

# Aandeelhouders: rekening houden met de vennootschap?

*Mr. S.T.E. Bakker\**

## Inleiding

Het bijzondere aan een besloten vennootschap of naamloze vennootschap ten opzichte van een natuurlijk persoon is dat een vennootschap een fictie is. Dit maakt dat een vennootschap niet zelfstandig kan handelen, maar afhankelijk is van anderen die de vennootschap vertegenwoordigen of anderszins bij de vennootschap betrokken zijn. Binnen de vennootschap spelen daardoor verschillende belangen een rol; deze belangen worden deelbelangen genoemd. Aandeelhouders hebben bijvoorbeeld een deelbelang, maar ook werknemers of schuldeisers van de vennootschap. Algemeen wordt aangenomen dat een vennootschap, naast deze deelbelangen, ook een eigen belang heeft: het vennootschappelijk belang.

Uit artikel 2:140/250 lid 2 BW volgt dat de raad van commissarissen (hierna: RvC) het vennootschappelijk belang in acht moet nemen: de RvC dient zich bij de vervulling van zijn taak te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In 2002 bepaalde de Hoge Raad dat niet alleen de RvC, maar ook het bestuur van de vennootschap het vennootschappelijk belang in acht moet nemen.<sup>1</sup> De vraag rijst of ook aandeelhouders gehouden zijn zich te laten leiden door het vennootschappelijk belang. De verhouding tussen enerzijds het bestuur of de RvC en de vennootschap en anderzijds de aandeelhouders en de vennootschap is heel verschillend; de wet bedeeft de aandeelhouders – in tegenstelling tot het bestuur en de RvC – immers geen taak toe.

Uit de rechtspraak blijkt dat aandeelhouders hun eigen belang niet onbeperkt kunnen nastreven, hetgeen is bevestigd in de PCM-beschikkingen.<sup>2</sup> Daarnaast vormen de PCM-beschikkingen een uitbreiding van eerdere rechtspraak. In deze bijdrage ga ik allereerst in op de wettelijke begrenzing van de vrijheid van de aandeelhouder. Vervolgens bespreek ik de relevante bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) en ga ik in op rechtspraak waarin is bevestigd dat de aandeelhouder het vennootschappelijk belang in acht moet nemen. Daarna bespreek ik de relevante overwegingen van de Ondernemingskamer (hierna: OK) in de PCM-beschikkingen. Ik eindig met een korte analyse van de prakti-

sche invulling van de plicht van de aandeelhouder om het vennootschappelijk belang in acht te nemen en de gevolgen van een eventuele schending van deze plicht.

## Wettelijke begrenzing van de vrijheid van de aandeelhouder

Artikel 2:81/192 BW bepaalt dat een aandeelhouder niet, zelfs niet door een wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting kan worden opgelegd boven de storting van de nominale waarde van zijn aandeel. Naast deze bepaling bevat de wet geen normen voor het handelen van aandeelhouders. In verschillende arresten heeft de Hoge Raad bevestigd dat de aandeelhouder zijn stemrecht in beginsel volledig mag uitoefenen in lijn met zijn eigen belang, bijvoorbeeld in de arresten Wennex, Melchers en Aurora.<sup>3</sup>

De handelingsvrijheid van de aandeelhouder is echter niet onbeperkt, maar wordt door een aantal wettelijke bepalingen begrensd. Een belangrijke begrenzing vloeit voort uit artikel 6:162 BW, op grond waarvan de aandeelhouder aansprakelijk kan worden geacht voor schade die het handelen van deze aandeelhouder aan derden (bijvoorbeeld vennootschapscrediteuren) heeft toegebracht. In 1991 achtte de Hoge Raad de enig aandeelhouder van een vennootschap aansprakelijk jegens de schuldeisers van deze (later gefailleerde) vennootschap op grond van artikel 6:162 BW, omdat de aandeelhouder had besloten tot een dividenduitkering waardoor nagenoeg alle reserves van de vennootschap waren verdwenen en de schuldeisers in hun verhaal op de vennootschap werden beperkt.<sup>4</sup> Andere voorbeelden van situaties waarin een aandeelhouder aansprakelijk werd gehouden op grond van artikel 6:162 BW zijn te vinden in het leerstuk van de concernaansprakelijkheid (ik noem in dit verband de arresten Osby en Albada Jelgersma).<sup>5</sup> Nadere bespreking van dit leerstuk gaat het bestek van deze bijdrage echter te buiten.

De handelingsvrijheid van de aandeelhouder wordt daarnaast begrensd door artikel 2:8 BW, op grond waarvan de rechtspersoon en degenen die bij de rechtspersoon zijn betrokken, zich jegens elkaar moeten gedragen naar hetgeen door redelijkheid

\* Mr. S.T.E. Bakker is werkzaam als advocaat bij Stibbe.

1. HR 13 september 2002, JOR 2002, 186 m.nt. Josephus Jitta (De Vries Robbé).  
2. OK 10 januari 2008, JOR 2008, 39 (verzoek tot enquête PCM) en OK 27 mei 2010, JOR 2010, 189 (uitslag enquête PCM).

3. HR 30 juni 1944, NJ 1944, 465 (Wennex), HR 13 november 1959, NJ 1960, 472 (Melchers) en HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 (Aurora).

4. HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (Nimox).

5. HR 25 september 1981, NJ 1982, 443 (Osby) en HR 19 februari 1988, NJ 1988, 487 (Albada Jelgersma).

en billijkheid wordt gevorderd. De aandeelhouder dient zich aldus het belang van de overige bij de vennootschap betrokkenen aan te trekken. Deze overige betrokkenen zijn de andere (minderheids)aandeelhouders, maar bijvoorbeeld ook de werknemers van de vennootschap. De vraag is echter of ook het vennootschappelijk belang binnen de reikwijdte van artikel 2:8 BW valt. Moet de aandeelhouder zich op grond van artikel 2:8 BW laten leiden door het vennootschappelijk belang?

## De Corporate Governance Code

De Code biedt richtlijnen voor de wijze waarop het bestuur, de RvC en de aandeelhouders zich jegens elkaar moeten gedragen.<sup>6</sup> Hoewel de Code zich alleen richt op beursgenoteerde vennootschappen, passen (doorgaans grotere) niet-beursgenoteerde vennootschappen onderdelen van de Code vaak vrijwillig toe. Hoofdstuk IV van de Code bevat een aantal principes en *best practice*-bepalingen die specifiek gericht zijn op aandeelhouders. In de preambule van de Code overweegt de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: Monitoring Commissie) onder meer het volgende:

‘Anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, zijn de overige betrokkenen bij de vennootschap in beginsel niet gebonden aan het richtsnoer van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zo geldt voor aandeelhouders dat ze bij hun handelen in beginsel hun eigen belangen mogen nastreven, binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid.’

Dit uitgangspunt wordt verder uitgebreid in *best practice*-bepalingen IV.4.4-IV.4.6, waarin het handelen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt toegelicht door de overweging dat hieronder de bereidheid valt om een dialoog met de vennootschap aan te gaan. In het rapport van de Monitoring Commissie van december 2010 wordt deze plicht van de aandeelhouder nader toegelicht.<sup>7</sup> Indien aandeelhouders gebruikmaken van hun rechten, is dit niet vrijblijvend: dit brengt verantwoordelijkheden met zich, aldus het rapport. Vervolgens noemt de Monitoring Commissie ‘het burgerschap van de aandeelhouder’, waarmee kennelijk wordt bedoeld dat aandeelhouders deze verantwoordelijkheden ook daadwerkelijk nemen. Onduidelijk blijft echter of de Monitoring Commissie van mening is dat de aandeelhouder alleen de belangen van de overige bij de vennootschap betrokkenen in acht moet nemen of (ook) de belangen van de vennootschap zelf.

6. De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, 2008. Te raadplegen via <[www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec\\_2008\\_Code\\_NL.pdf](http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf)>.

7. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2010. Te raadplegen via <[www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/2010\\_Rapport\\_Monitoring\\_Commissie\\_Corporate\\_Governance\\_Code.pdf](http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/2010_Rapport_Monitoring_Commissie_Corporate_Governance_Code.pdf)>.

## Rechtspraak

De rechtspraak is duidelijker over de plicht van de aandeelhouder om zich te laten leiden door het vennootschappelijk belang. In 1999 oordeelde de OK in een van de Gucci-beschikkingen expliciet dat, mede gezien het bepaalde in artikel 2:8 BW, de verwerfer van een aanzienlijk pakket aandelen in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen, maar ook de belangen van de vennootschap ‘in al haar facetten’ in acht dient te nemen.<sup>8</sup> De OK herhaalde deze overweging enkele dagen later bijna woordelijk in de Breevast-beschikking.<sup>9</sup> Ook in de Breevast-beschikking betrof het een aandeelhouder die een aanzienlijk belang hield in de vennootschap. Recenter, in de AHAM-beschikking van 10 december 2008, stelde de OK niet expliciet dat de aandeelhouder het vennootschappelijk belang in acht moet nemen.<sup>10</sup> Toch meen ik dat uit de bewoordingen van de OK in de AHAM-beschikking afgeleid kan worden dat de aandeelhouder deze verplichting heeft. De OK oordeelde in de AHAM-beschikking immers dat het ontslaan van de bestuurders van de vennootschap door de aandeelhouder strijdig kan zijn met de plicht van de aandeelhouder zich op grond van artikel 2:8 BW te gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid, wanneer dit ontslag schadelijke gevolgen voor de vennootschap kan hebben en voor de continuïteit van de vennootschap moet worden gevreesd.

## De PCM-beschikkingen

### Feiten

In de PCM-beschikkingen gaf de OK meer duidelijkheid over de rol die het vennootschappelijk belang voor de aandeelhouder moet spelen. De feiten in de PCM-beschikkingen luiden kort samengevat als volgt. In 2004 trad Apax Partners Ltd. (hierna: Apax), een *private equity*-fonds, toe als (indirecte) aandeelhouder van PCM Uitgevers B.V. De toetreding door Apax vond plaats in het kader van de strategie tot basisverbreding van de PCM-groep, waarvoor de PCM-groep een nieuwe, financieel krachtige aandeelhouder nodig had. De toetreding van Apax werd vormgegeven door de oprichting van PCM Holding B.V., welke vennootschap alle aandelen in het kapitaal van PCM Uitgevers B.V. kocht van (onder meer) grootaandeelhouder Stichting Democratie en Media (hierna: SDM). 52,5% van de aandelen in het kapitaal van PCM Holding B.V. werd gehouden door een dochtervennootschap van Apax, 41,9% door SDM en de overige aandelen door Stichting ter Bevordering van de Christelijke Pers in Nederland (hierna: SCP) en Stichting de Volkskrant (hierna: SDV). PCM Holding B.V. financierde de koopprijs voor de aandelen in PCM Uitgevers B.V. grotendeels door achtergestelde leningen van haar aandeelhouders en vreemd vermogen, waarop hoge rentes werden bijgeschreven. De structuur van de financiering werd opgezet nog voordat Apax de aandelen in PCM Holding B.V. verkreeg. In 2007 verkocht Apax haar belang in PCM

8. OK 3 maart 1999, JOR 1999, 87 (Gucci I).

9. OK 11 maart 1999, JOR 1999, 89 (Breevast).

10. OK 10 december 2008, JOR 2009, 38 (verzoek tot enquête AHAM).

Holding B.V. De vakbonden verweten Apax dat zij de PCM-groep met aanzienlijke schulden en een uitgehold eigen vermogen had achtergelaten.

### *Enquêteprocedure PCM: bevestiging*

Op verzoek van de vakbonden beval de OK in januari 2008 een enquête naar de gang van zaken bij PCM Holding B.V. en PCM Uitgevers B.V. Uit de beschikking blijkt dat de vakbonden onder meer hadden gesteld dat 'bij de Apax-groep onvoldoende sprake was van *commitment* bij de onderneming van PCM, het vennootschappelijk belang van PCM en de continuïteit van de bedrijfsvoering van PCM en dat zij vooral was gericht op het eigen rendement'. De OK lijkt van mening te zijn dat Apax een verwijt kan worden gemaakt en beveelt het instellen van een enquête (onder meer) omdat 'de vraag is gezeten of de betrokkenheid van Apax bij PCM, inclusief de beëindiging daarvan, in het vennootschappelijk belang van PCM was en dat belang mogelijk heeft geschaad'.

In mei 2010 concludeerde de OK op grond van het verslag van de onderzoekers dat sprake is geweest van wanbeleid bij PCM Holding B.V. en PCM Uitgevers B.V. in de periode van 1 januari 2004 tot en met 2 juli 2007. In deze beschikking gaat de OK verscheidene malen in op de rol van Apax en SDM als (indirecte) meerderheidsaandeelhouders. De OK overweegt dat als uitgangspunt moet gelden dat de financieringsstructuur ten tijde van de toetreding van Apax als aandeelhouder (een zogenoemde *leveraged buy out*) 'de bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en die deelnemen aan de besluitvorming die leidt tot het betrekken van de vennootschap in een [*leveraged buy out*]-transactie'.(r.o. 3.2)

In r.o. 3.18 van de beschikking van mei 2010 stelt de OK expliciet dat Apax, SDM, SCP en SDV bij het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten acht hadden moeten slaan op de vennootschappelijke belangen. Daarnaast bevat de beschikking een aantal specifieke verwijten aan het adres van meerderheidsaandeelhouders Apax en SDM. Een van de verwijten die de OK SDM maakt, is dat zij bij de selectie van kandidaten voor het nemen van aandelen in PCM Uitgevers B.V. de strategie van basisverbreding zoals door PCM voorgestaan verliet, terwijl SDM zich in een eerder stadium expliciet aan deze strategie had gecommitteerd.

### *Enquêteprocedure PCM: uitbreiding*

Naast de bevestiging van hetgeen de OK eerder al overwoog in de Gucci-beschikking en de Breevast-beschikking, lijkt de OK de overwegingen uit die beschikkingen ook uit te breiden. In het onderzoeksverslag staat dat Apax 'naar het oordeel van de onderzoekers in grote lijnen gehandeld [heeft] zoals van een private equity investeerder verwacht kon worden. Behalve op het terrein van financiële discipline heeft het aandeelhouder-schap van Apax PCM weinig tot niets positiefs gebracht.' De onderzoekers maken Apax op dit punt echter geen expliciet verwijt. De OK overweegt dan het volgende:

'De Ondernemingskamer merkt voorts op dat, mede gelet op hetgeen ingevolge artikel 2:8 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, voor de private equity partij die zich aandient als toekomstig aandeelhouder in een vennootschap op een wijze als de onderhavige, heeft te gelden, dat zij in haar handelen dat verband houdt met het verkrijgen van een belang als het onderhavige in de doelvennootschap, niet alleen de eigen belangen maar ook de (...) vennootschappelijke belangen dient te betrekken.' (r.o. 3.13)

Aldus lijkt de OK te stellen dat een *private equity*-investeerder het vennootschappelijk belang in acht moet nemen, zelfs nog vóórdat de *private equity*-investeerder daadwerkelijk een belang in deze vennootschap verkrijgt. Opmerkelijk is dat de OK deze algemene overweging met betrekking tot *private equity*-investeerders vervolgens niet toepast op Apax en Apax aldus geen verwijt maakt over haar handelen in aanloop naar het nemen van haar belang in PCM Holding B.V. Door te stellen dat ook toekomstige aandeelhouders zich moeten laten leiden door het vennootschappelijk belang, lijkt de OK de reikwijdte van artikel 2:8 BW op te rekken. De tekst van artikel 2:8 BW biedt immers geen aanleiding om aan te nemen dat dit artikel ook voor toekomstige betrokkenen geldt. Mijns inziens ontbreekt dan ook een grondslag voor deze overweging van de OK.

Overigens zie ik, ondanks het feit dat uit de door de OK gehanteerde formulering voortvloeit dat de uitbreiding van artikel 2:8 BW alleen geldt voor *private equity*-investeerders, geen reden waarom de uitbreiding niet tevens van toepassing zou zijn op andere aandeelhouders. Ik acht het daarom verdedigbaar dat ook andere toekomstige aandeelhouders onder omstandigheden het vennootschappelijk belang in acht zullen moeten nemen in aanloop naar het nemen van hun deelneming.

### **Invulling plicht aandeelhouders**

Op grond van de Gucci-beschikking, de Breevast-beschikking en daarna de PCM-beschikkingen moet aldus worden geconstateerd dat (toekomstige) aandeelhouders het vennootschappelijk belang in acht moeten nemen. Deze verplichting lijkt echter niet in alle gevallen te bestaan. De mate waarin de aandeelhouder zich moet laten leiden door het vennootschappelijk belang hangt allereerst samen met de omvang van het belang dat de aandeelhouder houdt in de vennootschap. Uit de preambule bij de Code blijkt dat de Monitoring Commissie van mening is dat naarmate het belang dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt groter is, zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen toeneemt.

Ook Assink stelt dat wanneer een aandeelhouder een substantieel aandelenbelang houdt en beschikt over doorslaggevende stemrechten binnen de algemene vergadering van aandeelhouders, van deze aandeelhouder mag worden verlangd dat hij tij-

dig bij de vennootschap informeert naar de gevolgen van zijn stemgedrag voor de vennootschap.<sup>11</sup> Met het oog op dit criterium zullen aandeelhouders van beursvennootschappen aldus niet snel gehouden zijn het vennootschappelijk belang in aanmerking te nemen. Daar staat echter tegenover dat wanneer een meerderheidsaandeelhouder de (beursgenoteerde) vennootschap feitelijk controleert, voor deze aandeelhouder een zwaardere verantwoordelijkheid jegens de vennootschap zal gelden. Ook uit de hiervoor beschreven rechtspraak blijkt dat vooral meerderheidsaandeelhouders zich het belang van de vennootschap moeten aantrekken.

Barneveld noemt nog een tweetal andere factoren die een rol kunnen spelen bij de mate waarin de aandeelhouder het vennootschappelijk belang in acht moet nemen, namelijk het soort onderneming dat de vennootschap drijft en een eventuele *commitment* van de aandeelhouder aan de strategie van de vennootschap.<sup>12</sup> Van een dergelijke *commitment* was bijvoorbeeld sprake in de PCM-beschikkingen. SDM had zich als aandeelhouder gecommitteerd aan de strategie van basisverbreiding van PCM. Desondanks besloot SDM niet in lijn met deze strategie te handelen, hetgeen volgens de OK niet strookte met de plicht van SDM om het vennootschappelijk belang van PCM in acht te nemen.

Een toekomstige aandeelhouder kan mijns inziens slechts gehouden zijn het vennootschappelijk belang in acht te nemen, wanneer hij in aanloop naar zijn participatie nauw betrokken is bij de besluitvorming binnen de vennootschap. Indien dit het geval is, kan de invloed van de toekomstige aandeelhouder feitelijk immers gelijk worden gesteld aan de invloed van een meerderheidsaandeelhouder, voor wie een zwaardere verantwoordelijkheid jegens de vennootschap geldt. In de praktijk zal het vooral bij *private equity*-investeringen gebeuren dat een toekomstige aandeelhouder nauw bij de besluitvorming binnen de vennootschap betrokken is. In aanloop naar een dergelijke participatie zal onder regie van de *private equity*-investeerder immers vaak een uitkering plaatsvinden van eigen vermogen en zal vreemd vermogen worden aangehouden. Voor deze handelingen zal echter steeds de medewerking van het bestuur en de RvC nodig zijn. Wellicht is het dan ook meer aan het bestuur en de RvC dan aan de toekomstige aandeelhouder om het vennootschappelijk belang te bewaken.

### Gevolgen van een schending

Wanneer een schending van het vennootschappelijk belang door de aandeelhouder geen gevolgen heeft, is de verplichting het vennootschappelijk belang in acht te nemen een wassen neus. Interessant is daarom welke gevolgen een dergelijke schending heeft. Allereerst geldt dat een schending van de

norm van artikel 2:8 BW aanleiding kan geven tot een enquêteprocedure of onmiddellijke voorzieningen. Voor de vennootschap zal het echter moeilijk zijn om de schade die zij heeft geleden doordat de aandeelhouder haar vennootschappelijk belang schond, op deze aandeelhouder te verhalen. Artikel 2:8 BW biedt geen expliciete grondslag om de aandeelhouder aansprakelijk te stellen voor de schending van het vennootschappelijk belang. Denkbaar is dat de vennootschap een schadevergoedingsactie kan beginnen tegen de aandeelhouder op grond van artikel 6:162 BW wegens strijd met een wettelijke norm (namelijk art. 2:8 BW). Het zal voor de vennootschap echter vaak niet makkelijk zijn om de causaliteit te bewijzen tussen het handelen van de aandeelhouder in strijd met het vennootschappelijk belang en de schade die de vennootschap heeft geleden.

### Tot slot

In de PCM-beschikkingen bevestigt de OK de lijn die zij eerder uitzette in de Gucci-beschikking en de Breevast-beschikking, namelijk dat (meerderheids)aandeelhouders op grond van artikel 2:8 BW het vennootschappelijk belang in acht moeten nemen. Daarnaast vormen de PCM-beschikkingen een uitbreiding van deze lijn, doordat de OK stelt dat ook toekomstige aandeelhouders zich moeten laten leiden door het vennootschappelijk belang. Artikel 2:8 BW lijkt echter geen grondslag te bieden voor deze uitbreiding. Het is dan ook jammer dat de Hoge Raad zich niet over de PCM-beschikkingen zal kunnen uitspreken.

11. B.F. Assink, Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur, in: Preadvis van de Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2009, p. 107.

12. J. Barneveld, PCM & private equity – over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen, WPNR (2009) 6791, p. 238.