

De prijsbepaling die moet gebeuren voor de overdracht van de aandelen in het kader van de uitsluiting/uittrekking kan niet zonder meer gelijk gesteld worden met de prijsbepaling die de contractspartijen waren overeengekomen voor de overdracht van aandelen in 2006, al was het maar om reden dat het tijdstip van overdracht anders is en de berekeningsbasis die conventioneel bedongen werd verwijst naar de bedrijfsresultaten van 2005 (volgens art. 5 van de aankoopbelofte zou de prijs bepaald worden op 7 x de nettowinst van dat jaar met enkele correcties).

Dit neemt niet weg dat de contractspartijen door hun overeenkomst een aanduiding hebben gegeven over de wijze waarop de waardebepaling van de aandelen kan gebeuren, rekening houdend met het geheel van de tussen hen gemaakte afspraken.

Er kan immers niet voorbij worden gegaan aan de vaststelling dat S. geen prijs heeft moeten betalen voor de verwerving van 60% van de aandelen ten tijde van het afsluiten van de overeenkomst en dat dit gegeven ingecalculeerd is in de prijsafpraak van artikel 5 van de aankoopbelofte met betrekking tot de resterende 40% van de aandelen.

Evenmin kan voorbij worden gegaan aan de contractuele verbintenis van S. om aanzienlijke bedragen in te brengen in de vennootschap of ter beschikking te stellen waardoor het bedrijf weer rendabel moest worden, reden waarom de overnameprijs voor de resterende 40% van de aandelen bepaald werd op basis van de winstresultaten van het jaar 2005.

Uit voorgaande overwegingen volgt dat de contractspartijen de waarde van de aandelen voornamelijk hebben gebaseerd op de toekomstige winstverwachting.

Het is billijk om ook bij de prijsbepaling voor de gedwongen overdracht de winstverwachting te laten primeren.

Alvorens de prijs te bepalen wordt dan ook een deskundigenonderzoek bevolen met hierna vermelde opdracht.

Om die redenen,

Het hof,

(...)

Verklaart het hoger beroep ongegrond in zover de eerste rechter zich bevoegd verklaarde en de overdracht van de aandelen beval;

En alvorens te oordelen over de prijs die door geïntimeerden moet betaald worden voor de overname van de aandelen van appellant;

Stelt aan als deskundige: de heer F.P., (...),

met opdracht:

“Met naleving van de bepalingen van het Gerechtelijk Wetboek, artikelen 964 e.v.;

Te trachten partijen te verzoenen;

Na te gaan of geïntimeerden de investeringen hebben gedaan en de financiële middelen hebben ter beschikking gesteld die zij beloofd hebben in de overeenkomsten met appellant;

Na te gaan welke bedrijfsresultaten B., thans S., heeft behaald in de periode sinds 2001;

Advies te geven over de winsten die redelijkerwijze konden worden verwacht, rekening houdend met de beloofde investeringen en ter beschikking stelling van financiële middelen, met een normale bedrijfsvoering en met de marktgegevens;

Tevens een prognose te maken over de bedrijfsresultaten voor het jaar 2005 rekening houdend met dezelfde gegevens;

Advies te geven over de waarde van de aandelen van B. (S.) medio 2003 op basis van een waarderingsmethode waarbij de winstverwachting de doorslaggevende factor uitmaakt.

Te antwoorden op alle nuttige vragen van partijen;

Van dit alles verslag op te stellen en neer te leggen binnen de VIER maanden na zijn inwerkingstelling.”

Verklaart het incidenteel beroep ongegrond.

(...)

Noot

Enkele beschouwingen bij de uitsluiting of uittrekking van een aandeelhouder

Catharina Van Santvliet¹ en Sarah Verschaeve²

1. Het feitenrelaas dat aan het geannoteerde arrest ten grondslag ligt, kan worden samengevat als volgt.

De SA S. en de SA C.F. verwerven op 15 maart 2001 de meerderheid van de aandelen (60%) in de NV B. door aankoop van de heer M. Er wordt tussen partijen een aandeelhou-

dersovereenkomst gesloten die voorziet in een koopbelofte vanwege S. Zij zou de resterende aandelen in het bezit van de heer M. overnemen vanaf 1 januari 2006 tegen een prijs die moet worden bepaald op basis van de in de overeenkomst vastgelegde modaliteiten. Meer bepaald moet de prijs worden

¹ Raadsheer hof van beroep te Brussel.

² Advocaat Balie te Brussel.

vastgesteld op zeven maal de nettowinst van het boekjaar 2005 na het aanbrenge van een aantal correcties.

Verder voorziet de aandeelhoudersovereenkomst in een arbitragebeding. Elk geschil over de geldigheid, de interpretatie en/of de uitvoering van de overeenkomst moet aan arbitrage worden onderworpen.

Er ontstaat een diepgaande onenigheid tussen de vennoten waardoor een verdere samenwerking onmogelijk wordt zowel op het niveau van de algemene vergadering van aandeelhouders als op het niveau van de raad van bestuur.

De SA S. en de SA C.F. brengen tegen de heer M. een dagvaarding in gedwongen overdracht van aandelen (uitsluiting) uit. Deze vordering wordt door de heer M. gepareerd met een tegenvordering van uittreding.

2. Het geannoteerde arrest bevat interessante beschouwingen op tweeërlei vlak.

In de eerste plaats dient het hof zich uit te spreken over de toepassing van het arbitragebeding op de vordering tot uitsluiting of uittreding³. Het hof oordeelt dat het kennelijk de bedoeling van partijen was dat het arbitragebeding slechts moest worden toegepast bij een geschil over het voorwerp van de aandeelhoudersovereenkomst of de koopbelofte. Het geschil over de uitsluiting of uittreding behoort daartoe niet.

Ook het hof van beroep te Brussel heeft in een recent arrest⁴ in dezelfde zin geoordeeld. Zelfs indien als gegronde reden voor de uitsluiting of uittreding de onrechtmatige uitoefening van een in een aandeelhoudersovereenkomst toegekend recht wordt aangevoerd, dan nog kan het geschil omtrent de uitsluiting of uittreding op zich niet worden beschouwd als

een geschil over de uitvoering van de aandeelhoudersovereenkomst dat onderworpen is aan arbitrage.

3. Het tweede aspect betreft de prijsbepaling van de over te dragen aandelen.

Het uitgangspunt bij de geschillenregeling is dat de rechter vrij de prijs van de aandelen bepaalt⁵. De wet geeft geen specifieke instructies over hoe de prijs van de aandelen dient te worden begroot⁶. Bij de waardebeoordeling van een aandelenpakket heeft de rechter de mogelijkheid, niet de verplichting, om een deskundige aan te stellen⁷. In de rechtspraak stelt men echter vast dat het geval waar de rechter geen deskundige aanduidt, de uitzondering is⁸. De waarde die de deskundige aan het aandelenpakket geeft, bindt de rechter niet. Het gaat slechts om adviezen en bevindingen waarvan de rechter kan afwijken.

Het aandelenpakket dient te worden geëvalueerd op basis van de "going concern"-waarde van de onderneming⁹. Dit is logisch, aangezien de geschillenregeling net een alternatief moet bieden voor de ontbinding en de vereffening van de vennootschap¹⁰. Het doel ervan bestaat er in wezen in om een einde te maken aan conflicten tussen aandeelhouders die de belangen van de vennootschap en uiteindelijk ook haar continuïteit dreigen in gevaar te brengen¹¹.

4. Verscheidene juridische aspecten in verband met de prijsbepaling van de over te dragen aandelen zijn reeds uitvoerig belicht in de rechtsleer en de rechtspraak. Het betreft ondermeer de toe te passen waarderingsmethodes¹², de datum waarop de waardebeoordeling van de aandelen dient te gebeuren ("peildatum")¹³, en de vraag of er een *décote*/sur-

3. B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, "De uittreding en uitsluiting", *T.P.R.* 2000, I, p. 625-749, p. 638; E. POTTIER en M. DE ROECK, "Le divorce entre actionnaires: premières applications jurisprudentielles des procédures d'exclusion et de retrait", *T.B.H.* 1998, II, p. 556-587, p. 563; M. TISON, "Uitdrijving en uittreding van aandeelhouders in de N.V. en de B.V.B.A.", in X. (ed.), *Gandaius Actuel II*, 1997, Antwerpen, Kluwer, p. 41-74, p. 49; H. BRAECKMANS, "Gedwongen overdracht en overneming, uitkoopregeling, gerechtelijke ontbinding van niet meer actieve vennootschappen en vereffening", in H. BRAECKMANS en H. WYMEERSCH (eds.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, 1995, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, p. 287-345, p. 303.

4. Brussel 20 december 2005, gepubliceerd in dit nummer.

5. H. BRAECKMANS, "De uitsluiting en uittreding van aandeelhouders", in X. (ed.), *CBR Jaarboek 2001-2002*, 2002, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 401 p., p. 201.

6. B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, *l.c.*, p. 687.

7. Bv. Voorz. Kh. Mechelen 6 februari 1997, *T.B.H.* 1998, p. 613; B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, *l.c.*, p. 687.

8. K. GEENS, M. DENEFF, F. HELLEMANS, R. TAS en J. VANANROYE, "Overzicht van rechtspraak (1992-1998)", *T.P.R.* 2000, I, p. 449; J. LIEVENS, "De waardebeoordeling in het kader van de geschillenregeling", *V & F* 1997, p. 303-306, p. 303.

9. J. VAN IMPE en J. MERTENS, "Enkele specifieke aspecten bij de waardering van aandelen in het kader van de geschillenregeling", in X. (ed.), *Liber Amicorum H. Olivier*, 2000, Brugge, die Keure, p. 567-582, p. 575.

10. J.-M. NELISSEN GRADE, "De geschillenregeling en de uitkoopregeling", in X. (ed.), *De nieuwe Vennootschapswetten van 7 en 13 april 1995*, 1995, Kalmthout, Biblio, p. 337-372, p. 340-342.

11. Brussel 20 december 2005, gepubliceerd in dit nummer: waarin een vordering tot uittreding werd afgewezen omdat de vennootschap ondertussen failliet was verklaard en het toekennen van de vordering geen enkel nuttig effect kon hebben in termen van de continuïteit van de vennootschap.

12. X, "Waardebeoordeling van een onderneming: compromis tussen heden en verleden", *De Venn.* 2003, afl. 4, p. 10-11, p. 10; F. DE CLIPPELE, "De waardebeoordeling van aandelen ingevolge de gedwongen overdracht en bij de inbreng in natura", *R.W.* 2001-02, p. 977-982, p. 980; E. JANSSENS, "De waardebeoordeling van aandelen n.a.v. een uitsluiting of uittreding van aandeelhouders in een N.V.", *T.R.V.* 2001, p. 364-372, p. 367; B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, *l.c.*, p. 688; H. LAGA, J. DE LEENHEER en G. DELVAUX, *De geschillenregeling en het uitkoopbod in vennootschappen, vennootschapsrechtelijke en waarderingsaspecten*, 1997, Brussel, IDAC, 87 p., p. 33-34; W. JACOBS, "Geschillenregeling en uitkoopbod. De waardering van de aandelen door een deskundige", *Acc. Bedr.* 1996, afl. 3, p. 9-19, p. 12; J.-M. NELISSEN GRADE, *l.c.*, p. 359.

13. A. COIBION, "Du détournement de procédure en matière de retrait forcé - La tentation de donner un caractère indemnitaire à l'article 642 du Code des sociétés", *T.B.H.* 2005, p. 412-420, p. 417; E. JANSSENS, "Recente evoluties inzake het tijdstip waarop de waarde van aandelen n.a.v. de uitsluiting of uittreding van een aandeelhouder moet worden bepaald", *T.R.V.* 2004, afl. 4, p. 388-391; F. DE CLIPPELE, *l.c.*, p. 982.

plus moet worden toegepast bij de overdracht van een minderheidspakket/beleidsbepalend pakket¹⁴.

5. In het geannoteerde arrest komt de vraag aan bod of de rechter gebonden is door statutaire of conventionele prijsbepalingformules.

Vaak nemen de aandeelhouders hetzij in de statuten hetzij in een aandeelhoudersovereenkomst clausules op die bepalen hoe de prijs moet worden berekend bij een overdracht van aandelen, al dan niet in het specifieke geval van uitsluiting of uittreding.

In de rechtsleer wordt deze vraag niet eensgezind beantwoord. Sommigen zijn van oordeel dat een dergelijke overeenkomst of een dergelijke statutaire clausule bindend is voor de rechter¹⁵. Anderen menen dat deze overeenkomsten of clausules dienen te worden beschouwd als feitelijke beoordelingselementen, die door de rechter in aanmerking kunnen worden genomen, maar waardoor de rechter niet gebonden is¹⁶.

6. In het beroepen vonnis werd geoordeeld dat de uitvoering van de aandeelhoudersovereenkomst (uitoefening van koopbelofte) niet aan de orde was. De waarde van het aandelenpakket werd op 1 euro begroot omdat de intrinsieke waarde van de vennootschap nihil was.

De aandeelhouder die zijn aandelen diende over te dragen, vroeg de prijs te bepalen in functie van de conventionele waardebepaling waarin de aandeelhoudersovereenkomst voorziet. Volgens zijn berekeningen zou dit neerkomen op een overnameprijs van 2.096.000 euro.

Het hof redeneert dat de prijsbepaling in het kader van de vordering tot uitsluiting en uittreding niet kan worden gelijkgesteld met de prijsbepaling die partijen waren overeengekomen voor de uitoefening van de koopbelofte in 2006. Het tijdstip van de overdracht is immers verschillend: de over-

dracht werd bevolen op 19 juni 2003 terwijl de overdracht in uitvoering van de koopbelofte zou plaatsvinden op 1 januari 2006. Voorts verwijst de conventionele berekeningsbasis naar de resultaten van het boekjaar 2005 terwijl dit boekjaar nog maar net een aanvang had genomen op het moment van de behandeling van de zaak door het hof.

Dit staat er volgens het hof niet aan in de weg dat deze contractuele bepalingen een aanwijzing kunnen zijn voor de uit te voeren waardering. Bij de aanschaf van de deelneming van 60% was er geen prijs betaald. Hiermee werd rekening gehouden bij de prijsbepaling voor de overdracht van de resterende 40%. Bovendien had de SA S. zich ertoe verbonden belangrijke financiële inbrengen te doen opdat de vennootschap opnieuw rendabel zou worden. Daarom moest de overnameprijs van de resterende 40% worden bepaald in functie van de winst van het boekjaar 2005.

Het hof besluit dat de partijen de waarde van de aandelen in het bijzonder hebben gebaseerd op de toekomstige winstverwachting en dat deze vorm van waarderingmethode moet primeren bij de prijsbepaling voor de gedwongen overdracht.

Het hof geeft dan ook aan de deskundige de opdracht om te adviseren over de waarde van de aandelen met als peildatum medio 2003, rekening houdend met alle elementen die kenmerkend zijn voor de door de partijen in hun overeenkomst vastgelegde prijsbepaling.

Deze beslissing is een mooi voorbeeld van hoe een conventionele prijsbepaling enerzijds niet onverkort wordt toegepast in het kader van de procedure van uitsluiting of uittreding, doch anderzijds wel in grote mate in overweging wordt genomen bij de uiteindelijke prijsbepaling rekening houdend met de specifieke afspraken tussen partijen en de bijzondere omstandigheden van het geding. Op deze manier werd een onbillijke prijsbepaling vermeden.

¹⁴. B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, *l.c.*, p. 691; J. VAN IMPE en J. MERTENS, *l.c.*, p. 581; J. LIEVENS, *l.c.*, p. 304-305; J.-M. NELISSEN GRADE, *l.c.*, p. 360.

¹⁵. F. DE CLIPPELE, *l.c.*, p. 980; E. JANSSENS, "De waardering van aandelen n.a.v. een uitsluiting of uittreding van aandeelhouders in een N.V.", *T.R.V.* 2001, p. 364-372, p. 367; D. VAN GERVEN en M. WYCKAERT, "Kroniek vennootschapsrecht 1998-1999", *T.R.V.* 1999, p. 374-418, p. 408; J. LIEVENS, *l.c.*, p. 306.

¹⁶. B. TILLEMEN en G. VAN SOLINGE, *l.c.*, p. 688; J.-M. NELISSEN GRADE, *l.c.*, p. 359; H. BRAECKMANS, "Gedwongen overdracht en overneming, uitkoopregeling, gerechtelijke ontbinding van niet meer actieve vennootschappen en vereffening", in H. BRAECKMANS en H. WYMEERSCH (eds.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, 1995, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, p. 287-345, p. 319.