



Rien Visscher

“Hands up!”: shoot-out regelingen als oplossing voor aandeelhoudersgeschillen

Rien Visscher

Inleiding

Waar bij het oprichten van een BV de neuzen van aandeelhouders doorgaans dezelfde kant op staan, kunnen er op enig moment barsten ontstaan in de samenwerking. Bijvoorbeeld door een verschil van inzicht over de met de onderneming te volgen koers. Waar sprake is van een grote verscheidenheid aan minderheidsaandeelhouders hoeft dat niet direct een probleem te zijn en waar sprake is van een situatie met een grootaandeelhouder die de doorslaggevende zeggenschap heeft, evenmin.

Waar echter sprake is van twee aandeelhouders met een 50/50-aandelenverhouding in de algemene vergadering van een BV die beiden ook het bestuur van de onderneming vormen, kan een verschil van inzicht al snel verstreckende gevolgen hebben. Zo kan de besluitvorming binnen het bestuur en de algemene vergadering vleugellam worden gelegd als de aandeelhouders/bestuurders het niet met elkaar eens zijn en kan daarmee de continuïteit van de onderneming in gevaar komen.

Als de verschillen van inzicht onoverbrugbaar zijn, kan het op een gegeven moment beter zijn voor de aandeelhouders en voor de onderneming als één van de aandeelhouders uittreedt. De vraag is dan echter wie er moet uittreden en tegen welke prijs. Daarmee kan al direct weer een nieuw geschil ontstaan, terwijl de patstelling binnen de besluitvorming voortduurt. Dat is onwenselijk. Aandeelhouders kunnen er daarom verstandig aan doen om in de statuten of in een aandeelhoudersovereenkomst procedures met elkaar overeen te komen waarop een beroep kan worden gedaan bij een onoverbrugbaar verschil van inzicht, waarmee op eenvoudige wijze kan worden bepaald welke aandeelhouder uittreedt en tegen welke prijs en waarvan de nakoming zo nodig tegen de zin van de andere aandeelhouder kan worden afgedwongen. Dergelijke regelingen worden ook wel 'shoot-out regelingen' genoemd en zullen in deze bijdrage worden besproken.

Shoot-out regelingen

Hoewel de wet mogelijkheden biedt om aan een patstelling tussen aandeelhouders een einde te maken, met de wettelijke geschillenregeling van artikel 2:335 t/m 2:343c Burgerlijk Wetboek (waarmee het mogelijk is om als aandeelhouder uit te treden of een medeaandeelhouder uit

te stoten), kan een nadeel van deze wettelijke procedures zijn dat aan bepaalde voorwaarden moet zijn voldaan, die niet altijd even eenvoudig kunnen worden aangetoond. Verder kunnen aandeelhouders proberen om via een enquêteprocedure een impasse op te lossen, maar kan dit een kostbare en tijdrovende aangelegenheid zijn waarbij aandeelhouders bovendien het risico lopen de regie over hun onderneming kwijt te raken.

In een enquêteprocedure wordt namelijk in de eerste plaats gekeken naar het belang van de onderneming en niet naar het belang van individuele aandeelhouders. In plaats van deze wettelijke procedures kunnen aandeelhouders er daarom voor kiezen om in een aandeelhoudersovereenkomst, of in de statuten, procedures op te nemen waarin wordt geregeld hoe wordt omgegaan met een onoverbrugbaar verschil van inzicht tussen beide aandeelhouders zodra zij niet meer met elkaar 'on speaking terms' zijn en zodra duidelijk is geworden dat een samenwerking tussen de aandeelhouders er voor de toekomst niet meer in zit. De bedoeling van shoot-out regelingen is ervoor te zorgen dat één van de aandeelhouders uit de onderneming stapt.

Op verschillende manieren kunnen aandeelhouders hier

invulling aan geven. Bij het opstellen van een goede shoot-out regeling is het in de eerste plaats van belang om zorgvuldig te omschrijven wanneer de shoot-out procedure kan worden ingeroepen. Verder zal moeten worden nagedacht over de, in dat geval, geldende termijnen en over de wijze waarop de aandeelhouders aan elkaar mededelingen doen, de wijze van betaling en af te geven garanties. Aan de hand van specifieke wensen van de aandeelhouders kan zo'n regeling op maat worden opgesteld. Een goed uitgewerkte en uitgevoerde regeling kan leiden tot een redelijke koopprijs en een relatief snelle oplossing voor onoverbrugbare geschillen in de samenwerking tussen aandeelhouders.

Texas shoot-out

Een voorbeeld van zo'n regeling is de 'Texas shoot-out'. In de kern is de Texas shoot-out regeling een contractuele veiling bij opbod. De ene aandeelhouder doet aan de andere aandeelhouder een bod op zijn aandelen. Dit bod kan door de andere aandeelhouder worden aanvaard, maar in plaats daarvan kan hij ook een tegenbod doen op de aandelen van de eerste aandeelhouder. In dat geval kan de aandeelhouder die als eerste een bod deed het tegenbod aanvaarden of zelf weer een hoger bod uitbrengen, enzovoort.

De aandeelhouders kunnen bij een Texas shoot-out in principe net zo lang tegen elkaar op blijven bieden tot er een hoogste bod overblijft. Bij een Texas shoot-out regeling is sprake van een directe en snelle procedure.

Het kan verstandig zijn om bij het opstellen van een dergelijke regeling ruime reactietermijnen overeen te komen, zodat kan worden voorkomen dat de ene aandeelhouder de andere aandeelhouder verrast met een bod. Verder kan het verstandig zijn om een afkoelingsperiode overeen te komen. Zo'n afkoelingsperiode komt erop neer dat beide aandeelhouders met elkaar afspreken om, zodra zij het erover eens zijn dat sprake is van een impasse, eerst een afkoelingsperiode in acht te nemen voordat er biedingen kunnen worden gedaan. Dat geeft beide aandeelhouders de tijd om financiering te regelen en een bod voor te bereiden.

Groot nadeel van de Texas shoot-out regeling is wel dat niet per se de redelijkste prijs tot stand komt. Dat wil zeggen de prijs die de werkelijke waarde van de aandelen in het vrije economische verkeer het dichtst benadert. Kenmerk van deze regeling is namelijk dat de prijs die tot stand komt, altijd iets hoger zal zijn dan het laatste bod van de andere aandeelhouder. Het kan bij deze regeling daarom interessant



➤ *Rien Visscher*

zijn voor een aandeelhouder om te beginnen met een laag bod. Waar het uitbrengen van een laag bod bij andere shoot-out regelingen wordt afgestraft, geldt dat niet bij de Texas shoot-out regeling. Bij de Texas shoot-out regeling heeft een aandeelhouder die een laag bod heeft gedaan, indien de andere aandeelhouder een tegenbod uitbrengt, vervolgens immers weer de mogelijkheid om een nieuw hoger bod uit te brengen.

Russian roulette

Bij de 'Russian roulette' regeling deelt de ene aandeelhouder aan de andere aandeelhouder een koopprijs mede. Vervolgens heeft die laatste aandeelhouder de keuze om ofwel zijn aandelen te verkopen tegen die prijs, ofwel de aandelen van de eerste aandeelhouder te kopen tegen de voorgestelde prijs. Van deze regeling bestaan diverse varianten. Het voordeel van deze regeling is dat een aandeelhouder wordt gedwongen om een rationeel en redelijk bod te doen. De prijs die de eerste aandeelhouder noemt, moet voor hem immers acceptabel zijn om te betalen als koopprijs voor de aandelen van de andere aandeelhouder, maar ook om te ontvangen als verkoopprijs voor zijn eigen aandelen.

Mexican shoot-out

Bij een 'Mexican shoot-out' doen beide aandeelhouders tegelijkertijd een bod op de aandelen van de ander en leggen zij het bod neer bij een onafhankelijke derde (zoals een notaris). De aandeelhouder die het hoogste bod heeft gedaan, krijgt de aandelen van de andere aandeelhouder tegen betaling van de door hem geboden prijs. Het voordeel van deze regeling is dat beide aandeelhouders al bij aanvang worden gedwongen om het achterste van hun tong te laten zien, in tegenstelling tot de hiervoor besproken Texas shoot-out regeling.

Dutch auction

Een variant van de Mexican shoot-out regeling is de 'Dutch auction' regeling, waarbij de aandelen worden verkocht aan de hoogste bidder; echter niet tegen de door die aandeelhouder genoemde prijs, maar tegen de (lagere) door de andere aandeelhouder genoemde koopprijs. Het voordeel van deze variant is dat het doen van zeer lage biedingen wordt ontmoedigd. Tegelijkertijd leidt deze regeling niet tot de hoogst mogelijke prijs, aangezien de koper de aandelen uiteindelijk verkrijgt voor een lager bedrag dan het bedrag dat hij zelf voor de aandelen heeft geboden.

Fairest bid

Bij deze shoot-out regeling stelt een onafhankelijke deskundige een 'faire' prijs vast voor 50% van de aandelen. Voordat de prijs wordt medegedeeld aan de aandeelhouders, doen deze gelijktijdig een gesloten bod op elkaars aandelen. Vervolgens stelt de deskundige vast welk bod het meeste in de buurt komt van de door hem vastgestelde 'faire' prijs. Die aandeelhouder verkrijgt vervolgens de aandelen tegen de door hem genoemde prijs. Een voordeel van deze regeling is dat bij de prijsvorming een deskundige betrokken is wiens onafhankelijke oordeel als maatstaf geldt. Nadeel is dat deze regeling leidt tot extra kosten en een derde bij deze regeling uiteindelijk de doorslag geeft. Beide aandeelhouders zijn daarmee de regie kwijt. Verder is de regeling in beginsel tijdrovender dan de andere shoot-out regelingen, aangezien de deskundige tijd nodig zal hebben om tot een waardering van de aandelen te kunnen komen. Bij deze regeling is het overigens aan te raden om van tevoren overeen te komen op welke wijze de aandelen door de deskundige moeten worden gewaardeerd.

Gelijkwaardige aandeelhouders

Welke shoot-out regeling voor een aandeelhouder de

voorkeur heeft, hangt af van de specifieke omstandigheden van het geval. Een shoot-out regeling werkt optimaal bij twee aandeelhouders die min of meer in dezelfde financiële positie verkeren en die ook beiden in staat zijn om zelfstandig de onderneming voort te zetten. Als tussen aandeelhouders sprake is van een groot verschil in financiële slagkracht, is het voor de aandeelhouder met de minste financiële slagkracht niet direct aan te bevelen om een shoot-out regeling overeen te komen. Als dat toch gebeurt, heeft een regeling met lange reactietermijnen voor de minder financieel draagkrachtige aandeelhouder de voorkeur omdat dit hem dan meer gelegenheid geeft om externe financiering aan te trekken. In ieder geval is de Texas shoot-out regeling voor een aandeelhouder met weinig financiële draagkracht sterk af te raden. Daarentegen kunnen shoot-out regelingen voor een financieel sterkere aandeelhouder juist interessante perspectieven bieden, hoewel ook een financieel sterkere aandeelhouder er altijd rekening mee zal moeten houden dat de financieel minder draagkrachtige aandeelhouder ineens kan beschikken over externe financiering.

Financiële draagkracht is overigens niet het enige aspect om rekening mee te houden bij de keuze voor een bepaald type shoot-out regeling. Beide aandeelhouders moeten zich

ook afvragen of zij wel bereid én in staat zijn om zelfstandig, zonder de andere aandeelhouder, de onderneming voort te zetten. Is dat voor één van de twee aandeelhouders niet het geval, dan zal dit de hoogte van het door die aandeelhouder uit te brengen bod in negatieve zin beïnvloeden. Datzelfde geldt als er tussen één van beide aandeelhouders en de onderneming sprake is van een verregaande samenwerking (bijvoorbeeld in de vorm van leveranties) of van synergievoordelen. Als dat het geval is kan het, voor de aandeelhouder waar dit niet voor geldt, minder aantrekkelijk zijn om in te stemmen met een shoot-out regeling, omdat deze aandeelhouder naar verwachting uiteindelijk een lager bod zal uitbrengen dan de andere aandeelhouder en naar verwachting uiteindelijk niet de hoogste prijs zal krijgen voor zijn aandelen.

Conclusie

Aandeelhouders die ieder 50% van de aandelen in een BV houden en op basis van gelijkwaardigheid als aandeelhouder en bestuurder bij de BV betrokken zijn, kunnen er verstandig aan doen om al bij de oprichting van hun BV afspraken te maken voor het geval er in de toekomst geschillen ontstaan in het kader van hun samenwerking, zoals bij een onoverkomelijk verschil van inzicht.

Shoot-out regelingen kunnen een efficiënte oplossing bieden om impasses tussen gelijkwaardige aandeelhouders te doorbreken. Verder kan het verstrekkende karakter van een shoot-out regeling ertoe leiden dat de strijdende aandeelhouders alsnog proberen om in overleg hun geschil te beslechten. De shoot-out regeling kan dan als een zwaard van Damocles boven de twistende aandeelhouders hangen en (vanwege de verstrekkende gevolgen) een extra druk vormen voor de aandeelhouders om alsnog hun geschillen te beslechten.

Een shoot-out regeling blijft echter maatwerk. Indien aandeelhouders zich niet in gelijkwaardige posities bevinden, kan dat reden zijn om geen shoot-out regeling overeen te komen of om een keuze te maken voor een op maat opgestelde shoot-out regeling waarbij met die ongelijkheid rekening wordt gehouden. Het is daarom verstandig om hierover bij de oprichting van een BV en bij het schriftelijk vastleggen van afspraken tussen aandeelhouders juridisch advies in te winnen.

Wilt u meer informatie over dit onderwerp en over andere onderwerpen waarvan het voor u als aandeelhouder van belang kan zijn om deze vast te leggen in een aandeelhoudersovereenkomst? Wij helpen u graag.

Neem contact op met **Rien Visscher** :
visscher@dvdw.nl

De sectie Corporate Litigation & Dispute Resolution kent diverse specialisten op dit gebied. Kijk op de **website** voor meer informatie.