

# Aandeelhouders en het vennootschappelijk belang

*Mr. H.K. Schrama* \*

## Inleiding

Sommige schrijvers gaan ervan uit dat het aandeelhouders is toegestaan om binnen de vennootschap hun eigen belang na te streven en daarbij voorbij te gaan aan het vennootschappelijk belang.<sup>1</sup> Deze conclusie wordt getrokken uit een drietal arresten die de Hoge Raad halverwege de vorige eeuw heeft gewezen. Jurisprudentie van de Ondernemingskamer, waaronder de PCM-beschikking, maakt duidelijk dat deze conclusie nuancerend nodig heeft. In deze bijdrage wordt uiteengezet in hoeverre een aandeelhouder het vennootschappelijk belang in zijn handelen moet betrekken.

## Afbakening vennootschappelijk belang

Allereerst zal ik vaststellen wat verstaan moet worden onder het vennootschappelijk belang en in hoeverre het aandeelhoudersbelang daarin een rol speelt.

### *Participanten- en resultantebenadering*

Sinds Maeijer het vennootschappelijk belang halverwege de vorige eeuw introduceerde, wordt het begrip in grote lijnen op twee manieren benaderd. Maeijer zelf stond de participantenbenadering voor, waarin het vennootschappelijk belang als een zelfstandig en eigen belang van de vennootschap werd gezien, wat bestaat naast de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen (hierna: de *stakeholders*). Hij omschreef het vennootschappelijk belang in 1964 als 'het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel'.<sup>2</sup> De andere manier is de resultantebenadering, afkomstig van Van der Grinten. Hij ziet het vennootschappelijk belang niet als

een eigen en te onderscheiden belang, maar als een resultante van een afweging van belangen van de *stakeholders*.<sup>3</sup>

Het gaat het bestek van deze bijdrage te buiten om de (theoretische) verschillen tussen beide benaderingen, die niet altijd even duidelijk zijn, uitgebreid te behandelen.<sup>4</sup> Naar mijn idee speelt de continuïteit van de vennootschap bij beide benaderingen een rol. Een situatie waarin discontinuïteit van de vennootschap in het belang van alle *stakeholders* is, valt immers niet eenvoudig te bedenken, in ieder geval niet als wordt uitgegaan van een vennootschap die een onderneming drijft en daarbij te maken heeft met verschillende *stakeholders* (bijvoorbeeld bij de liquidatie van een *special purpose vehicle* – een entiteit opgericht en gebruikt voor een enkele transactie, die meestal geen rechtstreekse banden met werknemers en/of afnemers aangaat zal dit anders liggen).

Met Slagter ga ik ervan uit dat de belangen van alle *stakeholders* binnen het vennootschappelijk belang een rol spelen en de continuïteit van de vennootschap om die reden ook.<sup>5</sup>

### *Rol aandeelhoudersbelang*

Ter begrenzing van het vennootschappelijk belang is relevant in hoeverre het aandeelhoudersbelang daarbinnen een rol speelt. In dat kader heeft zich in Nederland de afgelopen tien tot vijftien jaar een verschuiving voorgedaan en is meer nadruk komen te liggen op het belang van aandeelhouders.<sup>6</sup> Dit komt naar voren in wetgeving, jurisprudentie en literatuur.

In de Code Tabaksblat, tegenwoordig de Code Frijns, werd in 2004 vermeld dat de vennootschap moet streven naar aandeelhouderswaarde op lange termijn.<sup>7</sup> Daarnaast gaf de wetgever in de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht aan dat:

\* Mr. H.K. Schrama is werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam. Met dank aan prof. mr. W.J. Oostwouder voor zijn commentaar op de eerdere versie van deze bijdrage.

1. J. Barneveld, PCM & private equity – over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen, WPNR 2009, p. 233; J. Biesheuvel-Hoitinga, A.A. Bootsma & H.M. Vletter-van Dort, De relatie tussen de raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering) bij beursvennootschappen, Ondernemingsrecht 2012, p. 155; S. Mol, Grenzen aan een LBO, Ondernemingsrecht 2012, p. 115; S. Mol, Top 10 juridische issues bij private equity transacties, TOP 2010, p. 152.
2. J.M.M. Maeijer, Het belangenconflict in de naamloze vennootschap (oratie Nijmegen 1964), in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. van Solinge (red.), Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut – deel 100), Deventer: Kluwer 2009, p. 144. Door Mendel ook wel aangeduid als de holistische opvatting, M.M. Mendel, Het vennootschappelijk belang (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 1989.
3. E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap, Zwolle: Tjeenk Willink 1992, nr. 231.
4. Zie ook Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 394.
5. W.J. Slagter, Compendium van het ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2005, p. 11-12.
6. 'Verloren krediet'. Parlementair onderzoek financieel stelsel – deelonderzoek 1, uitgevoerd door de Universiteit Utrecht (Faculteit Recht, economie, bestuur en organisatie) & Loyens & Loeff Amsterdam, Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 6, p. 104 en 123.
7. Nederlandse corporate governance code, Stcrt. 2004, nr. 250, preambule nr. 3.

[h]et belang van de vennootschap vereist dat in de besluitvorming tevens de belangen van andere partijen die bij de vennootschap zijn betrokken worden meegewogen, zoals werknemers, afnemers en leveranciers. Ook in het herziene bv-recht blijft het belang van de vennootschap onverminderd gelden. Wel zal de grotere flexibiliteit die de wet gaat bieden aan de oprichters en aandeelhouders de invulling van dit begrip kleuren. Bij kleine vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders zal het vennootschappelijk belang dichter liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een grote vennootschap met veel werknemers en maatschappelijke belangen.<sup>8</sup>

Verder onderstrepen de spraakmakende zaken met betrekking tot ABN Amro en ASMI – hoewel de Ondernemingskamer beide keren door de Hoge Raad werd teruggefloten – dat meer nadruk is komen te liggen op het aandeelhoudersbelang.<sup>9</sup> In de literatuur gaan stemmen op voor de Engelse *enlightened shareholder value*-benadering, die erop neerkomt dat het aandeelhoudersbelang overheerst, welk overwicht vervolgens doorbroken kan worden als het belang van een andere *stakeholder* dit vereist.<sup>10</sup> Ook bij deze benadering echter geeft het aandeelhoudersbelang, hoewel dit als uitgangspunt geldt, niet per se de doorslag.<sup>11</sup>

Voor deze bijdrage voldoet vast te stellen dat zowel de continuïteit van de vennootschap als de afweging van de belangen van verschillende *stakeholders* – wat dan ook het uitgangspunt van die afweging moge zijn – relevant is voor de invulling van het vennootschappelijk belang.

### Jurisprudentie van de Hoge Raad

Als gezegd verbinden verschillende schrijvers aan een drietal arresten van de Hoge Raad de conclusie dat een aandeelhouder het vennootschappelijk belang niet in zijn handelen behoeft te betrekken. Deze arresten zijn ondertussen meer dan een halve eeuw oud. Hoe heeft de Hoge Raad in deze arresten geoordeeld en rechtvaardigt dit oordeel de getrokken conclusies?

8. Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3.

9. In ABN Amro had de Ondernemingskamer aan de AVA een goedkeuringsrecht met betrekking tot de verkoop van LaSalle toegekend door art. 2:107a BW analoog toe te passen op het besluit tot verkoop, maar deze redenering werd door de Hoge Raad niet geaccepteerd: HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme, r.o. 4.5 (ABN Amro). In ASMI had de Ondernemingskamer geoordeeld dat ASMI zich tegenover haar (minderheids)aandeelhouders defensief en gesloten had opgesteld en dat deze aandeelhouders nauwelijks invloed op het (strategische) beleid van ASMI konden uitoefenen, maar de Hoge Raad bepaalde dat de strategie in beginsel een aangelegenheid van het bestuur is en dat het bestuur niet verplicht was de AVA vooraf in de besluitvorming te betrekken: HR 9 juli 2010, JOR 2010, 228 m.nt. Van Ginneken, r.o. 4.4.1 (ASMI).

10. Companies Act 2006, par. 172; L. Timmerman, Grondslagen van geldend ondernemingsrecht (oratie Rotterdam), Ondernemingsrecht 2009, p. 6.

11. Zie ook H.L. Kaemingk, Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie?, in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), Handboek onderneming en aandeelhouder, Deventer: Kluwer 2012, p. 494.

### HR 30 juni 1944, NJ 1944, 465 (Wennex)

In het Wennex-arrest was de geldigheid van een stemovereenkomst aan de orde. Twee 50%-aandeelhouders hadden in een stemovereenkomst afgesproken dat zij, bij staking van de stemmen, zouden stemmen overeenkomstig een door derden te geven advies. In rechte stond ter discussie of deze overeenkomst nietig was omdat het vrije stemrecht van de aandeelhouders teniet zou worden gedaan, wat in strijd zou zijn met destijds geldende bepalingen van het Wetboek van Koophandel.

De Hoge Raad overwoog dat de overeenkomst vennootschapsrechtelijk het stemrecht van de aandeelhouders onaangetaast laat en dat de aandeelhouder, ondanks de contractuele gebondenheid tegenover zijn medeaandeelhouder, in de vennootschap de macht over de door hem uit te brengen stem behoudt. Verder bepaalde de Hoge Raad:

‘dat toch den aandeelhouder eener N.V. in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen; dat dit meebrengt, dat het den aandeelhouder – in overeenstemming met de vrijheid, die hij heeft om van zijn stemrecht in de algemeene vergadering naar goeddunken gebruik te maken, mits dit niet ontaardt in misbruik van recht – ook vrij staat zich ten aanzien van de uitoefening van zijn stemrecht ter algemeene vergadering contractueel jegens anderen te binden, mits dit niet geschiede op een wijze of onder omstandigheden, waardoor de overeenkomst tot maatschappelijk onbetamelijke gevolgen zou leiden; (...)’.

De Hoge Raad heeft dus met zoveel woorden geoordeeld, voor zover hier van belang, dat de aandeelhouder een ‘eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen’ en dat hij de vrijheid ‘heeft om van zijn stemrecht (...) naar goeddunken gebruik te maken, mits dit niet ontaardt in misbruik van recht’.

### HR 13 november 1959, NJ 1960, 472 (Melchers)

In het Melchers-arrest oordeelde de Hoge Raad over een geval waarin de meerderheid van de aandeelhouders zich verbonden had om te stemmen overeenkomstig het resultaat van een onderling te houden voorvergadering. De reden daarvoor was dat men – als een van de verbonden aandeelhouders met een minderheidsaandeelhouder zou heulen – vreesde voor een ingrijpende karakterverandering van de vennootschap. De overeenkomst voorzag in verband daarmee onder meer in boetepalingen, dwangsommen en kettingsbedingen. De minderheidsaandeelhouders probeerden de overeenkomst aan te tasten en stelden, onder meer, dat de bezwarende bedingen onmogelijk zouden maken dat nog naar eigen inzicht kon worden gestemd als dat inzicht zou afwijken van de uitkomst van de voorvergadering.

De Hoge Raad herhaalde zijn overweging uit het Wennex-arrest en oordeelde vervolgens:

‘dat de enkele omstandigheid, dat [de stemovereenkomst] tot gevolg kan hebben, dat [de] stem [van de aandeelhouder] wordt uitgebracht in anderen zin dan waarin hij, niet gebonden zijnde, gestemd zou hebben op grond van zijn inzicht van dat ogenblik, al zou dit inzicht op zich zelf redelijk zijn, die overeenkomst niet onbetamelijk doet zijn; (...)’.

De Hoge Raad heeft dus zijn eerdere oordeel bevestigd en daaraan toegevoegd dat de overeenkomst niet onbetamelijk was door het mogelijke gevolg dat op het moment van stemmen sprake kon zijn van een gewijzigd inzicht van de aandeelhouder.

*HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 m.nt. Bröring  
(Aurora)*

In deze zaak ging het om een overnamestrijd. De meerderheid van de aandeelhouders in een vennootschap verleende, tegen een voor hen gunstige prijs, een optie tot verkoop en levering van hun aandelen aan een koper (Aurora). In individuele overeenkomsten met de aandeelhouders werd aan de uitoefening van deze optie een aantal voorwaarden verbonden, zoals de mogelijkheid tot verkrijging door de koper van een meerderheid van de aandelen in de vennootschap en het resultaat van een te verrichten *due diligence*. In de overeenkomsten hadden de aandeelhouders zich verbonden om hun stemrecht zodanig uit te oefenen dat bestuurders en/of commissarissen vervangen zouden worden als zij niet meewerkten aan de overnameplannen. Toen een andere koper zich meldde met een hoger bod op de aandelen, hielden de aandeelhouders zich niet aan de overeenkomst en verkochten zij de aandelen aan deze andere koper.

De Hoge Raad bevestigde zijn belangrijkste overwegingen uit de arresten Wennex en Melchers en voegde daaraan toe:

‘dat [het in die arresten overwogene ook] geldt met betrekking tot de uitoefening van de rechten van den aandeelhouder ten aanzien van benoeming en ontslag van commissarissen; (...) dat het Hof heeft vastgesteld, dat ten tijde van het sluiten van de optiecontracten kon worden aangenomen, dat [de] overdracht [aan Aurora] vermoedelijk een voor [de vennootschap] voordelige transactie zou zijn; dat onder deze omstandigheden (...) de onderhavige bedingen voor de aandeelhouders geen verdergaande verplichting inhielden dan zij vrij waren op zich te nemen; (...)’.

De Hoge Raad nam dus expliciet in zijn oordeel mee dat ten tijde van het sluiten van de overeenkomsten de overdracht vermoedelijk een voor de vennootschap voordelige transactie zou zijn, en vervolgens oordeelde hij dat de aandeelhouders de verplichtingen in de overeenkomst ‘onder deze omstandigheden’

op zich konden nemen. Dit doet vermoeden dat de conclusie anders was geweest als de overdracht nadelig zou zijn geweest voor de vennootschap.

### *Tussenconclusie*

Hoewel de Hoge Raad in deze arresten niet alleen heeft overwogen dat een aandeelhouder ‘een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen’, lijkt deze ene overweging een eigen leven te zijn gaan leiden en zijn er schrijvers die concluderen dat een aandeelhouder zijn eigen belang kan nastreven.<sup>12</sup> Naar mijn idee echter heeft de Hoge Raad steeds duidelijk gemaakt dat er grenzen zijn aan de vrijheid waarmee het stemrecht kan worden uitgeoefend.<sup>13</sup> In het Wennex-arrest relativeerde de Hoge Raad deze vrijheid door aan zijn overweging toe te voegen ‘mits dit niet onttaardt in misbruik van recht’, welke overweging in het Melchers-arrest en het Aurora-arrest werd herhaald. In het Aurora-arrest koppelt de Hoge Raad de grenzen aan het contractueel vastleggen van de uit te brengen stem aan het voordeel dat de vennootschap bij de transactie zou hebben, oftewel een belang van de vennootschap.<sup>14</sup> Het verbaast mij niet dat de Hoge Raad het vennootschappelijk belang niet met zoveel woorden in zijn toets heeft betrokken; dit begrip werd – zoals hierboven bleek – pas halverwege de vorige eeuw door Maeijer geïntroduceerd.<sup>15</sup> Het is aannemelijk dat de Hoge Raad de vrijheid van een aandeelhouder om in zijn eigen belang te handelen wél met zoveel woorden aan het vennootschappelijk belang had getoetst als dat in die tijd al een gangbaar begrip geweest zou zijn. Mijn tussenconclusie luidt dan ook dat op basis van deze arresten bepaald niet vaststaat dat aandeelhouders voorbij kunnen gaan aan het vennootschappelijk belang.<sup>16</sup>

### **Jurisprudentie van de Ondernemingskamer**

De vraag in hoeverre aandeelhouders het vennootschappelijk belang in hun handelen moeten betrekken, speelt vaak een rol in de zaken die behandeld worden door de Ondernemingskamer. Al rond 2000 opende de Ondernemingskamer in haar beschikkingen inzake Gucci en MCEG de mogelijkheid het handelen van een (individuele) aandeelhouder te toetsen aan het vennootschappelijk belang.<sup>17</sup> In 2001 overwoog de Ondernemingskamer in de RNA-beschikking dat, in verband met artikel 2:8 Burgerlijk Wetboek (BW), de koper van aandelen als behoorlijk aandeelhouder niet alleen zijn eigen belangen, maar ook die van de bij de vennootschap betrokkenen in zijn

12. Barneveld 2009, p. 233; Mol 2012, p. 115; Mol 2010, p. 152.

13. Zie ook L. Timmerman, De beslotenheid nader beschouwd, TVVS 1975, p. 246-247; M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, Hoofdzaken NV en BV, Deventer: Kluwer 2007, p. 34.

14. J.M.M. Maeijer, De geldigheid van stemovereenkomsten, AA 1969, p. 343-344.

15. Maeijer 2009, p. 144.

16. Zie ook J.B. Huizink, Rechtspersonen (losbl.), Deventer: Kluwer, art. 2:8, aant. 2.

17. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, JOR 1999, 87, r.o. 3.4 (Gucci); Hof Amsterdam (OK) 25 februari 2000, JOR 2000, 75 m.nt. Josephus Jitta, r.o. 3.6 (MCEG).

handelen dient te betrekken.<sup>18</sup> De Ondernemingskamer maakte een decennium geleden dus al duidelijk dat er situaties zijn waarin het handelen van een aandeelhouder wel degelijk moet worden getoetst aan het vennootschappelijk belang.<sup>19</sup> Ook in drie recente beschikkingen van de Ondernemingskamer komt dit naar voren.

*Hof Amsterdam (OK) 23 januari 2009, JOR 2009,  
69 m.nt. Brink (Trial)*

In deze zaak bestond onenigheid tussen Roubos, houder van 51% van de aandelen in Trial B.V. (hierna: Trial) en tevens enig bestuurder, en Managing Good Consultants B.V. (hierna: MGC), houder van de overige aandelen Trial, over de uitoefening van een optierecht tot (terug)koop van de aandelen gehouden door MGC.<sup>20</sup> Omdat MGC naar het oordeel van Roubos ten onrechte had geweigerd om aan de aandelenoverdracht mee te werken en voornemens was haar belang in Trial aan een derde te verkopen, had Roubos een beschermingsmaatregel genomen die erin resulteerde dat beide dochtervennootschappen van Trial, waar de *assets* zich bevonden, in handen kwamen van een andere door Roubos beheerste vennootschap. Toen MGC de Ondernemingskamer verzocht het beleid bij Trial als wanbeleid aan te merken, oordeelde de Ondernemingskamer dat:

‘(...) het te billijken [is] dat Trial (...) er bij haar handelen van uit ging dat het toetreden van een nieuwe aandeelhouder waarschijnlijk in strijd zou zijn met het vennootschappelijke belang van Trial en dat MGC haar aandeelhoudersbelang boven het vennootschappelijke belang van Trial stelde. Roubos heeft aldus met de (middellijke) verkoop door Trial van [de dochtervennootschappen] aan [de] door hem beheerste [vennootschap] een – geoorloofde – (beschermings)maatregel getroffen tegen een dreigende inmenging van een nieuwe onwettelijke aandeelhouder, teneinde de continuïteit van de onderneming en de belangen van de daarbij betrokkenen te waarborgen.’<sup>21</sup>

Weliswaar laat de Ondernemingskamer zich hier uit over het handelen van (het bestuur van) Trial, welk handelen uiteraard in het vennootschappelijk belang moet zijn, maar uit het feit dat de Ondernemingskamer benoemt dat MGC haar aandeelhoudersbelang boven het vennootschappelijk belang van Trial stelde, maak ik op dat ook MGC – als aandeelhouder – niet voorbij mocht gaan aan het vennootschappelijk belang.

*Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, JOR 2010,  
189 m.nt. Stevens (PCM)*

Voor een uitgebreide beschrijving van de feiten die aanleiding gaven tot de PCM-beschikking verwijs ik naar de beschikking zelf en daarover verschenen literatuur.<sup>22</sup> In het kader van deze bijdrage is vooral van belang wat de Ondernemingskamer heeft overwogen ten aanzien van het vennootschappelijk belang en wie dat in acht moet nemen. De Ondernemingskamer oordeelde dat degenen die de afweging moesten maken, primair het bestuur van PCM en de raad van commissarissen, onvoldoende de voor- en nadelen verbonden aan de *leveraged buy out* hadden afgewogen.<sup>23</sup> Opmerkelijk is dat de Ondernemingskamer ook overwoog:

‘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’.<sup>24</sup>

Deze overweging, waarin de Ondernemingskamer tot uiting brengt dat zelfs van een *toekomstig* aandeelhouder wordt verwacht dat hij het vennootschappelijk belang in zijn handelen betreft, kan in de literatuur niet direct op veel bijval rekenen.<sup>25</sup> De Ondernemingskamer lijkt te oordelen dat ook de rechtsverhouding tussen de vennootschap en een *toekomstig* aandeelhouder wordt beheerst door de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Met Kaemingk en Mol meen ik dat de Ondernemingskamer dit moeilijk bedoeld kan hebben.<sup>26</sup> Artikel 2:8 BW is van toepassing op een rechtspersoon en degenen die krachtens wet en statuten bij zijn organisatie betrokken zijn, een *toekomstig* aandeelhouder kan nog niet tot die betrokkenen worden gerekend. Kaemingk merkt terecht op dat het handelen van een *toekomstig* aandeelhouder beheerst moet worden door de gewone zorgvuldigheidseisen van artikel 6:162 BW.<sup>27</sup> Het had dan ook voor de hand gelegen dat de Ondernemingskamer meer aandacht besteed had aan de rol van de Stichting Democratie en Media, de zittende meerderheidsaandeelhouder. Die kwalificeerde op het moment van de *leveraged buy out* immers wél als een van de bij de vennootschap betrokkenen.

18. Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, JOR 2001, 251 m.nt. Blanco Fernández, r.o. 3.17 (RNA).

19. Verder werd bijvoorbeeld in de Stork-beschikking ook de handelingsvrijheid van aandeelhouders, in dat geval de *hedgafunds* Centaurus en Paulson, zijdelings begrensd aan de hand van de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen: Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007, 42 m.nt. Blanco Fernández (Stork).

20. Zie voor een overzicht van het uitgebreide procesverloop in deze zaak de noot van Brink, onder 2.

21. R.o. 3.3.

22. R.o. 2.1-2.16; zie bijv. Barneveld 2009, p. 230-238; D. Dorst, PCM: private equity en het vennootschappelijk belang, V&O 2008, p. 46-49.

23. R.o. 3.13.

24. R.o. 3.13.

25. Mol 2010, p. 152; ‘Verloren krediet’. Parlementair onderzoek financieel stelsel – deelonderzoek 1, uitgevoerd door de Universiteit Utrecht (Faculteit Recht, economie, bestuur en organisatie) & Loyens & Loeff Amsterdam, Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 6, p. 115; zie ook de kritische noot van Stevens bij de PCM-beschikking.

26. Kaemingk 2012, p. 505; Mol 2012, p. 114-115.

27. Kaemingk 2012, p. 505; Mol 2012, p. 114-115.

Dat de Ondernemingskamer het vennootschappelijk belang gebruikt als toetssteen bij de beoordeling van het handelen van een *toekomstig* aandeelhouder, onderstreept dat in ieder geval een zittende aandeelhouder niet voorbij kan gaan aan het vennootschappelijk belang.<sup>28</sup>

*Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2011, JOR 2011,  
282 m.nt. Blanco Fernández (Synpact)*

In deze zaak ging het om de waardebepaling van aandelen die een van de drie aandeelhouders in een vennootschap op grond van een aandeelhoudersovereenkomst aan de andere twee aandeelhouders moest aanbieden. De waarde van de aandelen werd bepaald op basis van een formule in de overeenkomst, waarvan – kort gezegd – de uitkomst lager zou zijn naarmate de vennootschap over de afgelopen jaren minder dividend had uitgekeerd. Er was een aantal jaren geen dividend uitgekeerd en een van de aandeelhouders was het daarmee (vanwege de voor hem nadelige gevolgen voor de waardebepaling) niet eens toen hij op een zeker moment zijn aandelen moest aanbieden. Hij stelde onder meer dat hij, doordat al een aantal jaren geen dividenden waren uitgekeerd, niet had kunnen profiteren van de behaalde winsten en een lagere vergoeding voor zijn aandelen zou ontvangen. Voor zover hier van belang oordeelde de Ondernemingskamer als volgt:

‘De algemene vergadering van aandeelhouders dient bij het nemen van het besluit tot winstbestemming de redelijkheid en billijkheid in het oog te houden. Het belang van een (minderheids)aandeelhouder bij uitkering van dividend dient zorgvuldig te worden afgewogen tegen het belang van de vennootschap en de wens van de andere aandeelhouder(s) om de winst (geheel of gedeeltelijk) aan de reserves toe te voegen. In beginsel dient de winst aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd, tenzij het vennootschappelijk belang vereist dat tot (gehele of gedeeltelijke) reservering van de winst wordt overgegaan.’<sup>29</sup>

In de beschikking wordt, tot verbazing van Blanco Fernández, nergens opgemerkt dat het stemrecht een eigen recht van de aandeelhouder is om zijn belang in de vennootschap te dienen.<sup>30</sup> Daarentegen betreft de Ondernemingskamer wel met zoveel woorden het vennootschappelijk belang bij haar beoordeling van de redelijkheid van het (aandeelhouders)besluit tot dividenduitkering, waardoor ook uit deze beschikking blijkt dat aandeelhouders niet voorbij kunnen gaan aan het vennootschappelijk belang.

### Aanwijzingen omvang zorgplicht aandeelhouder

De vraag dient zich aan wanneer een aandeelhouder zich het vennootschappelijk belang in het bijzonder aan moet trekken. In de beschikkingen inzake Trial, PCM en Synpact ging het steeds om één of meer aandeelhouders die de strategie van de onderneming (feitelijk) konden bepalen en/of (gezamenlijk)

een meerderheidsbelang in de vennootschap hielden. Geven dergelijke omstandigheden aanleiding tot een verplichting voor aandeelhouders om hun handelen aan het vennootschappelijk belang te toetsen?

Naar mijn idee is dat het geval. Dit wordt ook onderstreept door de op handen zijnde wijziging van artikel 2:239 lid 4 BW door het Wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht. De wetgever maakt met deze wijziging expliciet mogelijk dat statutair een concrete instructiebevoegdheid voor aandeelhouders wordt gecreëerd en verbindt daaraan als grens het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>31</sup> Weliswaar is het gewijzigde artikel zo geformuleerd dat het bestuur in geval van strijd met het vennootschappelijk belang de instructies van de aandeelhouder naast zich neer moet leggen, maar naar mijn mening gaat van het artikel ook een zekere normerende werking uit ten aanzien van aandeelhouders. Als een aandeelhouder via een instructiebevoegdheid de strategie van de onderneming kan bepalen, is dat dus een aanwijzing dat hij zijn handelen aan het vennootschappelijk belang moet toetsen.<sup>32</sup>

Dat de omvang van het door een aandeelhouder gehouden belang een reden kan zijn om niet voorbij te gaan aan het vennootschappelijk belang, wordt bijvoorbeeld opgemerkt in de Code Frijns.<sup>33</sup> In preambule nummer 9 staat dat aandeelhouders in beginsel niet gebonden zijn aan het richtsnoer van het vennootschappelijk belang en in beginsel – en binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid – hun eigen belangen mogen nastreven. Het slot van preambule nummer 9 geeft echter aan dat de verantwoordelijkheid van aandeelhouders tegenover de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen groter zal zijn naarmate zij een groter belang in de vennootschap houden.

Assink noemt de glijdende schaal uit de Code Frijns een interessante, maar nogal kleurloze benadering, waaruit bijvoorbeeld niet blijkt dat ook een aandeelhouder met een groter aandelenbelang zich in beginsel niet zonder meer heeft op te offeren voor de belangen van anderen.<sup>34</sup> Volgens Assink vereist verantwoord aandeelhouderschap, in een situatie waarin een (meerderheids)aandeelhouder een vennootschap – via het bestuur – daadwerkelijk feitelijk controleert, dat die aandeel-

31. Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 90 (MvT). Het creëren van een concrete instructiebevoegdheid wordt door velen onder huidig recht al mogelijk geacht, zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 394.

32. Hetzelfde geldt voor de situatie waarin aandeelhouders de strategie van de onderneming bepalen doordat zij gebruik (kunnen) maken van de (feitelijke) instructie-macht die zij hebben omdat zij het bestuur kunnen benoemen (en ontslaan), zie ook HR 4 december 1992, NJ 1993, 271 m.nt. Maeijer (Mast Holding).

33. Nederlandse corporate governance code, Stcrt. 2009, nr. 18499.

34. B.F. Assink, Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur, in: B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, Ondernemingsbestuur op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse, Deventer: Kluwer 2009, p. 107.

28. Zie ook Barneveld 2009, p. 238.

29. R.o. 3.10.

30. Blanco Fernández in zijn noot in JOR, onder 2.

houder dient te waken over de gerechtvaardigde belangen van de vennootschap.<sup>35</sup> Ik ben het, ook in verband met de hiervoor behandelde beschikkingen van de Ondernemingskamer, eens met de visie van Assink.<sup>36</sup> Hij constateert dat een dergelijke aandeelhouder zich in een quasifiduciaire situatie bevindt die vergelijkbaar is met die van bestuurders en commissarissen.

De idee om, als aandeelhouders de strategie van de onderneming kunnen bepalen of de meerderheid van de aandelen houden, hun handelen te toetsen aan het vennootschappelijk belang verhoudt zich naar mijn idee goed met de toegenomen macht van aandeelhouders. Gedurende het laatste decennium heeft de wetgever meer bevoegdheden voor aandeelhouders gecreëerd, onder meer in het kader van de aanpassing van de structuurregeling in 2004.<sup>37</sup> Ook in jurisprudentie komt naar voren dat aandeelhouders zich actiever opstellen, bijvoorbeeld door zich met de strategie van de onderneming te bemoeien.<sup>38</sup>

### Conclusie

Nadere bestudering van oudere jurisprudentie van de Hoge Raad leert dat daarin grenzen werden gesteld aan de mate waarin het aandeelhouders is toegestaan hun eigen belang na te streven. Recente beschikkingen van de Ondernemingskamer ondersteunen dat aandeelhouders wel degelijk het vennootschappelijk belang als toetssteen in hun handelen moeten betrekken. Deze beschikkingen, maar ook andere ontwikkelingen in het vennootschapsrecht, geven aanwijzingen voor omstandigheden waaronder aandeelhouders met name het vennootschappelijk belang op hun netvlies moeten hebben. Naarmate aandeelhouders meer invloed kunnen uitoefenen op de strategie van de onderneming, zij het door instructiebevoegdheid en/of -macht, of een groter aandelenbelang houden, zullen zij meer oog moeten hebben voor het vennootschappelijk belang.

---

35. Assink 2009, p. 109.

36. Assink ziet ook steun voor deze opvatting in jurisprudentie van de Ondernemingskamer, o.a. Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2006, JOR 2006, 211, r.o. 3.11 (Bonne Route).

37. Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, Stb. 2004, 370.

38. HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 m.nt. Nieuwe Weme (ABN Amro); HR 9 juli 2010, JOR 2010, 228 m.nt. Van Ginneken (ASMI).