

Een zero exchange ratio bij juridische splitsing en fusie?

Enige beschouwingen rondom toekenning van aandelen



Mr. J.D.M. Schoonbrood*



Mr. G. Ruardij**

Inleiding

(1) U hebt het vast ook wel eens meegemaakt. Een voor u als jurist duidelijke regeling wordt opeens door andere juristen – pour besoin de la cause – anders geïnterpreteerd en op andere wijze toegepast. Juridische spitsvondigheden van andere personen brengen u ertoe dat u geneigd bent uw interpretatie van de regeling te herzien. Nu is natuurlijk niets zeker in ons leven maar op sommige zekerheden wilt u zich kunnen blijven baseren, ook al weet u dat het uiteindelijke resultaat wellicht ook op een andere wijze kan worden bereikt.

(2) Dit klinkt allemaal wellicht wat cryptisch maar zo is het ons ook vergaan na het lezen van een artikel van Van Boxel in het WPNR¹ over een specifieke fusie (te weten de “omgekeerde rolluikfusie”) waarbij door de verkrijgende vennootschap geen aandelen worden toegekend omdat in het fusievoorstel de ruilverhouding op nul is gesteld (een “nulverhouding” ofwel “zero exchange ratio”). Het voorstel om de ruilverhouding op nul te stellen wordt ingegeven door de wens om bij een omgekeerde rolluikfusie binnen concern te bereiken dat de downstreamfusie tussen verschillende gestapelde vennootschappen in één keer kan worden bewerkstelligd zonder aan aandeelhouders van de verdwijnende vennootschappen bij verschillende fusies aandelen toe te kennen (red: behalve aan de aandeelhouders van de verdwijnende topvennootschap).

(3) De variant van de nulverhouding wordt bij een dergelijke omgekeerde rolluikfusie aangekaart omdat wordt getwijfeld over de vraag of art. 2:325 lid 4 BW gebruikt kan worden. Gezocht wordt naar mogelijkheden om door de wet voorgeschreven formaliteiten te verenigen met het niet toekennen van aandelen. Eerst art. 2:325 BW. In lid 4 van dat artikel staat dat de aandelen in het kapitaal van de verdwijnende vennootschappen die worden gehouden door of voor rekening van de fusierende vennootschappen komen te vervallen. Aan de houder van die vervallen aandelen zouden dan geen aandelen hoeven te worden toegekend. Wij sluiten ons hier aan bij de opvatting van Van Olfen² die in de context van de Derde Richtlijn en in samenhang met de artt. 2:333 en 311 lid 2 BW buiten de gevallen van een vereenvoudigde fusie zonder ruilverhouding geen mogelijkheid ziet om bij een omgekeerde rolluikfusie geen aandelen toe te kennen.³

(4) In dit artikel gaan wij niet verder in op art. 2:325 lid 4 BW maar meer specifiek op de vraag of aandeelhouders de ruilverhouding op nul mogen stellen bij een

* Notaris te Amsterdam.

** Advocaat te Amsterdam.

1. WPNR 2006/6674, p. 544 e.v.

2. WPNR 2006/6667, p. 402-404 en WPNR 2006/6674, p. 550.

3. Hetzelfde geldt volgens ons voor de hiermee corresponderende bepalingen in de splitsingswetgeving: artt. 2:334e lid 2 en 334x lid 4 BW.

juridische fusie, afsplitsing en zuivere splitsing. Wij gaan niet in op het onderscheid tussen NV en BV en wij gaan ook niet in op oprichtingen bij fusies en splitsingen, omdat alsdan per definitie aandelen worden toegekend. Hoewel de Derde Richtlijn (inzake nationale fusies) en de Zesde Richtlijn (inzake nationale zuivere splitsingen)⁴ alleen regels geven voor de NV, houden wij het er op dat de regeling voor de NV en de BV op dit punt op dezelfde wijze dient te worden uitgelegd⁵; de Nederlandse wetgever heeft immers bewust de regeling voor de BV doen spiegelen aan de voor een NV voorgeschreven regeling uit de richtlijnen. Overigens geldt de “Tiende” Richtlijn (inzake grensoverschrijdende fusies) uitdrukkelijk zowel voor de NV als voor de BV.⁶

(5) Bij een nulverhouding heeft een aandeelhouder van de verdwijnende vennootschap geen recht op een enkel aandeel. Art. 2:311 BW noemt dat volgens Van Boxel als uitzonderingsgrond voor de toekenning van aandelen. Van Boxel past dus wel de artt. 2:326-328 BW toe (geen vereenvoudigde fusie) maar door de ruilverhouding op nul te zetten wordt in feite een vereenvoudigde fusie zonder toekenning van aandelen gecreëerd. Kennelijk is hij van mening dat het hanteren van een nulverhouding niet conflicteert met de formaliteiten van titel 7 boek 2 BW. De accountant kan immers verklaren dat de ruilverhouding *niet* redelijk is, waarna de fusie toch doorgang kan vinden. Nu het aantal uit te geven aandelen nul bedraagt, is het gestorte bedrag op die aandelen niet meer relevant. De accountant zou zich dus niet meer hoeven te bekreunen om een verklaring dat de som van de eigen vermogens van de verdwijnende vennootschappen ten minste overeenkwam met het nominaal gestorte bedrag op de bij de fusie toegekende aandelen (art. 2:328 lid 1 BW). Het vereiste accountantsverslag omtrent de methoden van ruilverhouding zou ook niet veel meer voorstellen. De toekenning van aandelen bij een dergelijke rolluikfusie en – zo lezen wij – ook de toekenning van aandelen bij een zuivere aandeelhouderssplitsing of bepaalde vorm van afsplitsing zou materieel geen doel (hoeven te) dienen. In een reactie op het artikel van Van Boxel schiet Van Olffen⁷ hem – zij het voorzichtig – te hulp en stelt dat als aandeelhouders bereid zijn om op de basis van een nulverhouding een fusie door te voeren en er bovendien geen sprake is van een onredelijke benadeling van belanghebbenden, een dergelijke fusie zonder toekenning van aandelen mogelijk lijkt.

(6) De opmerking dat een regeling in een concrete situatie materieel geen doel dient, kan volgens ons vaker worden gemaakt bij een strikt formele regeling maar dient juist bij een strikt formele regeling geen doel. Wordt in dit geval niet al te lichtvaardig aan het beginsel voorbij gegaan dat zonder expliciete wettelijke (uitzonderings)regeling in ieder geval een of meer aandelen moeten worden toegekend? Hebben aandeelhouders de mogelijkheid om een

overgang onder algemene titel te bewerkstelligen door de ruilverhouding op nul te zetten? Als er sprake is van een zekere starheid in de formele regels is de wetgever in beginsel de aangewezen instantie om daar iets aan te doen.

Juridische fusie en juridische splitsing: omschrijving in richtlijnen en wet

De richtlijnen

(7) In art. 3 van de Derde Richtlijn wordt onder fusie door overname verstaan “de rechtshandeling, waarbij het vermogen van een of meer vennootschappen, zowel rechten als verplichtingen, 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(en), eventueel⁸ met een bijbetaling in geld welke niet meer mag bedragen dan 10% van de nominale waarde”. De omschrijving voor een juridische fusie door oprichting is nagenoeg gelijklopend opgenomen in art. 4 van die richtlijn. In de toelichting bij art. 7 van een eerder ontwerp van de richtlijn lezen we “Het behoort tot het wezen van de fusie, dat de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap aandelen van de overnemende vennootschap ontvangen”. De Commissie Vennootschapsrecht benadrukte destijds dat de definitie van het begrip fusie in de richtlijn vrij eng is omschreven. Volgens die commissie valt niet onder die definitie de figuur waarbij de samensmelting van de vennootschappen aldus plaatsvindt dat de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap *in het geheel geen aandelen*, doch slechts contanten of andere vermogenswaarden ontvangen. Die commissie was destijds wel van oordeel dat er behoefte zou kunnen bestaan aan een dergelijke figuur doch dat die thans in ieder geval niet

4. De Zesde Richtlijn geldt wel als het gehele vermogen overgaat zonder dat de splitsende vennootschap ophoudt te bestaan (de “hybride” splitsing).
5. De Minister gaf als verklaring dat gelijkheid tussen NV's en BV's voor de juridische fusie het uitgangspunt dient te zijn; zie nader: G. van Solinge, *Grensoverschrijdende juridische fusie*, deel 44, Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut 1994, p. 49.
6. De Derde Richtlijn nr. 78/855/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 9 oktober 1978 betreffende fusies van naamloze vennootschappen (*PbEG* 1978, L 295/36) en Zesde Richtlijn nr. 82/891/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 17 december 1982 betreffende splitsing van naamloze vennootschappen (*PbEG* 1982, L 378, 47) en de helaas nog te implementeren “Tiende” Richtlijn 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (*PbEU* 2005, L 310) (uiterlijke implementatiedatum 15 december 2007). Zie voor de voortgang van die implementatie wetsvoorstel 30 929 en laatstelijk de nota naar aanleiding van het verslag van 8 mei 2007, *Kamerstukken II* 2006/07, 30 929, nr. 7.
7. WPNR 2006/6674, p. 550.
8. Alleen bij de bijbetaling staat “eventueel” omdat dat niet bij alle fusies het geval is. Wij merken op dat bij de toekenning van aandelen niet “eventuele toekenning” staat. Anders zou niet aan het wezenskenmerk worden voldaan. Art. 1 van de “Tiende” Richtlijn inzake de grensoverschrijdende fusie volgt de definitie uit de hierboven beschreven artt. 3 en 4 van de Derde Richtlijn.

onder de in de richtlijn gegeven omschrijvingen valt.⁹ Een toekenning van aandelen is daarom een bepalend kenmerk van de juridische fusie.¹⁰

De omschrijving in de Zesde Richtlijn voor zuivere splitsing van naamloze vennootschappen door overneming of oprichting omvat eveneens de elementen overgang onder algemene titel, uitreiking van aandelen aan de aandeelhouders van de gesplitste vennootschap en eventueel bijbetaling in geld (art. 2 lid 1 en art. 21 lid 1 Zesde Richtlijn). Op grond van de tekst gaan wij ervan uit dat een toekenning van aandelen een bepalend kenmerk is van de zuivere juridische splitsing. De afsplitsing in Nederland is niet gebaseerd op de Zesde Richtlijn. De toekenning van aandelen bij een afsplitsing volgt uit de wettelijke definitie opgenomen in art. 2:334a lid 3 BW. Zie daarover nader in de volgende paragraaf.

De Nederlandse wet

(8) In de Nederlandse wet geeft art. 2:309 BW een omschrijving van het begrip juridische fusie. De toekenning van aandelen als gevolg van de ruilverhouding zelf staat niet in de omschrijving opgenomen maar komt als rechtsgevolg en wezenskenmerk eerst aan de orde in art. 2:311 lid 2 BW¹¹, welk lid luidt:

“De leden of aandeelhouders van de verdwijnende rechtspersonen worden¹² door de fusie lid of aandeelhouder van de verkrijgende rechtspersoon, uitgezonderd in de gevallen van artt. 310 lid 4, 333 of 334, of *wanneer krachtens de ruilverhouding van de aandelen zelfs geen recht bestaat op een enkel aandeel.*”

(9) In de Nederlandse wet geeft art. 2:334a lid 2 BW een omschrijving van het begrip zuivere splitsing. De toekenning van aandelen als gevolg van de ruilverhouding staat ook hier niet in de omschrijving opgenomen maar is overeenkomstig de regeling van fusie voor de juridische splitsing algemeen geregeld, namelijk in art. 2:334e lid 1 BW, dat luidt:

“De leden of aandeelhouders van de splitsende rechtspersoon worden door de splitsing lid of aandeelhouder van alle verkrijgende rechtspersonen.”

(10) Bij een zuivere splitsing gaat het gehele vermogen over en worden de aandeelhouders, aandeelhouder van alle verkrijgende vennootschappen. Art. 2:334e lid 3 sub c BW bevat een gelijkkluidende uitzondering als het hierboven beschreven art. 2:311 BW, welke uitzondering luidt:

“Lid 1 geldt voorts niet voor zover *krachtens de ruilverhouding van de aandelen zelfs geen recht bestaat op een enkel aandeel.*”¹³

De omschrijving van een juridische afsplitsing is opgenomen in art. 2:334a lid 3 BW.

In de omschrijving daarvan is uitdrukkelijk opgenomen dat een van de vennootschappen aandelen in zijn kapitaal toekent aan de aandeelhouders van de splitsende vennootschap (of waarvan ten minste één bij de splitsing door de splitsende rechtspersoon wordt opgericht). Men blijft verder aandeelhouder in de splitsende vennootschap.

De hoofdregel

(11) De aandeelhouders van een verdwijnende rechtspersoon worden volgens de hoofdregel¹⁴ van rechtswege aandeelhouder van de verkrijgende rechtspersoon. Dat is ook het geval als een persoon al aandeelhouder is van de verkrijgende vennootschap.¹⁵ De wet voorziet in een aantal uitzonderingen op het systeem waarbij aandelen worden toegekend. Voor de fusie en splitsing met een nulverhouding is relevant de uitzondering waarbij de aanspraak van een aandeelhouder van een verdwijnende vennootschap niet kan worden gehonoreerd in de vorm van een enkel geheel aandeel in de verkrijgende vennootschap. Deze uitzondering mag geen afbreuk doen aan de hoofdregel dat er aandelen worden toegekend. De uitzondering is gecreëerd om duidelijk te maken dat er aandeelhouders kunnen zijn die vanwege hun kleine aandelenbezit krachtens de ruilverhouding geen geheel aandeel krijgen toegekend. Fracties van aandelen kunnen immers niet worden toegekend. De overblijvende “fractie” kan dan op een andere wijze worden gecompenseerd. Volgens het systeem

9. *Rapport van de Commissie Vennootschapsrecht*, 16 juni 1970, paragraaf 1, nummer 5.
10. We gaan verder niet in op de uitzondering van art. 27/28 van die richtlijn en op andere – niet in de Nederlandse wet opgenomen – met fusie gelijkgestelde rechtshandelingen uit art. 30/31 van die richtlijn. Zie daarover nader: Mr. M.J.G.J. Raaijmakers in: *Juridische fusie*, Nivrageschift 1983, p. 35-36.
11. Dortmund maakte ons inziens terecht bezwaar tegen het weglaten van het wezenskenmerk in de definitie van art. 2:309 BW, zie P.J. Dortmund, in: *Preadvies Vereniging Handelsrecht*, 1980, p. 2.
12. Dit benadrukt dat men van rechtswege aandeelhouder wordt of anders geformuleerd dat er aandelen worden toegekend, ook als men al aandeelhouder is.
13. Voor de volledigheid melden wij dat wij de uitzonderingen in lid 3 van art. 334e onder a en b niet zien als een absolute vrijstelling van de hoofdregel van het toekennen van aandelen. De uitzondering onder a interpreteren wij zo dat alléén geen aandelen hoeven te worden toegekend als er niet ook vermogen wordt afgesplitst naar andere bestaande verkrijgende vennootschappen. De uitzondering onder b interpreteren wij zo dat voor de ruziesplitsing wél aandelen moeten worden toegekend maar niet door iedere verkrijgende vennootschap aan alle aandeelhouders; bij de driehoeksplitsing worden aandelen toegekend door een groepsmaatschappij maar niet door de verkrijgende vennootschap.
14. Dat de aandeelhouders van een verdwijnende rechtspersoon van rechtswege aandeelhouder van de verkrijgende rechtspersoon worden, is ook volgens de Minister de hoofdregel, *Kamerstukken II 1995/96*, 24 702, nr. 3, p. 7.
15. Anders: G.C. van Eck en F. Volders, ‘Als goede vrienden uit elkaar. Varianten op de splitsing ex art. 2:334cc BW’, *WPNR* 2004/6593, p. 791, die het aandeelhouder “worden” lezen als het aandeelhouder “zijn”. Ook Van Olfen meent bij de door Van Eck en Volders beschreven a-typische aandeelhouderssplitsing dat een gelijkstelling van “aandeelhouder worden” met “aandeelhouder zijn” geen opgeld doet, Prof. Mr. M. van Olfen, ‘Is een vereenvoudigde aandeelhouders mogelijk?’, *WPNR* 2007/6712, p. 506-507.

van de wet kan de compensatie in dat geval bestaan uit een recht op geld of schuldvorderingen. Relevant daarbij is voor de fusie art. 2:325 BW, van welk artikel het tweede lid luidt:

“Indien krachtens de ruilverhouding van de aandelen recht bestaat op geld of schuldvorderingen, mag het gezamenlijke bedrag daarvan een tiende van het nominale bedrag van de toegekende aandelen niet te boven gaan.”

Art. 2:334x lid 2 BW voor de splitsing is inhoudelijk gelijklopend.

Vergoeding van fracties

(12) Niet alleen bij kleine aandeelhouders speelt de uitzondering op de hoofdregel een rol. Zoals hierboven al kort bij de fusie aangegeven kan ook bij splitsing bij de vaststelling van de ruilverhouding blijken dat niet voor elk aandeel in de splitsende vennootschap (exact) één of meer gehele aandelen in de verkrijgende vennootschap worden toegekend. In een dergelijk geval kan aan de desbetreffende aandeelhouders een vergoeding worden toegekend in de vorm van geld of een vordering op de verkrijgende vennootschap. Deze toekenning is afhankelijk van de ‘oneffenheden’ in de uitkomst van de berekening van de te verkrijgen aandelen aan de hand van de ruilverhouding.¹⁶ Ook hier geldt een grens van tien procent. Indien een nulverhouding wordt gehanteerd, zal overigens een vergoeding in geld of schuldvorderingen niet toegekend kunnen worden (tien procent van een “toegekende nominale waarde” van nul is immers nul).

(13) Bij het tot stand komen van de fusiewetgeving heeft de Minister¹⁷ opgemerkt dat de bijbetaling van tien procent een grens trekt tussen wat nog als fusie kan worden beschouwd en wat als koop kan worden beschouwd. In de literatuur wordt gesteld dat als de bijbetaling groter is dan tien procent, niet langer sprake is van een juridische fusie, maar van een niet bij de wet geregelde aandelenfusie.¹⁸ De verwijzing naar de aandelenfusie impliceert in beginsel een toekenning van aandelen. De Minister heeft voor de fusiewetgeving verder aangegeven dat indien er meer bijbetaald dient te worden, een bod op de aandelen de gekozen weg dient te zijn.¹⁹ Immers, bij een dergelijk bovenmatige bijbetaling zou geen sprake meer zijn van een bij de wet geregelde fusie of splitsing, maar meer van een koop. In navolging van Dortmund zouden wij willen aannemen dat indien voor de splitsing of fusie blijkt dat de wettelijke grens wordt overschreden, de splitsing of fusie geen doorgang kan vinden. Mocht de splitsing of fusie al hebben plaatsgevonden, dan zou gesteld kunnen worden dat de splitsing of fusie in beginsel geldig is. Echter, gedurende 6 maanden kan de splitsing of fusie worden vernietigd vanwege het ongeldige besluit.²⁰ Maar ook kan worden gesteld dat niet is voldaan aan een van de formele voorwaarden zodat er sprake is van een nietige fusie of

splitsing. Zolang er echter aandelen worden toegekend lijkt ons dat, gezien het systeem van de wet, geen juiste stelling, omdat het wezenskenmerk aanwezig is. Een overschrijding van de tien-procentgrens kan worden voorkomen door de nominale waarde van de aandelen van de vennootschap die aandelen toekent tevoren te verlagen. Dit werkt aldus door in de ruilverhouding dat er minder “fracties” of kleinere “fracties” ontstaan die vervolgens in geld moeten worden vergoed. De ruilverhouding kan op deze wijze worden aangepast maar ook dan kan en zal er geen afbreuk kunnen worden gedaan aan de hoofdregel dat er aandelen worden toegekend.

Nulverhouding

(14) Op basis van het vorenstaande concluderen wij dat uit de omschrijving in de richtlijnen en het systeem van de wet volgt dat er aandelen moeten worden toegekend, tenzij de wet zelf in een absolute vrijstelling voorziet zoals bij een upstream moeder-dochterfusie of een vereenvoudigde zusjesfusie.²¹ Dan de vraag of aandeelhouders de ruilverhouding op nul mogen stellen bij een juridische fusie, afsplitsing en zuivere splitsing. Zijn bij een nulverhouding de door de wet voorgeschreven formaliteiten te verenigen met het niet toekennen van aandelen?

(15) Wat is de functie van de ruilverhouding bij een juridische fusie, een zuivere splitsing en een afsplitsing? Bij een juridische fusie en zuivere splitsing houden de verdwijnende vennootschappen op te bestaan en raken de aandeelhouders hun aandelen in die vennootschappen kwijt. De ruilverhouding geeft in dat geval aan hoeveel aandelen een aandeelhouder van een verdwijnende vennootschap ontvangt in het kapitaal van de verkrijgende vennootschap in ruil voor de aandelen die hij kwijtraakt. De ruilverhouding zal daarbij afhankelijk zijn van de werkelijke waarde van de aandelen in de verdwijnende vennootschap ten opzichte van de aandelen van de verkrijgende vennootschap. Bij een afsplitsing raakt de aandeelhouder geen aandelen kwijt in de splitsende vennootschap en krijgt hij aandelen toegekend in de verkrijgende vennootschap. Het is in dit geval enigszins verwarrend om hier het begrip ruilverhouding te hanteren. De ruilverhouding wordt bij een afsplitsing anders bepaald want bij het vaststellen van de ruilverhouding bij een afsplitsing

16. *Kamerstukken II* 1995/96, 24 702, nr. 3, p. 21.

17. De toelichting bij het derde lid van het ontwerpartikel 2:311, *Kamerstukken II* 1980/81, 16 453, nr. 3, p. 5-6.

18. Lekkerkerker, Tekst en Commentaar op 325 lid 2 BW. Mr. P.J. Dortmund, *Enige beschouwingen rondom aandelen*, deel 31, Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, 1989, p. 76.

19. In de Memorie van Toelichting verwijst de Minister voor uitleg van art. 2:334x lid 2 BW naar art. 2:325 lid 2 BW. Wij zouden zijn commentaar willen herhalen bij art. 2:334x lid 2 BW, zie *Kamerstukken II* 1995/96, 24 702, nr. 3, p. 21.

20. Mr P.J. Dortmund, *Enige beschouwingen rondom aandelen*, deel 31, Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, 1989, p. 76.

21. De vrijstellingen voor de fusie staan in art. 2:333 BW.

zal men in beginsel letten op de werkelijke waarde van het vermogen dat bij splitsing over zal gaan en op de werkelijke waarde van de aandelen in de verkrijgende vennootschap die worden toegekend. De toe te kennen aandelen zullen daarbij in beginsel naar evenredigheid worden verdeeld over de aandeelhouders van de splitsende vennootschap.²²

De nulverhouding bij splitsing is niet correct

(16) De regel dat er bij splitsing aandelen moeten worden toegekend heeft de Minister van Justitie uitdrukkelijk toegelicht in de Memorie van Toelichting bij de splitsingswetgeving voor een afsplitsing. Wij citeren een paar zinnen uit de Memorie van Toelichting²³:

“Splitsing is *niet* een eenvoudig middel om vermogen over te dragen dat rechtspersonen *naar eigen keuze* kunnen gebruiken als alternatief voor overdracht van vermogensbestanddelen onder bijzondere titel”

“Kenmerkend voor de splitsing, zowel de zuivere als de afsplitsing, is dat de overgang van vermogen gepaard gaat met een wijziging in de structuur waarvan de rechtspersoon deel uitmaakt. De structuurwijziging zal doorgaans zijn dat leden of aandeelhouders van de splitsende rechtspersoon aandeelhouder worden van een of meer verkrijgende rechtspersonen. Zij kan er ook in bestaan dat bij de splitsing een nieuwe rechtspersoon wordt opgericht. Splitsingen waarbij elke structuurwijziging achterwege blijft, zijn in de opzet van het wetsvoorstel niet mogelijk”

En voorts:

“Bij afsplitsing kan er wel één verkrijgende rechtspersoon zijn, mits deze lidmaatschapsrechten of aandelen toekent of bij de splitsing wordt opgericht. Daaruit volgt dat de afsplitsing van vermogen door een bestaande volle dochtermaatschappij naar haar moedermaatschappij onmogelijk is.”

(17) Uit de opmerkingen van de Minister kunnen een aantal zaken worden afgeleid. Splitsingen zijn volgens hem, zo lijkt het, alleen mogelijk indien er een structuurwijziging plaatsvindt. De Minister lijkt te willen voorkomen dat gebruik gemaakt wordt van het middel overgang onder algemene titel, terwijl de vennootschapsstructuur niet wijzigt. De structuurwijziging zelf is geen afzonderlijk criterium maar zit in ieder geval “ingebakken” in de definitie van de afsplitsing. Dit leiden we af uit de opmerkingen van de Minister in de Nota naar aanleiding van het Verslag bij de discussie waar hij opmerkt dat voor de vraag of er sprake is van een splitsing de definitie in art. 2:334a BW beslissend is.²⁴ Daarbij deelt hij mede dat het begrip “structuurwijziging” uitsluitend in de Memorie van Toelichting is geïntroduceerd om te verduidelijken

wat de achtergrond is van de eisen die in de definitie met zoveel woorden aan een splitsing worden gesteld (uitreiking van aandelen of lidmaatschapsrechten of oprichting van een nieuwe rechtspersoon). In de definitie van afsplitsing staat expliciet dat er aandelen worden toegekend aan de aandeelhouders van de splitsende vennootschap. Wij gaan ervan uit dat de toekenning van aandelen ook expliciet wordt genoemd, omdat de afsplitsing niet is gebaseerd op de Zesde Richtlijn. Het hanteren van een nulverhouding bij juridische afsplitsing kan niet leiden tot een toekenning van aandelen en is daarom volgens ons strijdig met de tekst en strekking van art. 2:334a en art. 334e BW.²⁵ Het is dus niet mogelijk om bijvoorbeeld binnen concern in het kader van een herstructurering een groot pakket overeenkomsten onder algemene titel te laten overgaan door de ruilverhouding op nul te stellen nadat de beschreven activa minus passiva die bij de afsplitsing dienen over te gaan per saldo een “gecreëerde” waarde hebben van nul. Het was niet de bedoeling van de Minister om dit soort verschuivingen mogelijk te maken ten gevolge van een afsplitsing waarbij het relatief eenvoudige middel om vermogen (onder algemene titel) over te dragen als alternatief kon worden gebruikt voor overdracht van vermogensbestanddelen onder bijzondere titel. Het uiteindelijke resultaat in dit soort gevallen kan worden bereikt zonder aan het wezenskenmerk van een splitsing of fusie afbreuk te doen, door bijvoorbeeld eerst af te splitsen naar een nieuwe vennootschap, die vervolgens fuseert met de vennootschap waar het vermogen terecht dient te komen.

(18) Bij een zuivere splitsing staat in de definitie van art. 2:334a lid 2 BW niet dat er aandelen moeten worden toegekend. De toekenning van aandelen staat geregeld in 2:334e lid 1 BW. De zuivere splitsing valt onder de Zesde Richtlijn en de omschrijving van de zuivere splitsing daar omvat het element van toekennen (“uitreiken”) van aandelen. Een structuurwijziging waar de Minister oorspronkelijk bij een afsplitsing op doelde, is bij een zuivere splitsing expliciet aanwezig omdat de splitsende vennootschap verdwijnt. Ook hier is het wezenskenmerk dat aandelen moeten worden toegekend; niet kan worden volstaan met een nulverhouding. Dat is niet anders bij afsplitsing, waarvoor in art. 2:334a lid 3 BW expliciet de toekenning van aandelen is opgenomen. Dat wezenskenmerk houdt geen verband met de uitzondering van art. 2:334e lid 3 sub c BW waarin is geregeld dat de toekenning niet plaatsvindt indien krachtens de ruilverhouding geen recht

22. Zie over ruilverhouding nader J.W. Bellingwout, *Juridische splitsing in de praktijk*, Ondernemingsrecht 2000-12, pagina 342 e.v.

23. *Kamerstukken II 1995/96*, 24 702, nr. 3, p. 5.

24. *Kamerstukken II 1996/97*, 24 702, nr. 6, p. 5.

25. Omdat er geen aandelen in het eigen kapitaal kunnen worden toegekend aan de verkrijgende rechtspersoon zelf is een upstream afsplitsing van een volle dochtermaatschappij naar de moedermaatschappij niet mogelijk. Zie *Kamerstukken II 1995/96*, 24 702, nr. 3, p. 5.

bestaat op een enkel aandeel. Ook bij een zuivere splitsing zoals de ruzijsplitsing waarnaar wordt verwezen in art. 2:334e lid 3 sub b BW blijft volgens ons de hoofdregel gelden en is de uitzondering alleen geschreven opdat niet alle aandeelhouders van de splitsende vennootschap van iedere verkrijgende vennootschap aandeelhouder worden. De toekenning van aandelen geldt volgens ons ook als iedere “ruziënde” aandeelhouder al aandeelhouder is van zijn “verkrijgende vennootschap”. Wij houden het er op dat de uitzondering niet gebruikt kan worden voor het hanteren van een nulverhouding. Een nulverhouding is volgens ons dan ook geen ruilverhouding in de zin van de wet.

(19) Natuurlijk zijn er voorbeelden te verzinnen waaruit blijkt dat de formele regeling van de toekenning van aandelen geen materieel doel dient. Indien bijvoorbeeld de splitsende vennootschap alle aandelen houdt in de bestaande verkrijgende vennootschap en de splitsende vennootschap gehouden wordt door een moedervernootschap kan geredeneerd worden dat het voor de moeder-vernootschap als enig aandeelhouder van de splitsende vennootschap niet uitmaakt of en hoeveel aandelen in het kapitaal van de bestaande verkrijgende vennootschap worden toegekend. De moedervernootschap is immers direct c.q. indirect houder van alle aandelen. Volgens ons dient op grond van de wet de ruilverhouding bij deze afsplitsing uit te komen op de toekenning van ten minste een aandeel door de verkrijgende vennootschap aan de moedervernootschap.²⁶ In de Antilliaanse splitsingswetgeving, waarvoor de Europese richtlijnen niet gelden, is voor een gelijke afsplitsing uitdrukkelijk geregeld dat aan de moeder-vernootschap geen aandelen worden toegekend. In art. 339 van het Antilliaanse Boek 2 Burgerlijk Wetboek wordt bepaald dat indien de splitsende vennootschap vermogen afsplitst naar een verkrijgende vennootschap van welke zij alle aandelen houdt, de verkrijgende vennootschap geen aandelen hoeft toe te kennen aan de aandeelhouder van de splitsende vennootschap. In de Nederlandse wetgeving is niet een uitdrukkelijke vrijstelling voor een dergelijke splitsing opgenomen.

(20) Kan het juridisch instrument van splitsing door de ruilverhouding op nul te zetten met instemming van alle aandeelhouders gebruikt worden om vermogen onder algemene titel over te dragen of te verschuiven als alternatief voor overdracht van vermogensbestanddelen onder bijzondere titel? Zoals hierboven al beschreven, gaf de Minister al aan dat dat niet de bedoeling is. Nu kan men ons tegenwerpen dat er geen verarming of verrijking plaatsvindt als de ruilverhouding daadwerkelijk op nul zou uitkomen (in het geval er schulden overgaan gelijk aan het bedrag van de activa), dat er wellicht geen sprake is van benadeling van belanghebbenden en dat alle aandeelhouders akkoord zijn gegaan met deze nulverhouding. Zonder een expliciete wettelijke algemene bepaling die

daartoe een mogelijkheid biedt, vragen wij ons af waar dan de grens zou liggen. Naar onze mening voldoet een splitsing waarbij geen aandelen worden toegekend vanwege een nulverhouding, in ieder geval niet aan het wezenskenmerk.

Hanteren nulverhouding bij fusie is niet correct

(21) Wij zijn van mening dat het hanteren van een nulverhouding bij juridische fusie eveneens niet correct is, om identieke redenen als bij de juridische splitsing. De kwestie van een structuurwijziging zit hier “ingebakken” in de rechtsgevolgen van de fusie te weten het zonder vereffening ophouden te bestaan, het toegekend krijgen van aandelen en de overgang onder algemene titel. De toekenning van aandelen volgt uit de omschrijving van het begrip fusie uit de richtlijn en in samenhang met art. 2:311 lid 2 BW. De Nederlandse wet kent specifieke vrijstellingen voor de vaststelling van een ruilverhouding (art. 2:333 BW) en toekenning van aandelen (2:333 jo. 311 lid 2 BW). Voor een zusjesfusie bepaalt overigens art. 2:333 lid 2 BW expliciet dat de vrijstelling van de ruilverhouding alleen geldt als er geen aandelen worden toegekend aan de moedermaatschappij. Bij een zusjesfusie heeft men daarom de vrijheid om te bepalen of er aandelen al dan niet worden toegekend.²⁷ Zonder een specifieke vrijstelling dient de verkrijgende vennootschap aandelen toe te kennen.

Gevolgen nulverhouding bij splitsing en fusie

(22) Een fusie of splitsing met een nulverhouding voldoet volgens ons niet aan het wezenskenmerk dat aandelen worden toegekend. Betoogd kan worden dat in dergelijke gevallen de fusie of splitsing geen doorgang behoort te vinden. Er wordt niet aan het wezenskenmerk van de fusie of splitsing voldaan. Er is geen sprake van een fusie of splitsing in de zin van de wet. De verdwijnende vennootschap is niet opgehouden te bestaan en er heeft ook geen overgang onder algemene titel plaatsgevonden.²⁸ Aan het herstel van het verzuim komt men niet toe en het formele traject zal opnieuw doorlopen moeten worden.²⁹ Zou een rechter deze visie niet willen onderschrijven, dan kan gesteld worden dat het besluit tot fusie of splitsing in strijd is met de wet. Een al doorgevoerde fusie of splitsing

26. Zie ook J.W. Bellingwout die uitgaande van een letterlijke lezing van de wettekst uitgaat van een minimum van twee aandelen en die er voor pleit dat de voorschriften voor de ruilverhouding niet hoeven te worden toegepast op dergelijke zustersplitsingen. Zie J.W. Bellingwout, *Juridische splitsing in de praktijk*, Ondernemingsrecht 2000-12, p. 342 e.v.

27. In de praktijk zal dat niet vaak voorkomen. Het kan bijvoorbeeld nodig zijn om het aandelenkapitaal van de verkrijgende vennootschap te verhogen. Zie nader hierover Mr P.J. Dortmund, *Enige beschouwingen rondom aandelen*, deel 31, Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, 1989, p. 93.

28. Zie ten aanzien van splitsing en non-existentie, Rapport aan de Koningin, *Kamerstukken II*, 24 702, B, p. 7.

29. Zie voor een vergelijkbare mening waarbij de beoogde splitsing niet tot stand is gekomen Prof. Mr. M. van Olfen, *WPNR* 2007/6712, p. 507.

kan dan in beginsel gedurende een periode van 6 maanden worden vernietigd (art. 2:323 lid 3 BW en art. 2:334u lid 3 BW).

Bij een omgekeerde rolluikfusie dient een aandeel toegekend te worden

(23) Dan terug naar de omgekeerde rolluikfusie. In WPNR 6667 is gevraagd of een omgekeerde rolluikfusie mogelijk is waarbij in één akte (i) de fusie van een moeder als verdwijnende vennootschap en een dochter als verkrijgende vennootschap, (ii) de fusie van die dochter als verdwijnende vennootschap met een kleindochter als verkrijgende vennootschap en (iii) de fusie van die kleindochter als verdwijnende vennootschap met een achterkleindochter als verkrijgende vennootschap plaatsvindt, uitsluitend onder toekenning van aandelen door de achterkleindochter aan de aandeelhouder van de moeder. Als de fusies in één akte worden opgenomen, zal van de toekenning van aandelen door een verkrijgende vennootschap die in die akte ook optreedt als verdwijnende vennootschap gesteld kunnen worden dat bij het van kracht worden van de fusie er geen aandelen zijn toegekend. Voor dit a-typische geval zouden wij willen uitgaan van afzonderlijke akten die op verschillende dagen achtereenvolgens worden getekend.³⁰ Wij menen dat hier in feite sprake is van drie fusies en dat ten onrechte een nulverhouding is gehanteerd. Wij voelen meer voor de oplossing van Van Boxel waarbij (i) de kleindochter als verdwijner fuseert met de dochter als verkrijger (zonder toekenning van aandelen, art. 2:333 lid 1 BW), (ii) de dochter als ver-

dwijner fuseert met de moeder als verkrijger (zonder toekenning van aandelen, art. 2:333 lid 1 BW) en (iii) de moeder als verdwijner fuseert met de achterkleindochter als verkrijger met toekenning van aandelen aan de aandeelhouder van de moeder. Omdat alleen in de onder (iii) genoemde fusie aandelen hoeven te worden toegekend, kunnen volgens ons deze drie fusies achtereenvolgens op één dag plaatsvinden.

Conclusie

(24) Concluderend stellen wij dat een nulverhouding – zowel bij fusie als bij splitsing – zich niet verhoudt met het systeem van de regelgeving en de formaliteiten van titel 7 boek 2 BW. Het wezenskenmerk is dat de aandeelhouders van de verdwijnende of splitsende rechtspersoon door de fusie of splitsing aandeelhouder worden van de verkrijgende rechtspersoon en die regel kan niet doorbroken worden door een nulverhouding. Fracties kunnen binnen de wettelijke grenzen worden vergoed krachtens de ruilverhouding in de vorm van een bijbetaling in geld of een vordering. Het rechtsgevolg “overgang onder algemene titel” komt niet tot stand bij een echte nulverhouding en ook niet door enkel met instemming van alle aandeelhouders de ruilverhouding op nul te stellen.

30. Een vereenvoudigde upstream moeder-dochterfusie gecombineerd met een vereenvoudigde upstream dochter-kleindochterfusie kan – nu in die gevallen geen aandelen worden toegekend – volgens ons wel op één dag in één of meer akten worden neergelegd.