

Tilburg University

Financiering van de coöperatie en haar juridische structuur (deel II). Mogelijkheden tot het aantrekken van risicodragend kapitaal van niet-leden

van der Sangen, G.J.H.

Published in:
Agrarisch recht

Publication date:
2001

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

van der Sangen, G. J. H. (2001). Financiering van de coöperatie en haar juridische structuur (deel II). Mogelijkheden tot het aantrekken van risicodragend kapitaal van niet-leden. *Agrarisch recht*, 11, 680-689.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Financiering van de coöperatie en haar juridische structuur (Deel II)

Mogelijkheden tot het aantrekken van risicodragend kapitaal van niet-leden

Dr G.J.H. van der Sangen¹

1 Inleiding

In het eerste deel van deze bijdrage stonden de verschillende wijzen van *zelffinanciering* van de coöperatie centraal. Daaruit bleek dat de vorming van risicodragend vermogen afkomstig van de eigen leden om verschillende redenen onder druk zijn komen te staan. Evenwel blijkt er ook bij coöperaties een behoefte te bestaan aan extra risicodragend kapitaal ter financiering van innovatieve activiteiten, zoals het ontwikkelen van sterke merken, activiteiten op het gebied van research en development, en kwaliteitsverbetering van dienstverlening en producten. Ook het vergroten van marktaandeel door acquisities en het aangaan van strategische samenwerkingsverbanden kunnen leiden tot een extra financieringsbehoefte. Uit onderzoek blijkt dat leden van sommige coöperaties niet (meer) bereid zijn (extra) bij te dragen in de vorming van eigen vermogen.² Het is daarom niet verbazingwekkend dat in het bijzonder grote agrarische coöperatie de mogelijkheid onderzoeken om ook derden, niet-leden dus, door de uitgifte van vermogenstitels te betrekken bij de vorming van eigen vermogen. Niet uitgesloten wordt dat dat zou kunnen plaatsvinden door de uitgifte van effecten ter beurze.³ De binnen de coöperatieve wereld gevoerde discussie heeft tot dusverre slechts in een beperkt aantal gevallen geleid tot het daadwerkelijk aantrekken van risicodragend vermogen van derden.⁴ Van het aantrekken van risicodragend kapitaal afkomstig van beleggers door middel van een beursgang is tot dusverre geen sprake.⁵

¹ Dr G.J.H. van der Sangen is universitair docent Ondernemingsrecht bij de Vakgroep Privaatrecht van de Katholieke Universiteit Brabant en verbonden aan het Center for Company Law aldaar. Hij is tevens juridisch adviseur van Rabobank Nederland.

² Het een en ander blijkt uit de studie van C. Iliopoulos. Zie *Coöperatie*, augustus 2000, nr. 563, p. 21. Dit beeld komt ook naar voren van een enquête onder Nederlandse coöperanten uitgevoerd door de NCR in samenwerking met De Boerderij.

³ Zie hierover NCR-rapporten *Structuur grote (centrale) landbouwcoöperaties*, Den Haag 1973 en *Financiering van de coöperatieve onderneming*, Rijswijk 1990, P.J. Dortmund, *De coöperatie; van vereniging naar beursrechtspersoon*, Kluwer, Deventer 1991, S.M. Bartman/E.J.M. van der Meijden, 'Holdingcoöperatie, evolutie of denaturatie', in: *Strijdige belangen in evenwicht, Beschouwingen over het Bedrijfsfinancieel recht*, Utrecht 1992, W.A. Verburg, 'Coöperaties "going public"', in: *De coöperatieve onderneming. Vijf thema's over de veranderende rol van de coöperatie*, R.C.J. Galle/G.J.H. van der Sangen (red.), Schoordijk Instituut, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer 1991, en G.J.H. van der Sangen, *Rechtskarakter en financiering van de coöperatie*, Schoordijk Instituut, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer 1991, in het bijzonder hoofdstuk 6, alsmede van dezelfde 'Eigen vermogensvorming bij coöperaties door beleggers. Contradictie of paradox?', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 390-397.

⁴ Zoals bij Cebeco-Handelsraad, en wel onderhands door een participatie van de Nationale Investeringsbank.

⁵ De beursgang van apothekerscoöperatie OPG in 1992 heeft niet geleid tot het aantrekken van nieuw kapitaal. De emissie van certificaten van participaties OPG had het karakter van een herplaatsing: leden worden bij deze gelegenheid in staat gesteld niet verhandelbare inleggeden om te ruilen in participaties waarvoor via een Stichting Administratiekantoor aan toonder luidende certificaten zijn uitgegeven.

Betoogd wordt wel dat de financiering van de coöperatie met risicodragend kapitaal van niet-leden niet verenigbaar is met het wezen van de coöperatie en haar juridische structuur.⁶ Reeds eerder heb ik erop gewezen dat een dergelijke opvatting berust op een misvatting. Hieronder zal blijken dat de wettelijke regeling van de coöperatie voldoende ruimte biedt om coöperaties te financieren met risicodragend kapitaal van derden. De beperkte toepassing van deze mogelijkheid moet dan ook gevonden worden in andere – economische, fiscale en/of psychologische – oorzaken.⁷

2 Wettelijke doelstelling en de uitgifte van participatiebewijzen

Volgens art. 2:53 lid 1 BW heeft de coöperatie tot doel ‘te voorzien in bepaalde stoffelijke behoeften van haar leden krachtens overeenkomsten, anders dan van verzekering, met hen gesloten in het bedrijf dat zij te dien einde te hunnen behoeve uitoefent of doet uitoefenen’. Uit deze cryptische wettelijke omschrijving van de doelstelling van de coöperatie valt af te leiden dat de coöperatie een economisch samenwerkingsverband is dat de aangesloten leden economisch voordeel dient te verschaffen. In de wijze waarop de economische voordelen aan de leden moeten toekomen, laat de wetgever de coöperatie een grote mate van vrijheid. Wel wordt de coöperatie verplicht tot het onderhouden van een zakelijk verkeer met haar leden, dat in overeenstemming is met de in de statuten omschreven doelstelling van de coöperatie. Opvallend in dit verband is dat in de visie van de wetgever de leden niet uit hoofde van hun lidmaatschap aanspraak kunnen maken op uitkering van een eventueel exploitatie-overschot. Uiteraard kunnen de statuten een dergelijke aanspraak wel toekennen.⁸

De economische voordelen van de coöperatie kunnen aan de leden op verschillende wijzen opkomen. Zo kan een coöperatie werkzaam zijn volgens het kostendekkingsbeginsel en het profijtbeginsel. Bij een dergelijke traditionele coöperatie wordt aan de leden voor geleverde goederen een voorlopige voorschotprijs betaald, terwijl na vaststelling van de exploitatierekening een eventueel overschot, na aftrek van de benodigde afschrijvingen en reserveringen, aan de leden wordt uitgekeerd in de vorm van een na- of slotbetaling, en wel naar rato van de omvang van het zakelijk verkeer. De praktijk laat echter ook zien, zoals reeds in Deel I bleek, dat coöperaties ook op andere wijze aan hun inkomensvormende functie ten behoeve van de leden kunnen voldoen. Zo is het ook mogelijk dat de leden voor geleverde goederen een vooraf bepaalde, vaste vergoeding verkrijgen. Alsdan ontstaat er bij de coöperatie een winst die vergelijkbaar is bij niet-coöperatieve ondernemingen. Afhankelijk van de statuten kan deze winst (gedeeltelijk) worden gereserveerd, of (gedeeltelijk) aan de leden worden uitgekeerd. Uitkering vindt dan plaats naar de mate dat de leden vrijwillig hebben bijgedragen in het eigen vermogen van de coöperatie. Op een dergelijke wijze ontstaat er een scheiding tussen enerzijds de primaire vergoeding ter zake van het zakelijk verkeer met de leden, anderzijds de vergoeding voor de kapitaalverstrekking.⁹

⁶ Zeer uitgesproken op dit punt is W.J.J. van Diepenbeek, *Coöperatie: Een hele onderneming!*, inaugurale rede Rijksuniversiteit Leiden, 1995, p. 14 en 25.

⁷ G.J.H. van der Sangen, 'Eigen vermogensvorming bij coöperaties door beleggers. Contradictie of paradox?', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 397.

⁸ Zie over de wezenskenmerken van de coöperatie G.J.H. van der Sangen, *a.w.*, in het bijzonder hoofdstuk 4.

⁹ Vgl. situatie bij bijvoorbeeld Friesland Coberco Dairy Foods.

Tegen deze achtergrond is het de vraag of het in strijd is met de wettelijke doelstelling van de coöperatie dat door de uitgifte van participatiebewijzen ook anderen dan de leden een aanspraak krijgen, zowel op een aandeel in het jaarresultaat als ook op een aandeel in een liquidatie-overschot.¹⁰ Gesteld kan worden dat het niet in strijd is met de wettelijke doelstelling van de coöperatie dat ook anderen een aanspraak op het resultaat van de coöperatie verkrijgen, mits de inkomensvormende functie en het onderhouden van een zakelijk verkeer met de leden gewaarborgd zijn.¹¹ In dit verband is van belang dat de invoering hiervan een statutenwijziging impliceert waaromtrent de algemene vergadering (gezamenlijke leden dus) dient te beslissen. Een introductie van een participatie van derden in het risicodragend vermogen van de coöperatie acht ik een kernbesluit dat gevolgen heeft voor de structuur en inrichting van de rechtspersoon, en waarover steeds een besluit dient te worden genomen van de algemene vergadering.¹² Niet geheel bevredigend is dat individuele leden in een dergelijk geval ruime mogelijkheden hebben om het lidmaatschap te beëindigen.¹³

In het geval de coöperatie het zakelijk verkeer afrekent op basis van vooraf vastgestelde vaste vergoedingen, is het ook denkbaar dat de winst, na aftrek van de door de wet en statuten vereiste reserveringen, in zijn geheel vatbaar is voor uitkering aan de participatiehouders, en wel naar rato van het kapitaalbelang dat de participatiehouder in de coöperatie heeft. Leden kunnen dan – naast de primaire vergoeding voor de geleverde goederen – op dezelfde voet als derden delen in de winst door het nemen van participaties. Essentieel bij een dergelijke vormgeving van het zakelijk verkeer tussen de coöperatie en haar leden is, zoals in deel I reeds aan de orde kwam, dat de leden een exclusief recht hebben om hun goederen te doen verwerken door de coöperatie, terwijl op de coöperatie de verplichting rust de goederen van de leden af te nemen. Behoud van zeggenschap van de leden over de statutaire doelomschrijving en de wijze van invulling van het zakelijk verkeer is hierbij een absolute noodzaak.

3 Participatiebewijzen en zeggenschap

Bij een participatie door niet-leden in het risicodragend vermogen van de coöperatie hebben de participatiehouders niet uit dien hoofde zeggenschap in de algemene vergadering van de coöperatie. Dit houdt verband met het feit dat stemrecht in een coöperatie als hoofdregel slechts kan toekomen aan leden.¹⁴ De participatiehouder

¹⁰ Participatiebewijzen zijn 'effecten – al dan niet in een papier belichaamd – die de houder jegens de uitgevende vennootschap aanspraak geven op uitkering van een deel van de vennootschappelijke winst en/of het liquidatiesaldo en die niet zijn aandelen in het kapitaal van de desbetreffende vennootschap'. Zie S.E. Eisma, 'Tussen aandeel en schuldbrief: participatiebewijzen', in: *Ondernemingsrechtelijke contracten*, IVO, RUG, Kluwer, Deventer 1991 p. 29. Deze omschrijving acht ik ook van toepassing op de door coöperaties uit te geven participatiebewijzen.

¹¹ Zie G.J.H. van der Sangen, *a.w.* p. 361-367.

¹² Zie Pitlo/Raaijmakers, *Rechtspersonen- en vennootschapsrecht*, p. 404 en 405, alsmede HR 13 december 1991, *NJ* 1992, 279 (UVO/Lopik).

¹³ Zie voor een kort overzicht Deel I van deze bijdrage in *Agrarisch Recht*, september/oktober, p. xx.

¹⁴ Het gaat hier om een algemeen beginsel van verenigingsrecht dat uitsluitend aan het lidmaatschap stemrecht is verbonden. Personen aan wie krachtens de statuten geen stemrecht in de algemene vergadering is toegekend, zijn - ondanks een mogelijk aanduiding als zodanig in de statuten - geen leden in de zin van art. 2:38 lid 1 BW. Zie hierover G.J.H. van der Sangen, 'Vergader- en stemgerechtigden bij vereniging en stichting', *S&V* 2000, nr. 6, themanummer *Besluitvorming*, p. 155-161.

staat in beginsel slechts in een contractuele verhouding tot de coöperatie. Overigens is een ongeclausuleerde invloed van de participatiehouder in de algemene vergadering van de coöperatie uit oogpunt van behoud van de ledeninvloed over de kernactiviteiten van de coöperatie ook helemaal niet gewenst. De aan de participatiehouders toe te kennen invloed kan beperkt blijven tot zeggenschap over de wijze van bepaling van, en hun aanspraken op een aandeel in het exploitatieresultaat c.q. de jaarwinst. Enige zeggenschap op deze punten is ook dan gewenst indien de participatiehouder in de uitgiftevoorwaarden een vaste, cumulatief preferente vergoeding in het vooruitzicht wordt gesteld. De statuten dienen zo te zijn dat statutaire voorzieningen dienaangaande slechts kunnen worden gewijzigd na goedkeuring van de houders van participaties, bijvoorbeeld verenigd in een daartoe in het leven geroepen *vergadering van participatiehouders*.¹⁵ Daardoor komen de participatiehouders niet alleen in een contractuele verhouding tot de coöperatie te staan, maar ook in een organisatierechtelijke. Het een en ander betekent dat zij tot de kring behoren van art. 2:8 BW en tevens de mogelijkheid hebben om besluiten, waarbij zij een redelijk belang hebben, aan te tasten op de voet van art. 2:14 en 15 BW.

Zoals gezegd hebben de participatiehouders niet als zodanig stemrecht in de algemene vergadering, omdat stemrecht als hoofdregel in de algemene ledenvergadering van een coöperatie alleen verbonden is aan het lidmaatschap als zodanig. Voorstelbaar is dat de participatiehouders ten aanzien van een beperkt aantal onderwerpen wel zeggenschap verwerven in de algemene vergadering van de coöperatie, zoals bijvoorbeeld ten aanzien van het besluit om de jaarrekening vast te stellen en het besluit om het bestuur en de raad van commissarissen te dechargeren. Art. 2:38 lid 3 BW bevat daartoe de mogelijkheid: *'De statuten kunnen bepalen dat personen die deel uitmaken van andere organen der vereniging en die geen lid zijn, in de algemene vergadering stemrecht kunnen uitoefenen. Het aantal der door hen gezamenlijk uitgebrachte stemmen zal echter niet meer mogen zijn dan de helft van het aantal der door de leden uitgebrachte stemmen.'* Het sympathieke van deze voorziening is dat er tevens een maatstaf wordt gegeven voor het behoud van de ledendominantie. Een bundeling van de zeggenschap van de beleggers kan vervolgens plaatsvinden door certificering. Alle participatiebewijzen worden ondergebracht bij een Stichting Administratiekantoor (AK) tegenover uitgifte van certificaten aan de belegger. Krachtens de statuten kan de stichting AK even zoveel stemrechten uitoefenen als corresponderend met het aantal participatiebewijzen. De stichting AK kan echter gezien art. 2:38 lid 3 BW nooit meer dan de helft van het aantal door de leden feitelijk uitgebrachte stemmen uitbrengen.¹⁶ In de literatuur is wel de mogelijkheid geopperd dat aan niet-leden stemrecht kan worden toegekend door het tot een bijzonder commanditair lidmaatschap toe laten.¹⁷ Ik acht deze oplossing niet

¹⁵ Een complicatie in dit verband is dat, voor zover ook leden deelnemen in kapitaal door het nemen van participatiebewijzen, deze leden een dubbele invloed kunnen aanwenden in de coöperatie. Er kan een belangentegenstelling ontstaan tussen kapitaalkrachtige leden die in ruime mate op vrijwillige basis deelnemen in de financiering en minder kapitaalkrachtige leden waarvoor deze mogelijkheid niet opgaat (bijv. omdat het beschikbare vermogen moet worden aangewend voor de eigen bedrijfsvoering).

¹⁶ Dit impliceert dat de statuten bij een dergelijke coöperatie een meervoudig stemrecht kent. De mogelijkheid daartoe wordt geopend in art. 2:38 lid 1 BW. Een redelijke wetstoepassing brengt mee dat ook aan niet-leden die aan art. 2:38 lid 3 BW stemrecht ontleen, een meervoudig stemrecht kan worden toegekend. Zie over de constructie G.J.H. van der Sangen, *a.w.* p. 405-412.

¹⁷ Zie bij Bartman/Van der Meijden, *t.a.p.* p. 30 e.v., J.T.L. Nillesen, 'Financiering van grote coöperaties; Nieuwe vormen van risicodragend vermogen voor coöperaties geplaatst in civiel- en fiscaalrechtelijk perspectief', *Fiscaal Ondernemingsrecht* 1994, p. 113 e.v. en P.J. Dortmond, *t.a.p.* p.

passend binnen het huidige verenigings- en coöperatierecht. De strekking en de ratio van de wettelijke regeling van het lidmaatschap van een coöperatie brengen mijns inziens met zich dat een coöperatie alleen leden kent die een zakelijk verkeer met de coöperatie onderhouden of hebben onderhouden.

4 **Uitgangspunten bij externe financiering**

Uit het voorgaande blijkt dat er geen juridische belemmeringen bestaan om aan niet-leden participatiebewijzen uit te geven. Ook de toekenning van zeggenschap aan participatiehouders is juridisch gezien niet onmogelijk. Wel blijkt er een correlatie te bestaan tussen de mate waarin de participatiehouder aanspraak kan maken op een aandeel in het jaarresultaat en de omvang van de aan de participatiehouder toe te kennen zeggenschap.¹⁸ De te kiezen financieringsconstructie blijkt bovendien afhankelijk te zijn – zonder overigens volledigheid te willen nastreven – van de volgende factoren:

- a. *de mate van verhandelbaarheid van de participatie en de mogelijkheid om door verkoop koerswinst te behalen;*
- b. *de aard van de emissie van participatiebewijzen (is er sprake van een uitgifte van nieuwe vermogenstitels dan wel van een herplaatsing van bestaande vermogenstitels?);*
- c. *de mogelijkheid dat leden hun vermogensaanspraken kunnen omwisselen in participaties, zodat op deze wijze het vermogen in de dode hand tot leven wordt gewekt;*
- d. *vindt er een scheiding plaats tussen een vergoeding terzake van het zakelijk verkeer en een vergoeding voor verschaft kapitaal, zodat er ontkoppeling plaatsvindt tussen het zakelijk verkeer en de kapitaalverschaffing;*
- e. *op welke wijze wordt de participatie als zodanig, de daarop ontvangen vergoedingen en een eventuele koerswinst fiscaal behandeld;*
- f. *op welk niveau van het coöperatieve concern worden de stortingen op de vermogenstitels ontvangen, en op welke niveau en met welk doel worden de gelden aangewend;*
- g. *is de gekozen financieringsconstructie herhaalbaar;*
- h. *hoe transparant is de gekozen financieringsconstructie?*

Over dit laatste nog het volgende. De keuze voor de belegger om deel te nemen in het risicodragend vermogen van een coöperatie wordt in de eerste plaats bepaald door het behaalde (past performance) en het te verwachten resultaat (future performance). Inzicht hierin kan worden gegeven door een duidelijk beeld te geven van de als gevolg van de gekozen financieringsconstructie optredende geld- en dividendstromen. Teneinde deze helderheid te bewerkstelligen, kan het zinvol zijn reeds enige jaren voorafgaande aan de beursgang een scheiding aan te brengen tussen zogenaamde eerste lijns-activiteiten en tweede-lijnsactiviteiten. De activiteiten van het coöperatieve concern worden daartoe ondergebracht in twee afzonderlijke sub-holdings. In sub-holding A worden alle kernactiviteiten van de coöperatie

19.

¹⁸ Bij een vaste vergoeding kan de zeggenschap beperkt zijn. Staat de winst evenwel ter beschikking van de algemene vergadering, dan zal ook de participatiehouders invloed wensen bij de besluitvorming omtrent winstbestemming. In soortgelijke zin NCR-rapport *Financiering van de coöperatieve onderneming*, Rijswijk 1990, p. 41.

ondergebracht die een direct verband houden met de uitoefening van het primaire bedrijf, d.w.z. het onderhouden van een zakelijk verkeer met de leden, zij het dat het van belang is dat het zakelijk verkeer tussen de coöperatie en haar leden wordt afgerekend op basis van marktconforme prijzen. In sub-holding B worden alle andere activiteiten, het zo genaamde secundaire bedrijf, ondergebracht. Het betreft hier valorisatie-, veredelings- en/of specifieke branche gerelateerde activiteiten. Ook buitenlandse deelnemingen kunnen hieronder worden gebracht, zij het dat hiervoor ook een derde sub-holding in het leven kan worden geroepen. In het algemeen kan men zeggen dat in sub-holding A bulkgoederen worden verwerkt, terwijl in sub-holding B meerwaarde generende activiteiten worden ondergebracht.¹⁹ Afgezien dat hierdoor de mogelijkheid ontstaat dat een ontkoppeling plaats vindt tussen de primaire vergoedingen aan de leden ter zake van het zakelijk verkeer, en de vergoedingen aan de leden en/of derden voor aan sub-holding B verstrekt kapitaal, heeft deze scheiding als voordeel dat er duidelijkheid bestaat omtrent de rentabiliteit van het coöperatieve concern als geheel en van haar afzonderlijke onderdelen.²⁰ Dit komt de beeldvorming bij potentiële beleggers ten goede.

5 Beperkte mogelijkheden tot deelname in het eigen vermogen op het niveau van een dochtermaatschappij

In het hier voorgaande is er steeds vanuit gegaan dat eventuele beleggers/derden participeren in het vermogen van de coöperatie zelf. Uiteraard bestaat er ook de mogelijkheid dat beleggers eigen vermogen verschaffen aan een of meer specifieke dochtermaatschappijen binnen het coöperatieve concern of aan een bepaald bedrijfsonderdeel zoals ondergebracht in een sub-holding.²¹ Deelname in het risicodragend vermogen kan betrekkelijk eenvoudig plaats vinden door emissie van aandelen door de dochtermaatschappij c.q. de sub-holding in kwestie. Een dergelijke wijze van financiering, ook wel 'floating' genaamd, kan de aangewezen weg zijn, indien het de bedoeling is dat de opbrengst specifiek ten goede komt aan de dochtermaatschappij of de sub-holding in kwestie, bijvoorbeeld omdat op dat niveau de opbrengst zal worden aangewend om een acquisitie te plegen. Ook biedt het de mogelijkheid dat de dochter c.q. de sub-holding juridisch fuseert met een over te nemen kapitaalvennootschap, waarbij de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap aandeelhouders worden in de verkrijgende dochtermaatschappij of sub-holding.

Een belangrijk nadeel van deze methode van financiering van onderdelen van het coöperatieve concern is evenwel dat de methode eindig is en niet onbeperkt herhaalbaar. Uitgifte van aandelen leidt immers in de regel tot zowel een verwatering van financiële, maar nog belangrijker van zeggenschapsrechten. Uiteraard is met het oog op het voeren van een centraal concernbeleid directe of indirecte doorslaggevende zeggenschap in de dochter of de sub-holding een noodzakelijkheid.²²

¹⁹ Zie over dit onderscheid G. van Dijk, 'Bedrijfsorganisatie en structuren van coöperaties', *Coöperatie*, nr. 562, april 2000, p. 23-26.

²⁰ In dit verband is van belang dat er tevens een tendens is waar te nemen dat jaarrekeningen van (grote) coöperaties zo worden ingericht dat er sprake is van winst zoals bij de naamloze vennootschap. Zie hierover M.N. Hoogendoorn, 'De commerciële jaarrekening van coöperaties', in: *Coöperaties en nv's: fiscale rivalen?*, G. van Dijk/D. Faber (red.), Van Gorkum 2000, p. 13-21.

²¹ Zie over deze inbrengconstructie G.J.H. van der Sangen, *a.w.* p. 434 e.v.

²² Zie voor de mogelijkheden om het stemrecht van de belegger in dochter c.q. de sub-holding te beperken G.J.H. van der Sangen, *a.w.* p. 444-453.

Zonder nadere statutaire afwijkingen impliceert dit dat de coöperatie via aandelenbezit of anderszins meer dan de helft van de stemrechten moet kunnen uitbrengen in de dochter of de sub-holding. In het geval van 'floating' in de vorm van een beursemissie dient men tevens rekening te houden met een aantal beperkingen ten aanzien tot het nemen van (een cumulatie aan) beschermingsmaatregelen.²³

Andere nadelige gevolgen van deze methode zijn dat de dochter c.q. de subholding geconfronteerd wordt met een of meer 'outside-aandeelhouders', wiens rechten als minderheid niet door de coöperatie als meerderheids-aandeelhouder mogen worden veronachtzaamd. Afgezien van het feit dat er niet meer buiten de algemene vergadering van aandeelhouders besluit kunnen worden genomen (zie art. 2:128 BW), doen er zich steeds spanningen gevoelen tussen de coöperatie en de minderheidsaandeelhouder ten aanzien van de winstvaststelling en winstbestemming, in het bijzonder ten aanzien van het dividend- en reserveringsbeleid. Een dergelijk beleid zal ten opzichte van de outside-aandeelhouders de toets van art. 2:8 BW moeten doorstaan.²⁴ Ook blijkt dat door de gekozen constructie geen gebruik kan worden gemaakt van een fiscale eenheid tussen de coöperatie en de dochter c.q. de subholding. Overigens leidt het enkele onderbrengen van het primaire bedrijf in kapitaalvennootschap waarvan de coöperatie enig aandeelhoudster is, dat de mogelijkheid tot aftrek van de verlengstukwinst verloren gaat. In de regel zal dit leiden tot een dubbele belastingheffing over het door coöperatie behaalde resultaat.

Vermeld zij in de juridische literatuur soms wordt getwijfeld of het mogelijk is het coöperatieve concern op een dergelijke wijze feitelijk te scheiden.²⁵ Met name is er onduidelijkheid geweest omtrent de vraag of een coöperatie het primaire bedrijf zelf moest uitoefenen, d.w.z. dat op het niveau van de coöperatie de overeenkomsten met de leden moesten worden afgesloten, of dat het toegestaan was dat een dochtermaatschappij dit deed. De heersende opvatting is thans dat een coöperatie het feitelijk onderhouden van een zakelijk verkeer met haar leden mag overlaten aan een daartoe aangewezen dochtermaatschappij. Essentieel hierbij is wel dat de coöperatie over deze dochter doorslaggevende zeggenschap behoudt en derhalve in staat is het beleid in de dochter te bepalen met het oog op de vaststelling van de voorwaarden waaronder het zakelijk verkeer plaatsvindt, en tevens dat *het zakelijk verkeer met de leden door deze dochter plaatsvindt*.²⁶

6 Een coöperatief beursmodel

Hetgeen hierboven aan de orde kwam - een introductie van participaties op het niveau van de coöperatie, een ont koppeling tussen activiteiten ter zake van het primaire bedrijf en de meerwaarde genererende activiteiten, alsmede het creëren van

²³ Zie in het bijzonder het verbod tot een cumulatie van beschermingsconstructies van art. 13 Bijlage X van het Fondsenreglement.

²⁴ Vgl. in dit verband HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51 (Sluis) en Hof Arnhem 26 mei 1992, *NJ* 1993, 182 (Uniwest).

²⁵ Feitelijk, doch niet juridisch, immers de coöperatie blijft in mijn optiek als aandeelhouder met doorslaggevende zeggenschap een centraal concernbeleid voeren waartoe ook de dochter of subholding in kwestie toebehoort.

²⁶ Zie hierover G.J.H. van der Sangen, *a.w.* p. 255 en 256. In andere zin R.C.J. Galle, *De coöperatie*, Schoordijk Instituut, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle 1993, p. 170 en A.L.G.A. Stille, WPNR 96/6235 p. 622.

mogelijkheden tot financiering van specifieke bedrijfsonderdelen, kan op de volgende wijze worden gecombineerd.²⁷

De coöperatie splitst haar activiteiten in twee (of meer) afzonderlijke sub-holding op de wijze van art. 2:334a lid 2 BW. In beide sub-holdings wordt de coöperatie enig aandeelhouder. In sub-holding A wordt het primaire bedrijf ondergebracht. In sub-holding B de daartoe bestemde meerwaarde genererende bedrijfsactiviteiten en/of buitenlandse activiteiten. Op het niveau van de coöperatie worden verschillende soorten participatiebewijzen geïntroduceerd: participatiebewijzen A, die alleen toekomen aan de leden en die een recht aan de leden verschaffen tot het jaarlijks onderhouden van een zakelijk verkeer van een bepaalde omvang. Tevens geven deze participatiebewijzen recht op uitkering van een bepaalde al dan niet vaste vergoeding, indien en voor zover sub-holding A na aftrek van de wettelijke en statutaire reserves winst heeft behaald. Voor zover de statuten van de sub-holding niet anders bepalen kan de coöperatie kan echter ook, in haar hoedanigheid van 100%-aandeelhouder, de winst geheel of gedeeltelijk reserveren met het oog op het waarborgen van de continuïteit van het primaire bedrijf van de coöperatie.

Op het niveau van de coöperatie worden tevens participatiebewijzen B uitgegeven. Dergelijke participatiebewijzen zouden rechtstreeks kunnen worden geplaatst bij zowel leden als bij derden. Deze participatiebewijzen moeten bij het nemen volledig worden volgestort. Zoals hierboven reeds aan de orde kwam, hebben de houders van deze participaties niet als zodanig stemrecht in de algemene vergadering. De statuten kunnen echter bepalen dat aan de houders van participatiebewijzen op de voet van art. 2:38 lid 3 BW een bepaald meervoudig stemrecht toekomt. In de regel zal het echter ongewenst zijn dat beleggers rechtstreeks van deze zeggenschap gebruik kunnen maken in de algemene vergadering. Certificering kan op dit punt uitkomst bieden, en wel in die zin dat alle te emitteren participatiebewijzen B worden geplaatst bij een daartoe opgerichte stichting Administratiekantoor. Met het oog op een eventuele beursnotering verplicht de stichting zich voor de participatiebewijzen B certificaten aan toonder uit te geven. In de statuten van de coöperatie wordt opgenomen dat de stichting even zovele stemrechten kan uitbrengen als corresponderend met de participatiebewijzen B.²⁸

Het bijzondere van de participatiebewijzen B is dat de opbrengst ervan uitsluitend wordt aangewend ter financiering van de activiteiten die zijn ondergebracht in sub-holding B. Daartegenover bepalen de statuten van de sub-holding B dat de winst, na aftrek van de noodzakelijke reserveringen, wordt uitgekeerd aan de coöperatie. In de statuten van de coöperatie is vervolgens bepaald dat dit aan de coöperatie uitgekeerde dividend uitsluitend kan worden uitgekeerd op participatiebewijzen B, en wel naar rato van het kapitaalbelang. De stichting is vervolgens op grond van de administratie voorwaarden verplicht het uitgekeerde dividend onder aftrek van de administratiekosten naar rato van het bezit aan certificaten uit te keren aan de certificaathouders. Uiteraard zijn er wat betreft verhouding tussen de participatiebewijzen A en B ten aanzien van zeggenschap in de

²⁷ In soortgelijke zin W.A. Verburg, 'Coöperaties "going public"', in: *De coöperatieve onderneming*, R.C.J. Galle/G.J.H. van der Sangen (red.), W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer 1999, p. 89.

²⁸ Overigens betekent dit niet dat de certificaathouders helemaal rechteloos. Analooq aan de regeling bij de nv (art. 2:117 lid 2) hebben de houders van certificaten die met medewerking van de rechtspersoon zijn uitgegeven, recht op de algemene vergadering bij te wonen en daar het woord te voeren. Zie het medewerkingsvereiste C.A. Schwarz, 'Enige ontwikkelingen op het terrein van de certificering van aandelen', in: *Overnemen; een hele onderneming*, H. Pasman e.a. (red), Kluwer, Deventer 1999, p. 111.

algemene vergadering en ten aanzien van de winstverdeling variaties mogelijk. Zo kan het stemrecht van de certificaathouders via de stichting beperkt blijven, indien aan het een cumulatief preferente effecten zijn geëmitteerd. De overwinst staat dan ter beschikking aan de algemene vergadering, waarin de leden de meerderheid uitmaken.

Deze methode biedt tevens de mogelijkheid dat de leden extra kunnen delen in de winst van de activiteiten van sub-holding B, indien en voor zover zij certificaten van participatiebewijzen nemen. De methode biedt tevens de mogelijkheid dat de leden de participatiebewijzen A, die in de regel niet verhandelbaar zijn en als het ware het vermogen in de dode hand vertegenwoordigen, kunnen converteren in participatiebewijzen B, die daarmee geacht worden te zijn volgestort. Indien voor de aldus geconverteerde participatiebewijzen certificaten aan toonder ter beurze worden aangeboden, hebben de leden een mogelijkheid de 'koers'-waarde te verzilveren.

7 Conclusie

In deze tweedelige bijdrage stonden een aantal juridische aspecten van de financiering van grote coöperatieve ondernemingen centraal. In het bijzonder is daarbij aandacht besteed aan de knelpunten in de wijze van zelffinanciering. Ook werd onderzocht of, en zo ja, op welke wijze de coöperatie en haar bedrijfsonderdelen kunnen worden gefinancierd met risicodragend vermogen afkomstig van niet-leden. Uitgifte van vermogenstitels op het niveau van de coöperatie deed met name vragen rijzen naar het coöperatieve karakter en het waarborgen van de dienstverlening aan de leden overeenkomstig haar in de statuten verankerde wettelijke doelstellingen. Verder is gebleken dat het toekennen van enige mate van zeggenschap aan de belegger in de organen van de coöperatie juridisch gezien niet op onoverkomelijke bezwaren stuit. Verder is er aandacht besteed aan de mogelijkheden om aandelen aan derden te emitteren op het niveau van een specifieke dochter of via een sub-holding. De mogelijkheden daartoe zijn om verschillende redenen feitelijk beperkt. In het bijzonder dient te worden voorkomen dat de coöperatie als grootaandeelhouder de mogelijkheid verliest ten aanzien van deze bedrijfsonderdelen een centraal coöperatief concernbeleid te voeren. Als laatste is een combinatiemodel besproken dat de mogelijkheid biedt dat beleggers en leden door het nemen van aandelen kunnen participeren in specifieke tweede-lijnsactiviteiten. Bijkomend voordeel van deze constructie is voorts dat de coöperatieve structuur en het kernbedrijf zo veel mogelijk in tact blijven. Al met al blijkt de juridische structuur geen wezenlijke belemmeringen op te werpen die een financiering van de coöperatie met risicodragend vermogen van derden onmogelijk maken.