maken op één aandeel in de verkrijgende vennootschap. Dit

is bijvoorbeeld het geval indien een aandeelhouder slechts drie aandelen heeft, terwijl de ruilverhouding op 4:1 is gesteld. Dan rest niets anders dan (uitsluitend) een betaling in geld. Daarmee wordt de betreffende (minderheids)aandeelhouder dus in feite uitgekocht.¹⁴ Men spreekt daarom in dergelijke gevallen ook van ‘pseudo-uitkoop’. Het oorspronkelijke wetsontwerp voorzag niet in deze mogelijkheid. Iedere aandeelhouder in de verdwijnende vennootschap zou aandeelhouder in de verkrijgende aandeelhouder moeten worden.¹⁵ Dit uitgangspunt werd echter later verlaten.¹⁶ Het resultaat is dat de ‘10%-bijbetaling’ thans kan worden aangewend om kleine aandeelhouders bij de fusie uit te kopen. Het is een praktisch middel om ‘oneffenheden’ (lees: achtergebleven minderheidsaandeelhouders) uit het fusieproces weg te nemen.¹⁷ Misbruik lonkt echter doordat door aanpassing van de nominale waarde van de aandelen in de verkrijgende vennootschap de ruilverhouding dusdanig kan worden opgedreven dat geen of slechts bepaalde minderheidsaandeelhouders aanspraak kunnen maken op een aandeel in de verkrijgende vennootschap.¹⁸

- 7 HR 14 september 2007, «JOR» 2007/237, m.nt. Assink (*Versatel*). Na het openbaar bod van Tele2 was nog meer dan 5% van de aandelen in Versatel in handen van minderheidsaandeelhouders. Tele2 wilde door middel van een juridische (driehoeks)fusie het minderheidsbelang tot onder de 5%-grens doen verminderen. Na de fusie zouden de minderheidsaandeelhouders niet langer aandeelhouder van Versatel zijn, maar van de (grotere) moedervennootschap Tele2 Finance. Door die verwatering zou (op het niveau van Tele2 Finance) de wettelijke uitkoopregeling binnen bereik komen. Voor een verdere uiteenzetting van de Versatel-casus wordt gemakshalve verwezen naar onze bijdrage in *TOP* van december 2007, p. 337 e.v.
- 8 HR 14 september 2007, «JOR» 2007/237, m.nt. Assink (*Versatel*), r.o. 4.3.
- 9 Gebaseerd op art. 19 lid 1 sub b Derde Richtlijn (78/855/EEG van de Raad van 9 oktober 1978).
- 10 Art. 2:311 lid 2 BW noemt verder nog art. 2:310 lid 4, 333 en 334 BW als uitzonderingsgevallen op het ‘aandelen voor aandelen’-principe. Deze uitzonderingen vallen echter buiten het bestek van deze bijdrage.
- 11 Hierna gemakshalve gezamenlijk genoemd ‘in geld’.
- 12 Zie onder meer NvW, *Kamerstukken II* 1980/81, 16 453, nr. 11, p. 8; en P.J. Dortmond, *Enige beschouwingen rondom aandelen. Storting, blokkering, verkrijging bij juridische fusie* (diss. K.U. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989, p. 134.
- 13 In overeenstemming met de Derde Richtlijn 78/855/EEG van de Raad van 9 oktober 1978.
- 14 Zie ook Maeijer in Asser 2-III, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 509.
- 15 Het maximum van 10% bijbetaling was daarom gekoppeld aan de nominale waarde van de aandelen die aan de betreffende aandeelhouder worden toegekend. De minister: “*Inderdaad is het de bedoeling dat de bijbetaling niet meer mag belopen dan 10% van de nominale waarde van de aandelen die worden toegekend aan de aandeelhouder die bijbetaling krijgt. [...] Het is niet de bedoeling dat een fusie wordt gebruikt om kleinere aandeelhouders uit te stoten.*” (MvA, *Kamerstukken II* 1980/81, 16 453, nr. 6, p. 6.)
- 16 De minister: “*Bij nader inzien moet worden aangenomen dat de richtlijn geen beletsel vormt voor zulk een afronding en evenmin voor een ruilverhouding waarbij enkele aandeelhouders slechts een betaling krijgen [...]*” (NvW, *Kamerstukken II* 1980/81, 16 453, nr. 11, p. 8). Zie in dit verband verder Dortmond, ‘Vennootschappen, aandeelhouders en aandelen die bij de juridische fusie verdwijnen’, *TVVS* 1983 nr. 83/1, p. 1-6.
- 17 Vgl. MvT Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en van enige andere wetten in verband met de regeling van de splitsing van rechtspersonen, *Kamerstukken II* 1995/96, 24 702, nr. 3, p. 21.
- 18 Bijvoorbeeld – in extremis – indien de nominale waarde van de aandelen in de verkrijgende vennootschap € 10 miljoen bedraagt, terwijl de nominale waarde van de aandelen in de verdwijnende vennootschap € 10,= bedraagt, hetgeen resulteert in een ruilverhouding 1:1.000.000. Dit betekent dat een aandeelhouder in de verdwijnende vennootschap over ten minste 1 miljoen aandelen moet beschikken om aanspraak op één aandeel in de verkrijgende vennootschap te kunnen maken.



Figuur: De situatie na het openbaar (ruil)bod van Royal Dutch

In de literatuur is al betoogd dat een dergelijke opzet onder omstandigheden in strijd kan zijn met redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.¹⁹ Jurisprudentie ontbrak echter nog, tot de Shell-uitspraak. Voor een goed begrip van die uitspraak volgt nu eerst een beknopte samenvatting van de Shell-unificatie.

De Shell-unificatie

Aan de top van de Shell-groep stonden traditioneel twee vennootschappen, het in Nederland genoteerde NV Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij ('de Koninklijke') en het in Engeland genoteerde The 'Shell' Transport and Trading Company Plc. ('Shell Transport'). In oktober 2004 maakte Shell haar voorstel tot 'unificatie' bekend.²⁰ De unificatie bestond uit het oprichten van een gezamenlijke, in Engeland gevestigde en genoteerde, houdstermaatschappij genaamd Royal Dutch Shell Plc. ('Royal Dutch') die alle aandelen in de Koninklijke en Shell Transport zou moeten verkrijgen. Ten aanzien van Shell Transport werd dit gerealiseerd met behulp van een Engelsrechtelijk 'Scheme of Arrangement'²¹ dat kort gezegd inhield dat de aandeelhouders in Shell Transport hun aandelen zouden verliezen in ruil voor aandelen B in Royal Dutch (genoteerd aan de beurs in Engeland). De verkrijging van de aandelen in de Koninklijke vond plaats door middel van een openbaar (ruil)bod (aandelen A in Royal Dutch – genoteerd aan de beurs in Nederland – in ruil voor aandelen in de Koninklijke). Royal Dutch verkreeg hierdoor ongeveer 98,5% van de aandelen in de Koninklijke.²² Vereenvoudigd weergegeven zag de situatie er nadien als volgt uit (zie de figuur hiernaast).

In het biedingsbericht met betrekking tot het openbaar (ruil)bod van Royal Dutch was nog in het midden gelaten langs welke weg Royal Dutch uiteindelijk 100% van de aandelen in de Koninklijke zou verkrijgen.²³ Nadat het openbaar bod was afgerond, heeft Shell bekendgemaakt dat de nog resterende minderheidsaandeelhouders (tezamen ongeveer 1,5%)²⁴ door middel van een juridische fusie zouden worden uitgestoten.²⁵ Het betrof een zogenoemde dochter-moederfusie tussen de Koninklijke als verdwijnende vennootschap en haar dochter Shell Petroleum NV ('Shell Petroleum') als verkrijgende vennootschap.²⁶ Voor de fusie is eerst het maatschappelijke kapitaal van Shell Petroleum zodanig gewijzigd dat het slechts nog uit 36 aandelen bestond met een nominale waarde variërend tussen de € 100.000 en € 100 miljoen. Hierdoor ontstond er een dusdanige ruilverhouding dat geen van de minderheidsaandeelhouders aanspraak kon maken op een of meer aandelen in Shell Petroleum, maar slechts op een (door Shell vastgesteld) bedrag in contanten of 'loan notes'.²⁷ De minderheidsaandeelhouders werden aldus langs de weg van een pseudo-uitkoop uitgestoten (want feitelijk uitgekocht). Het fusievoorstel (en de bijbehorende wijziging van het aandelenkapitaal) werd op 16 december 2005 tijdens een buitengewone vergadering van aandeelhouders van de Koninklijke ('de BAVA') goedgekeurd.²⁸ Op 21 december 2005 was de fusie een feit.

De Shell-uitspraak

Op 5 december 2005, enige dagen voor de BAVA (en dus ook de fusie), hebben twee minderheidsaandeelhouders

19 Zie o.a. P.J. Dortmond, *Enige beschouwingen rondom aandelen. Storting, blokkering, verkrijging bij juridische fusie* (diss. K.U. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989, p. 136-137; D.F.M.M. Zaman, *Juridische fusie en splitsing*, serie (Re)organisatie, Fusie en Overname, Doetinchem: Reed Business Information 2004, p. 37; en A.F.J.A. Leijten, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer, p. 332.

20 Zie het persbericht van 28 oktober 2004, verkrijgbaar via www.unification.shell.com.

21 Op grond van art. 425 UK Companies Act 1985.

22 Voor een meer uitvoerige beschrijving van het unificatieproces zie o.a. Ch.E. Honée, 'Shell, van nevenschikking naar een(vormig)heid', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 652-654; Meijer, 'Over de juridische fusie na een openbaar bod', *V&O* 2005, nr. 10, p. 166-169; Ch.E. Honée, 'De Koninklijke is niet meer: lang leve de Royal Dutch!(!)', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 440-445; Honée, 'Omzeiling van uitkoop', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 518-521; en M.C.M. Brandjes en J. Vegter, 'Een koninklijke PLC Royal Dutch Shell', *NJB* 2006, 7, p. 369-375.

23 Ch.E. Honée, 'Omzeiling van uitkoop', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 518.

24 Uit r.o. 3.13 van de Shell-uitspraak blijkt dat er in totaal tussen de 4000 en 5000 aandeelhouders in de Koninklijke resteerden, verspreid over meer dan dertig landen.

25 Zie het persbericht van 25 september 2005, verkrijgbaar via www.royaldutchmerger.shell.com.

26 Zie voor een korte toelichting op het begrip dochter-moederfusie D.F.M.M. Zaman, *Juridische fusie en splitsing*, serie (Re)organisatie, Fusie en Overname, Doetinchem: Reed Business Information 2004, p. 37.

27 De 'loan notes' werden om fiscale redenen aan aandeelhouders woonachtig in het Verenigd Koninkrijk aangeboden.

28 Zie het persbericht van 16 december 2005, verkrijgbaar via www.royaldutchmerger.shell.com.

(‘de Minderheidsaandeelhouders’)²⁹ de Ondernemingskamer verzocht om een enquête bij de Koninklijke te bevelen en om een aantal voorlopige voorzieningen te treffen die – samengevat – moesten voorkomen dat op de BAVA over het fusievoorstel zou worden gestemd.³⁰ Tijdens een onderbreking van de mondelinge behandeling bij de Ondernemingskamer zijn partijen overeengekomen dat de Minderheidsaandeelhouders hun verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen intrekken en “dat de onderhavige procedure wordt voorgezet als ware het een uitkoopprocedure als bedoeld in artikel 2:92a BW”³¹ (waarover aan het einde van deze bijdrage meer). In dat kader hebben partijen de Ondernemingskamer verzocht om bij beschikking de prijs van de aandelen in de Koninklijke per 31 oktober 2005 vast te stellen.³² Daarnaast hebben partijen de Ondernemingskamer verzocht om bij beschikking te oordelen of de beoogde juridische fusie in strijd komt met respectievelijk art. 1 EVRM, Derde Richtlijn (art. 3),³³ het doel en de strekking van de wettelijke fusiebepalingen, onderscheidenlijk de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.

Ten aanzien van de eerste vraag (prijs van de aandelen) overweegt de Ondernemingskamer in algemene zin dat de waarde van een beursgenoteerd aandeel op een bepaalde peildatum kan worden gesteld op de prijs die op die datum voor dat aandeel op die beurs wordt betaald.³⁴ Dit is in lijn met de jurisprudentie in uitkoopprocedures.³⁵ De aandelen van de Koninklijke waren op 31 oktober 2005 echter niet meer aan de beurs genoteerd.³⁶ De Ondernemingskamer haakt daarom – met inachtneming van de ruilverhouding van het openbaar bod – aan bij de beurskoers van het (vervangende) aandeel Royal Dutch A aangezien die aandelen tezamen het door de Koninklijke gehouden 60%-belang in het concern vertegenwoordigen.³⁷ De prijs wordt aldus bepaald op € 52,21 per aandeel. Indien men uitgaat van een zuivere herstructurering van de top van de groep, waarbij de materiële waarde van het (dan indirect) gehouden belang in het concern gelijk is gebleven, is een dergelijke benadering in onze ogen zowel praktisch als aanvaardbaar.

Voor deze bijdrage is echter met name de tweede beoordelvingsvraag interessant, namelijk de mogelijke strijdigheid van de toegepaste pseudo-uitkoop met onder andere de Derde Richtlijn (juridische fusie) en titel 7 van Boek 2 BW (fusie en splitsing). De Ondernemingskamer trapt af met de overweging dat het uitgangspunt van art. 3 Derde Richtlijn³⁸ is dat aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap aandeelhouders worden van de verkrijgende vennootschap. De in de Derde Richtlijn genoemde betaling in contanten is aanvullend, het betreft immers een bijbetaling. Vervolgens oordeelt de Ondernemingskamer de in art. 2:311 lid 2 BW genoemde uitzondering op voornoemd uitgangspunt, te weten dat een aandeelhouder die op grond van de ruilverhouding geen recht heeft op een aandeel in de verkrijgende vennootschap, slechts een betaling in contanten krijgt (uitzondering 2-situatie):

De minderheidsaandeelhouders van de Koninklijke werden langs de weg van een pseudo-uitkoop uitgestoten.

“[...] In zoverre getuigt de regeling van Titel 7 van Boek 2 BW van realiteitszin en is het bepaalde in artikel 2:311 BW niet in strijd met de Richtlijn, maar vult het die Richtlijn in de geest ervan aan, in dier voege dat in kennelijke en onvermijdelijke uitzonderingsgevallen geen sprake is van een bijbetaling in contanten maar van een betaling in contanten.”³⁹

Een pseudo-uitkoop verdraagt zich dus met de Derde Richtlijn, zij het slechts in “kennelijke en onvermijdelijke uitzonderingsgevallen”. Bij de beoordeling of in dezen sprake is van een dergelijk uitzonderingsgeval, wijst de Ondernemingskamer onder meer op de relevante parlementaire geschiedenis:

“Het is niet de bedoeling dat een fusie wordt gebruikt om kleine aandeelhouders uit te stoten.”⁴⁰

Ook trekt de Ondernemingskamer de parallel met de juridische splitsing en citeert de parlementaire geschiedenis waarin naar de 10%-bijbetaling bij juridische fusie wordt verwezen:

“De 10%-bijbetaling is er voor afrondingen van de ruilverhouding (deze is bijvoorbeeld 2:1,1) of om een houder van een enkel aandeeltje in de verdwijnende vennootschap (de ruilverhouding is bijvoorbeeld 2:3) die op grond van de

29 Het betrof respectievelijk Trafalgar Catalyst Fund en Trafalgar Volatility Fund, rechtspersonen naar het recht van de Cayman Islands. ‘Belanghebbenden’ waren Royal Dutch en de VEB (samen met een individuele aandeelhouder).

30 Shell-uitspraak, r.o. 1.4.

31 Shell-uitspraak, r.o. 1.6 onder sub 2.

32 Dat is de datum waarop Shell het fusievoorstel bij de Kamer van Koophandel heeft gedeponeerd.

33 Van belang is lid 1 van art. 3 Derde Richtlijn (78/855/EEG van de Raad van 9 oktober 1978). Deze luidt (verkort weergegeven): “In de zin van deze richtlijn wordt onder fusie door overname verstaan de rechtshandeling waarbij het vermogen van een of meer vennootschappen, [...] als gevolg van ontbinding zonder vereffening in zijn geheel op een andere vennootschap overgaat tegen uitreiking van aandelen in de overnemende vennootschap aan de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap of vennootschappen, eventueel met een bijbetaling in geld welke niet meer mag bedragen dan 10% van de nominale waarde [...]”

34 Shell-uitspraak, r.o. 3.3 en 3.4.

35 Zie onder andere HR 11 september 1996, NJ 1997, 176 (Offerhaus/ING). “De beurskoers mag in het algemeen gezien worden als een objectieve waarderingsmethode van ter beurze genoteerde aandelen” (r.o. 4.3.1) en het vervolg daarop in EHRM 16 januari 2001, «JOR» 2001/81 (Offerhaus/ING).

36 Per 20 juli 2005, de dag waarop het openbaar bod gestand werd gedaan, zijn de aandelen Koninklijke Olie in de AEX-index vervangen door Royal Dutch Shell ‘A’ aandelen. Zie Euronext, mededeling 2005-045, verkrijgbaar via www.euronext.nl.

37 Shell-uitspraak, r.o. 3.5.

38 Zie voetnoot 33.

39 Shell-uitspraak, r.o. 3.16.

40 Shell-uitspraak, r.o. 3.18. Zie ook voetnoten 15 en 16.

ruilverhouding geen enkel aandeel kan verkrijgen, schadeloos te stellen. Zijn er te veel aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap die, gelet op de ruilverhouding, geen aandelen in de verkrijgende vennootschap kunnen verkrijgen, dan pleegt men in de praktijk de coupure van de toe te kennen aandelen in de verkrijgende vennootschap

De wijziging van het aandelenkapitaal was er mede op gericht om uit te sluiten dat de Minderheidsaandeelhouders in aanmerking zouden komen voor aandelen in Shell Petroleum.

te verlagen, waarmee de zaak is opgelost. Een percentage van bijvoorbeeld 50 maakt het mogelijk een groot aantal aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap ‘uit te kopen’. Dat lijkt mij ongewenst. Voor splitsing geldt dat evenzeer.’⁴¹

De Ondernemingskamer verbindt hieraan de volgende algemene, maar heldere conclusie. Het uitgangspunt van de juridische fusie is ‘aandelen voor aandelen’. De mogelijkheid om maximaal 10% in geld bij te betalen is door de wetgever bedoeld hetzij (i) als *bijbetaling* aan een aandeelhouder die aandelen in de verkrijgende vennootschap verkrijgt (uitzondering 1-situatie), hetzij (ii) als *schadeloosstelling* van de aandeelhouder die op grond van de ruilverhouding geen aandelen in de verkrijgende vennootschap krijgt (uitzondering 2-situatie).⁴² Maar enkele schadeloosstelling (uitzondering 2-situatie) is niet altijd geoorloofd. De wetgever heeft bedoeld het ‘uitsluitend betalen in contanten’ te beperken tot aandeelhouders die door het houden van *een zeer beperkt aantal aandelen* niet in aanmerking komen voor een aandeel in de verkrijgende vennootschap. Daarbij is de wetgever niet uitgegaan van de situatie waarbij de aandelen in de verdwijnende vennootschap een “*astronomisch hoog nominaal bedrag en daarbij behorende waarde*” hebben. In dergelijke gevallen dient de coupure (nominale waarde) van de toe te kennen aandelen te worden verlaagd. In dit geval was de wijziging van het aandelenkapitaal van Shell Petroleum er mede op gericht om uit te sluiten dat de Minderheidsaandeelhouders in aanmerking zouden komen voor aandelen in Shell Petroleum, aldus – samengevat – de Ondernemingskamer.⁴³

Daarbij moet volgens de Ondernemingskamer in aanmerking worden genomen dat een betaling uitsluitend in geld (in het kader van een juridische fusie) niet is omgeven met waarborgen die de minderheidsaandeelhouders beschermen, waaronder met name de vaststelling van de prijs door een onafhankelijke rechter.⁴⁴ Weliswaar omvat de beoordeling van de ruilverhouding door een of meer deskundigen ook de “*betalingen waarop zij [de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschappen; SB/SvT] krachtens de ruilverhouding recht hebben*” (art. 2:328 lid 1 BW), maar daarmee doelt de wetgever op bijbetalingen die op grond van de ruilverhouding noodzakelijk zijn ter afronding.⁴⁵ In het onderhavige geval – waarbij alleen de meerderheidsaandeelhouder in aanmerking komt voor aandelen in de verkrijgende vennootschap – worden de minderheidsaandeelhouders door het ontbreken van een dergelijke waarborg onevenredig benadeeld. Daardoor is de juridische fusie in beginsel geen alternatief voor de wettelijke uitkoopregeling.⁴⁶

De redenering van de Ondernemingskamer lijkt te zijn dat de deskundige (accountant) in zijn beoordeling van de ruilverhouding op voet van art. 2:328 lid 1 BW weliswaar (ook) de betaling in contanten moet betrekken, maar dat dat ziet op *bijbetalingen* gedaan in het kader van de afronding, en niet op *betalingen* (schadeloosstellingen) uitsluitend in contanten ter uitkoop, zoals in het onderhavige geval. Dergelijke betalingen (uitsluitend in contanten) zijn daardoor niet met voldoende waarborgen omkleed.⁴⁷ Zonder zulke waarborgen kan de juridische fusie in beginsel geen alternatief voor de wettelijke uitkoopregeling vormen. Als mogelijke waarborgen noemt de Ondernemingskamer “[...] met name de vaststelling door een onafhankelijke rechter van de voor de aandelen te betalen prijs”.⁴⁸ Volgens de Ondernemingskamer is de rechter dus de aangewezen persoon om in dergelijke gevallen de prijs van de aandelen vast te stellen. Op welke uitzonderingen de tussenvoeging ‘in beginsel’ duidt is niet geheel duidelijk. Bedoelt de Ondernemingskamer hiermee dat minderheidsaandeelhouders toch met een juridische fusie met betaling uitsluitend in contanten kunnen worden uitgestoten, mits de rechter maar de prijs van de aandelen bepaalt? Wij zien niet in hoe een rechterlijke prijsbepaling in een fusieproces kan worden ingepast. En dus ligt het voor de hand dat de Ondernemingskamer met de woorden ‘in beginsel’ een uitzondering heeft willen openlaten voor situaties waarin door de juridische fusie – als *bijkomstigheid*⁴⁹ – minderheidsaandeelhouders worden uitgestoten (uitgekocht) die in redelijkheid niet voldoende aandelen hebben om krachtens de ruilverhouding voor een aandeel in de verkrijgende vennootschap in aanmerking te komen. Zoals gezegd is in een dergelijk geval een betaling uitsluitend in contanten (de pseudo-uitkoop) geoorloofd.

We keren terug naar de zaak. De Ondernemingskamer concludeert dat in casu oneigenlijk gebruik is gemaakt van de juridische fusie door alle minderheidsaandeelhouders uit

41 Shell-uitspraak, r.o. 3.19. Zie ook Nota naar aanleiding van het verslag, Wijziging van het Burgerlijk Wetboek en van enige andere wetten in verband met de regeling van de splitsing van rechtspersonen, *Kamerstukken II 1996/97*, 24 702, nr. 6, p. 12.

42 Shell-uitspraak, r.o. 3.21.

43 Shell-uitspraak, r.o. 3.22 en 3.23.

44 Shell-uitspraak, r.o. 3.24.

45 Shell-uitspraak, r.o. 3.24.

46 Shell-uitspraak, r.o. 3.25.

47 De deskundigenverklaring omtrent de ruilverhouding volstaat immers niet. Ook een *fairness opinion* van een bank is geen alternatief, aldus r.o. 3.26 van de Shell-uitspraak.

48 Shell-uitspraak, r.o. 3.25.

49 Shell-uitspraak, r.o. 3.25.

te stoten tegen betaling van een bedrag in geld, terwijl de regeling van de juridische fusie daarin niet voorziet (wij nemen aan dat de Ondernemingskamer bedoelt: in een dergelijke situatie, namelijk waarin de ruilverhouding bewust wordt opgedreven). Het ontbreken van een rechterlijke toets vormt een zodanige inbreuk op de belangen van de minderheidsaandeelhouders dat de fusie in strijd is met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.⁵⁰

Conclusie

Uit het Versatel-arrest bleek al dat de juridische fusie onder omstandigheden mag worden gebruikt om aandeelhouders te verwateren om hen aansluitend op grond van de wettelijke uitkoopregeling uit te kopen.⁵¹ Uit de Shell-uitspraak volgt nog een aantal aanvullende regels voor het gebruik van de juridische fusie als uitstootmiddel:

1. Het uitgangspunt bij de juridische fusie is steeds ‘aandelen voor aandelen’.⁵²
2. De mogelijkheid om maximaal 10% in contanten bij te betalen is bedoeld voor:
 - i. op grond van de ruilverhouding noodzakelijke afrondingen (uitzondering 1-situatie); en/of
 - ii. – als bijkomstigheid – het schadeloosstellen van aandeelhouders die door het houden van een zeer beperkt aantal aandelen op grond van de ruilverhouding in redelijkheid geen aanspraak op aandelen in de verkrijgende vennootschap maken (uitzondering 2-situatie).⁵³
3. De juridische fusie is in beginsel geen alternatief voor de wettelijke uitkoopregeling.⁵⁴ Uitstoot van minderheidsaandeelhouders door middel van een juridische fusie met een betaling uitsluitend in geld (pseudo-uitkoop) is slechts geoorloofd indien het een bijkomstigheid betreft.⁵⁵ Is dit niet het geval, dan wordt in strijd gehandeld met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.⁵⁶ Indien er veel aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap zijn die gelet op de ruilverhouding geen aandelen in de verkrijgende vennootschap kunnen krijgen, dan dient de coupure van verkrijgende vennootschap te worden verlaagd.⁵⁷

Procesrechtelijke kanttekening

Ten slotte nog een procesrechtelijke kanttekening. De Shell-procedure is aanvankelijk ingeleid en ter zitting behandeld als een enquêteverzoek.⁵⁸ Tijdens een schorsing van de mondelinge behandeling zijn partijen echter overeengekomen “dat de onderhavige procedure wordt voorgezet als ware het een uitkoopprocedure als bedoeld in artikel 2:92a BW”.⁵⁹ Mogelijk heeft de Ondernemingskamer dit verzoek met het oog op ‘wisselartikel’ 69 Rv (voortzetting van een met een verzoekschrift ingeleide procedure als een dagvaardingsprocedure) gehonoreerd. Wellicht omdat partijen het erover eens waren dat het niet langer een enquêteprocedure betrof maar een uitkoopprocedure en die procedure dus verkeerd was ingeleid (namelijk met een verzoekschrift in plaats van een dagvaarding).⁶⁰ Ook is de Ondernemingska-

mer in beide procedures in eerste aanleg exclusief bevoegd en staat in beide gevallen uitsluitend beroep in cassatie open.⁶¹ Echter, een vordering op grond van de uitkoop-

De juridische fusie is in beginsel geen alternatief voor de wettelijke uitkoopregeling.

procedure komt slechts toe aan een aandeelhouder die ten minste 95% van de aandelen heeft en dient gericht te zijn tegen *alle* andere aandeelhouders (art. 2:92a lid 1 BW). In dit geval was Royal Dutch (die in de uitspraak slechts als ‘belanghebbende’ wordt genoemd) dus als enige gerechtigd om de vordering tot uitkoop in te stellen, en wel middels dagvaarding tegen alle minderheidsaandeelhouders (naar schatting 4000 tot 5000, verspreid over meer dan dertig landen).

De Minderheidsaandeelhouders (die de procedure hebben ingeleid) kwam die vordering dus niet toe, zodat een ‘wissel’ naar een uitkoopprocedure op grond van art. 69 Rv uitgesloten is. Van voortzetting van de procedure als een daadwerkelijke uitkoopprocedure kan dus geen sprake zijn geweest. De uitspraak bindt de overige minderheidsaandeelhouders dan ook niet. Welke aard had de procedure dan wel? Partijen hadden de Ondernemingskamer verzocht om:

“[...] de prijs van de door de minderheidsaandeelhouders gehouden aandelen in de Koninklijke (en daarmee de fusievergoeding) bij beschikking vast te stellen en wel per 31 oktober 2005 en overigens op de wijze zoals is voorzien in en met inachtneming van het bepaalde, waaronder het bepaalde inzake wettelijke rente en uitkeringen op aandelen, in de wettelijke regeling inzake de uitkoop van minderheidsaandeelhouders zoals neergelegd in artikel 2:92a BW [...]”.

De bedoeling was dus kennelijk dat de Ondernemingskamer een beschikking zou geven waarin zij de prijs van de door de Minderheidsaandeelhouders gehouden aandelen zou bepalen in overeenstemming met de voorschriften van

50 Shell-uitspraak, r.o. 3.27.

51 HR 14 september 2007, «JOR» 2007/237, m.nt. Assink (Versatel).

52 Shell-uitspraak, r.o. 3.15 en 3.21.

53 Shell-uitspraak, r.o. 3.21 en 3.22.

54 Shell-uitspraak, r.o. 3.25.

55 Shell-uitspraak, r.o. 3.22. en 3.25.

56 Shell-uitspraak, r.o. 3.27.

57 Shell-uitspraak, r.o. 3.22.

58 Shell-uitspraak, r.o. 1.1-1.4.

59 Shell-uitspraak, r.o. 1.6 onder sub 2.

60 Zie voor een nadere toelichting op het ‘wisselartikel’ 69 Rv o.a. MvT op Herziening van het procesrecht voor burgerlijke zaken, in het bijzonder de wijze van procederen in eerste aanleg, *Kamerstukken II* 1999/00, 26 855, p. 78-80, en S.W. Kuip, ‘Foutieve keuze voor processtuk: herstel is mogelijk. Over doel, strekking en werking van de wisselbepaling van artikel 69 Rv, *Praktisch procederen* 2002/5, p. 125-129.

61 Art. 2:92a lid 2, 2:345 lid 1 en 2:359 BW.

art. 2:92a BW.⁶² De Ondernemingskamer is niet op alle punten in deze bedoeling meegegaan. Zo betreft het een ‘uitspraak’ in plaats van de verzochte beschikking.⁶³ Daarnaast lijkt de rentebepaling in het dictum niet op de casus aan te sluiten:

De Shell-uitspraak is al met al een vreemde eend in de bijt.

“[...] dat die prijs, zolang en voorzover deze niet is betaald, wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf 31 oktober 2005 tot aan de datum van overdracht of de dag van consignatie van het bedrag van de prijs met rente overeenkomstig artikel 2:92a lid 8 BW” [vet SB/SvT].

Ten tijde van de uitspraak van de Ondernemingskamer bestonden de bewuste aandelen echter niet meer omdat de

Koninklijke door de juridische fusie met Shell Petroleum (van 21 december 2005) is ‘verdwenen’. Van de door art. 2:92a BW voorgeschreven veroordeling tot overdracht (lid 6) of consignatie (lid 8) kan dus geen sprake zijn.

Daarnaast is het de vraag welke betekenis (in een procedure “*als ware het een uitkoopprocedure*”) moet worden toegekend aan het gedeelte van het dictum dat ziet op de beoordeling van de juridische fusie. De uitkoopprocedure biedt in ieder geval geen grondslag voor een dergelijke uitspraak. De enquêteprocedure eventueel wel, maar die is “*voortgezet als ware het een uitkoopprocedure*” en daarmee afgesloten. Bovendien is het de vraag wat de toegevoegde waarde van een oordeel over de fusie was nu partijen tot een minnelijke regeling waren gekomen.⁶⁴ Staat de regel ‘geen belang geen actie’ (art. 3:303 BW) niet aan een dergelijk oordeel in de weg? De Shell-uitspraak is al met al een vreemde eend in de bijt. Het is het resultaat van een verzoek tot maatwerk dat nog het meeste lijkt op prorogatie in de zin van art. 96 Rv. Dat artikel biedt partijen de mogelijkheid om in onderling overleg bepaalde geschillen ter beslechting aan de kantonrechter voor te leggen. De wet kent een dergelijke regeling echter niet voor de Ondernemingskamer.⁶⁵ Niettemin heeft de Ondernemingskamer – in haar rol van efficiënte dienstmaagd⁶⁶ – voor deze aanpak gekozen en zich kennelijk naar de (proces)wensen van partijen willen plooiën, daarbij wellicht mede in overweging nemende dat partijen als onderdeel van de minnelijke regeling een cassatieberoep expliciet hebben uitgesloten.⁶⁷ Dit laat echter onverlet de bevoegdheid van de procureur-generaal om – zo nodig – beroep in cassatie in het belang der wet in te stellen (art. 78 Wet RO⁶⁸) ...

Over de auteurs

Mr. Sidney J.H.M. Berendsen en mr. Stein C.M. van Thiel zijn beiden als advocaat werkzaam in de praktijkgroep Corporate Litigation bij Loyens & Loeff N.V.

62 Het is ons niet geheel duidelijk of partijen de Ondernemingskamer toepassing van alle voorschriften van art. 2:92a BW hebben gevraagd, of slechts toepassing van die voorschriften die zien op de prijsbepaling. Indien van het eerste sprake is, lijkt de Ondernemingskamer onterecht geen aandacht te hebben besteed aan (i) de vraag of de Minderheidsaandeelhouders door de overdracht ‘ondanks de vergoeding ernstige stoffelijke schade’ lijden (art. 2:92a lid 4 BW), en (ii) de kostenveroordeling (art. 2:92a lid 7 BW).

63 Zie ook de zeer lezenswaardige noot van P.J. van der Korst bij de Shell-uitspraak gepubliceerd in «JOR», 2008/36.

64 Ook kon het fusiebesluit ten tijde van de uitspraak niet meer worden aangetast (art. 2:323 lid 3 BW).

65 Zie ook Van der Korst onder 5 in zijn noot in «JOR», 2008/36.

66 Zie J.H.M. Willems, ‘De enquêteprocedure: een efficiënte dienstmaagd’, in: *Conflicten rondom de rechtspersoon*, serie *Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 62, Deventer: Kluwer 2000.

67 Shell-uitspraak, r.o. 1.6 onder sub 8.

68 Aangenomen dat de uitspraak kwalificeert als een handeling, arrest, vonnis of beschikking als bedoeld in dat artikel.