

# MAG DE AANDEELHOUDER BIJ HET UITOEFENEN VAN HET STEMRECHT ZIJN EIGEN BELANGEN VOLGEN OF DIEN T HIJ REKENING TE HOUDEN MET DE BELANGEN VAN ANDEREN?

## De stemmende aandeelhouder begrensd

MR. S. RIETVELD

Een van de belangrijkste bevoegdheden van de aandeelhouder is het stemrecht. De wijze waarop een aandeelhouder van zijn stemrecht gebruik maakt, is in beginsel een eigen recht dat hij kan aanwenden om zijn belang in de vennootschap te dienen. Deze handelingsvrijheid van aandeelhouders wordt echter begrensd door de norm van de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW. Deze norm kan van kleur veranderen naar gelang de omstandigheden van het geval. In deze bijdrage wordt aan de hand van een aantal categorieën een overzicht gegeven van de verschillende (gedrags)regels op dit gebied.

### Stemrecht en redelijkheid en billijkheid<sup>1</sup>

Aan een aandeel in het kapitaal van een NV/BV is in beginsel stemrecht verbonden.<sup>2</sup> De Hoge Raad heeft in een reeks oude arresten over de rechtsgeldigheid van stemovereenkomsten bepaald dat het stemrecht van de individuele aandeelhouder een hem persoonlijk toekomend recht is om zijn belang in de vennootschap te dienen.<sup>3</sup> Het staat de aandeelhouder dus *in beginsel* vrij om zijn stemrecht naar eigen inzicht uit te oefenen. Op dit algemeen aanvaarde beginsel van de autonoom handelende aandeelhouder bestaan echter uitzonderingen. Al in het Wennex arrest oordeelde de Hoge Raad dat de vrijheid van een aandeelhouder om zijn

stemrecht naar eigen goeddunken uit te oefenen niet mag ontaarden in misbruik van recht (nu art. 3:13 BW). Ook is de aandeelhouder bij zijn (stem)gedrag – naast wet, goede zeden, openbare orde en statuten – gebonden aan art. 2:8 BW op grond waarvan aandeelhouders zich jegens elkaar en de vennootschap moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. De rechter toetst daarbij marginaal:<sup>4</sup> het oordeel blijft beperkt tot het antwoord op de vraag of een aandeelhouder in de gegeven omstandigheden in redelijkheid tot een bepaald gedrag of besluit mocht komen.

De redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW vormen een open norm. Voor de invulling daarvan moet rekening worden gehouden met algemeen erkende rechtsbeginselen, met de in Nederland levende rechtsovertuigingen en met de maatschappelijke en persoonlijke belangen, die bij het gegeven geval zijn betrokken (art. 3:12 BW). Als uitvloeisel van deze norm geldt dat aandeelhouders bij het uitoefenen van hun stemrecht rekening zullen moeten houden met de belangen van anderen, zoals het belang van de vennootschap, de overige aandeelhouders en de anderen die behoren tot de kring van art. 2:8 BW.<sup>5</sup>

1 Zie over stemrecht en de redelijkheid en billijkheid in het algemeen bijvoorbeeld B.E.L.J.C. Verbunt en B. Hoyng, 'Meerderheid tegenover minderheid in de ava: het stemrecht als eigen recht van de aandeelhouder, in het bijzonder in gevallen van winstbestemming', in: M. Holtzer e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2013, p. 91-104; F.J.P. van den Ingh, 'Het stemgedrag van aandeelhouders', in: *A-T-D* (Van Schilfgaarde bundel), Deventer: Kluwer 2000, p. 203-213; M. Koelmeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen*, Deventer: Kluwer 1999 en M.M. Mendel, 'Stemrecht, minderheidsaandeelhouders en ongelijkheidscompensatie', in: L. Betten e.a. (red.), *Ongelijkheidscompensatie als roode draad in het recht* (Liber Amicorum voor prof. mr. M.G. Rood), Deventer: Kluwer 1997, p. 207-215.

2 Sinds de invoering van de flex-BV is het mogelijk om in de statuten van een BV van dit beginsel af te wijken.

3 HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (Wennex); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (Melchers) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473, m.nt. H.E. Bröring (Aurora). Ik laat de stemovereenkomst in dit artikel verder buiten beschouwing. Zie hierover bijvoorbeeld: J.M. Blanco Fernández, 'Rechtmatigheidsgrenzen van stemovereenkomsten', *WPNR* 2005-6626, p. 514-520.

4 Zie hierover bijvoorbeeld Van der Heijden/Van der Grinten, P.J. Dortmond, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013, p. 460-461 en J.B. Huizink, Groene Serie Rechtspersonen, art. 2:15 BW, aant. 5. Anders: H.J. de Kluiver, 'Goede trouw en rechtspersonenrecht', in: *A-T-D* (Van Schilfgaarde bundel), Deventer: Kluwer 2000, p. 235.

5 Zie o.a. HR 9 januari 1987, *NJ* 1987, 959, m.nt. J.M.M. Maeijer (Vecolac/Juliana); Rb. Assen (Pres.) 17 december 1993, *KG* 1994/90 (Cemex/Zelden-

De precieze omvang en inhoud van de norm kan van kleur veranderen naar gelang de omstandigheden van het geval en de daarbij betrokken belangen.<sup>6</sup> Daarbij speelt bijvoorbeeld de mate van invloed van de aandeelhouder een rol. Hoe meer het belang van een aandeelhouder in de vennootschap hem controle over de gang van zaken in de vennootschap verschaft, des te groter is zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap, de minderheidsaandeelhouder en andere bij de vennootschap betrokkenen en des te meer rekening dient hij te houden met hun belangen (Preambule 9 van de Corporate governance code). Dit geldt in ieder geval voor aandeelhouders met een controlerend belang, maar ook aandeelhouders met wezenlijke invloed op de vennootschap zonder over een numerieke meerderheid van stemmen te beschikken en zelfs toekomstige aandeelhouders<sup>7</sup> kunnen onder deze regel vallen. Een andere factor die van belang is bij het invullen van de norm van de redelijkheid en billijkheid is het karakter van de vennootschap en de tussen betrokkenen gemaakte afspraken: in besloten verhoudingen, zoals een joint venture,<sup>8</sup> waarin slechts enkele personen een onderneming drijven, zullen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid zich eerder opdringen dan in een open (beursgenoteerde) NV. Tot slot noem ik nog de aard van de aandeelhouder. Institutionele beleggers nemen daarbij een bijzondere positie in. Op grond van de Wft en de Corporate governance code worden zij geacht primair in het belang van hun achterban te stemmen. Bovendien moeten zij zich verantwoorden over hun stemgedrag. Deze specifieke verantwoordelijkheden richting achterban, maar ook richting de vennootschap waarin zij beleggen, maken dat hun stemrecht een compleet andere dimensie krijgt. Kortom, de redelijkheids- en billijkheidstoetsing vergt maatwerk van precies de juiste afweging van belangen, rekening houdend met diverse factoren.

Naast deze algemene gezichtspunten kunnen aan de jurisprudentie nog nadere gedragsregels worden ontleend die een invulling geven aan de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid en de mogelijkheden van een aandeelhouder om te stemmen naar eigen inzicht. Veel van deze gedragsregels zijn terug te voeren tot de verhouding tussen de meerderheids- en de minderheidsaandeelhou-

der. Aan de hand van een zestal categorieën zal hierna een aantal van deze regels voorbij komen.

### Categorie 1: Gedrag en besluitvorming algemene vergadering (misbruik van recht)<sup>9</sup>

Een besluit in een meerhoofdig orgaan als de algemene vergadering komt tot stand door het uitbrengen van stemmen over een voorstel waarbij soms de meerderheid besluiten neemt tegen de wil van de minderheid. Dit meerderheidsbeginsel geldt echter niet absoluut. Ook

#### Het stemrecht van de individuele aandeelhouder is een hem persoonlijk toekomend recht om zijn belang in de vennootschap te dienen.

aandeelhouders onderling moeten op grond van de redelijkheid en billijkheid rekening houden met elkaars gerechtvaardigde belangen. Als algemene regel geldt daarbij dat naarmate het handelen van een aandeelhouder leidt tot grotere gevolgen voor de vennootschap, deze aandeelhouder gehouden is meer rekening te houden met de in het geding zijnde belangen. In de Waterspreng beschikking<sup>10</sup> besloot een prioriteitsaandeelhouder om voortaan alle bestuursbesluiten aan zijn goedkeuring te onderwerpen. Omdat dit besluit de facto het bestuur van de vennootschap vleugellam maakte, werd het door de Ondernemingskamer in strijd geacht met de redelijkheid en billijkheid.

Een besluit kan vernietigbaar zijn op grond van de inhoud (zie Categorie 2 en 3), maar ook wat betreft de wijze van totstandkoming. Degene die oproept tot een algemene vergadering kan op grond van de redelijkheid en billijkheid gehouden zijn om bijzondere maatregelen te nemen.<sup>11</sup> Zo werd in het Mante arrest een besluit van de algemene vergadering ongeldig bevonden omdat de aandeelhouders hadden verzuimd na te gaan of een ter vergadering afwezige en bij de gevolgen van dit besluit in een bijzondere mate betrokken aandeelhouder op een behoorlijke wijze ter vergadering was opgeroepen.

Zowel een meerderheidsaandeelhouder als onder omstandigheden een minderheidsaandeelhouder kunnen

rust) en Rb. Middelburg 14 april 1998, «JOR» 2000/25 (VenV/Sandieson).  
 6 Zie hierover bijvoorbeeld R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 313-375; R. Abma, 'Verantwoordelijkheden van en codes voor institutionele beleggers als aandeelhouders', in: P.J. van der Korst e.a. (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 563-582; B.F. Assink en D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, Deventer: Kluwer 2009, p. 106-110; A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2003; Van den Ingh (2000), p. 203-213; De Kluiver (2000), p. 239 en M.J.G.C. Raaijmakers, 'Over de rechtsbetrekkingen tussen aandeelhouders in een 'quasi-Vof'', in: B.W.M. Nieskens-Ishording e.a. (red.), *In het nu, wat worden zal* (Schoordijk-bundel), Deventer: Kluwer 1991, p. 203-221.  
 7 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, «JOR» 2010/189, m.nt. T.M. Stevens (PCM).  
 8 Hof Amsterdam (OK) 20 mei 1999, «JOR» 2000/72 (Versatel).

9 Zie bijvoorbeeld Dortmund (2013), p. 258-260; Wolf (2013), p. 313-375; Verbunt en Hoyng (2013), p. 91-104; M. van Olffen, 'Meerderheidsaandeelhouder versus minderheidsaandeelhouder, een bijzondere zorg (vuldigheids)plicht? Zwagerman revisited', in: P.J. van der Korst e.a. (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 367-379; C.A.E. Uniken Venema, 'Stemverboden voor AVA's van beurs-NV's, bij wijze van onmiddellijke voorziening door de OK', in: P. Essers (e.a.), *Met recht, Liber amicorum voor Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 489-496 en L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief', in: L.J. Heijmans van den Bergh e.a., *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Deventer: Kluwer: 2003, p. 79-92.  
 10 Hof Amsterdam (OK) 28 juni 2011, ARO 2011/107 (Waterspreng).  
 11 Zie o.a. Rb. Arnhem 12 november 1942, NJ 1943, 846; Rb. Breda 17 november 1942, NJ 1943, 463 (Astarte); HR 30 oktober 1964, NJ 1965, 107, m.nt. G.J. Scholten (Mante) en Hof 's-Gravenhage 17 maart 1983, NJ 1984, 81 (Reynders/McKinney).

door hun (stem)gedrag de besluitvorming frustreren. Een meerderheidsaandeelhouder zal misbruik maken van zijn stemrecht indien hem kan worden verweten een voorstel te doen met de opzet zichzelf onredelijk te bevoordelen of de vennootschap schade te berokkenen.<sup>12</sup> In het arrest rond de vereniging van appartementseigenaren The Mill Resort oordeelde de Hoge Raad dat het besluit om een geldlening-

## De aandeelhouder is bij zijn (stem)gedrag echter gebonden aan art. 2:8 BW op grond waarvan aandeelhouders zich jegens elkaar en de vennootschap moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.

overeenkomst aan te gaan met een partij die is gelieerd aan de meerderheidsaandeelhouder, in strijd kan zijn met de eisen van de redelijkheid en billijkheid dan wel tot stand kan zijn gekomen door misbruik van meerderheidsmacht, indien komt vast te staan dat de overeengekomen rente hoger is dan de gebruikelijke marktrente. Bij misbruik van minderheidsmacht valt onder andere te denken aan het tegenhouden van een voor de vennootschap belangrijk besluit door misbruik te maken van de eis van de versterkte meerderheid of het niet meewerken aan een door de meerderheid aanvaarde aandeelhoudersovereenkomst. In Gorillapark<sup>13</sup> werd een dwarsliggende minderheidsaandeelhouder bevolen zich te gedragen conform een gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst. De minderheidsaandeelhouder handelde in strijd met de redelijkheid en billijkheid, niet alleen omdat door zijn weigering het voortbestaan van de vennootschap in gevaar werd gebracht, maar ook omdat de aandeelhouder op deze manier een voor hem gunstiger regeling trachtte af te dwingen.

De meerderheidsaandeelhouder heeft ook een zorgplicht ten opzichte van de minderheidsaandeelhouder. Deze zorgplicht ziet er met name op dat belangenvermenging wordt voorkomen en in verband daarmee opening van zaken wordt gegeven richting de minderheidsaandeelhouders.<sup>14</sup>

Indien sprake is van ongewenste besluitvorming die voor een bepaalde aandeelhouder ongewenste gevolgen heeft, kan worden getracht om vernietiging daarvan te vorderen

(ex art. 2:15 lid 1 sub b BW) of een bevel tot intrekking.<sup>15</sup> Is er sprake van voorgenomen stemgedrag dan kan in een voorlopige voorziening een verbod en/of een gebod tot stemgedrag in een andere richting worden gevorderd.<sup>16</sup> Een handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid kan ook worden aangemerkt als wanbeleid in een enquêteprocedure, waarbij onmiddellijke en definitieve voorzieningen kunnen worden getroffen, zoals schorsing van het stemrecht of een verbod om op een bepaalde manier te stemmen.<sup>17</sup> Het stemverbod is een verstrekkende maatregel die diep ingrijpt in het zelfbeschikkingsrecht van de aandeelhouder. Hier dient dan ook terughoudend te worden getoetst aan het strenge criterium van art 2:8 lid 2 BW: stemverboden mogen slechts worden opgelegd voor zover het te nemen besluit *onaanvaardbaar* zou zijn.

## Categorie 2: Besluitvorming in de algemene vergadering (statutenwijziging)<sup>18</sup>

Een statutenwijziging kan een ingrijpende wijziging in de organisatie bewerkstelligen. Er zijn dan ook geregeld conflicten tussen de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouder op dit vlak. Bij de beoordeling of een besluit tot statutenwijziging is genomen in strijd met de redelijkheid en billijkheid komt het ook hier aan op een afweging van de gerechtvaardigde belangen van de betrokkenen. Ondanks dat een minderheidsaandeelhouder vanaf de aanvang van het aandeelhouderschap er rekening mee moet houden dat de meerderheid de statuten kan wijzigen, kunnen verlies van financiële en/of zeggenschapsrechten een goede reden zijn om de belangen van de minderheid voor te laten gaan. Een statutenwijziging kan wel gerechtvaardigd zijn indien wezenlijke belangen van de vennootschap in het geding zijn, bijvoorbeeld wanneer het voortbestaan van de vennootschap wordt bedreigd. In het bekende Lampe/Tonnema arrest stond een besluit tot wijziging van de blokkeringsregeling van een aanbiedingsregeling in een goedkeuringsregeling centraal teneinde uit de problemen rond de verkoop van aandelen te komen. De belangen van de meerderheid en de continuering van de werkgelegenheid wogen in dit geval zwaarder dan het belang van minderheidsaandeelhouder Lampe bij het behoud van de aanbiedingsregeling.<sup>19</sup> Ook de weigering van een meerderheidsaandeelhouder om mee te werken aan een statutenwijziging kan strijd met de redelijkheid en billijkheid of wanbeleid

12 Zie o.a. HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (De Koedoe I); HR 12 mei 2000, «JOR» 2000/145, m.nt. J.M. Blanco Fernández (Geestelijk leider); Rb. Roermond (Pres.) 27 januari 2000, «JOR» 2000/73, m.nt. C.J. Groffen (Theelen); Rb. Amsterdam 6 februari 2002, «JOR» 2002/61 (Vendex/KBB) en HR 29 september 2006, *NJ* 2006, 639, m.nt. J.M.M. Maeijer (The Mill Resort).

13 Rb. Amsterdam 20 december 2001, «JOR» 2002/26 (Gorillapark). Deze uitspraak heeft hoofdzakelijk betrekking op de noodzaakfinancieringsproblematiek van Categorie 5.

14 Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 1998, «JOR» 1998/167, vervolgd in Hof Amsterdam (OK) 30 november 2000, «JOR» 2001/4 m.nt. F.J.P. van den Ingh (Zwagerman I); Hof Amsterdam (OK) 18 januari 2001, «JOR» 2001/34, m.nt. M. Brink (Viba); HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296, m.nt. J.M.M. Maeijer (Zwagerman II) en Hof Amsterdam (OK) 17 december 2007, «JOR» 2008/35 (De Bruin/De Hasker).

15 HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595, m.nt. J.M.M. Maeijer (Jansen Pers).

16 Zie o.a. Rb. Assen 17 december 1993, *KG* 1994/90 (Cemex/Zeldenust); Rb. Utrecht (Pres.) 11 mei 1994, *KG* 1994/231; Rb. Amsterdam 11 oktober 2006, «JOR» 2007/32 en Rb. Amsterdam 26 maart 2008, «JOR» 2008/125, m.nt. S.M. Bartman (Aviva/Delta Lloyd).

17 Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, «JOR» 1999/87 (Gucci) en Hof Amsterdam (OK) 10 december 2008, «JOR» 2009/38 (AHAM).

18 Zie bijvoorbeeld Wolff (2013), p. 313-375; De Kluiver (2000), p. 225-240; Koelemeijer (1999), p. 147-168 en J.M.M. Brood-Grappierhaus, 'Redelijkheid en billijkheid in het vennootschapsrecht', *TFO* 1994, p. 187.

19 HR 17 mei 1991, *NJ* 1991, 645, m.nt. J.M.M. Maeijer (Lampe/Tonnema). De belangenafweging kan ook anders uitpakken: HR 9 januari 1987, *NJ* 1987, 959, m.nt. J.M.M. Maeijer (Vecolac/Juliana) en Hof Arnhem 10 september 1996, «JOR» 1996/130, m.nt. F.J.P. van den Ingh (Van Landschoot).

van de vennootschap opleveren.<sup>20</sup>

### Categorie 3: Besluitvorming in de algemene vergadering (winstreservering)<sup>21</sup>

Over een onderwerp als de winstbestemming kan gemakkelijk een conflict ontstaan tussen de aandeelhouders van een vennootschap. Daarbij staat aan de ene kant het belang van de vennootschap en de wens van bepaalde aandeelhouder(s) om de winst (geheel of gedeeltelijk) aan de reserves toe te voegen teneinde het vermogen van de vennootschap te versterken en aan de andere kant het belang van de aandeelhouders bij een redelijk dividend voor hun financiële betrokkenheid bij de vennootschap. Na een belangenafweging dient de vraag te worden beantwoord of het tot reservering bevoegde orgaan in redelijkheid tot het besluit tot reservering kon komen.

Recent heeft de Hoge Raad arrest gewezen in de zaak VEB/KLM.<sup>22</sup> De Hoge Raad stelt voorop dat een prioriteits- en grootaandeelhouder bij het nemen van besluiten de nodige zorgvuldigheid moet betrachten ten aanzien van de belangen van de minderheidsaandeelhouders. Echter, zo gaat de Hoge Raad verder, dit laat onverlet dat de rechter terughoudend moet zijn bij de beoordeling of een orgaan van een rechtspersoon bij het nemen van een besluit alle in aanmerking komende belangen naar redelijkheid en billijkheid heeft afgewogen en daarbij de nodige zorgvuldigheid in acht heeft genomen. Het betreffende orgaan (in casu was dit de prioriteit, die kon beslissen welk deel van de winst aan de algemene vergadering ter beschikking stond om voor uitkering te bestemmen) dient een zekere vorm van vrijheid te hebben om besluiten te nemen. Dit arrest brengt mee dat wanneer het tot reservering bevoegde orgaan een redelijke motivering geeft (zo nodig achteraf in rechte) waarom het belang van de vennootschap bij een reservering boven het belang van een uitkering voor een aandeelhouder behoort te gaan, het belang van de vennootschap het vooralsnog wint van het belang van de minderheidsaandeelhouder(s). De Hoge Raad bevestigde daarbij het oordeel van het Hof, dat het reserveringsbesluit

niet reeds voor vernietiging in aanmerking komt omdat in de prioriteit de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet uitdrukkelijk zijn besproken. Het besluit wordt dus in zoverre alleen inhoudelijk en niet (ook) procedureel getoetst.

### Categorie 4: Beschermingsmaatregelen<sup>23</sup>

Een vennootschap ziet zich soms geconfronteerd met een dreigende (vijandige) overname of aandeelhouders die op andere wijze controle over de vennootschap willen verwerven, bijvoorbeeld via een wijziging van de samenstelling van het bestuur of de raad van commissarissen. Om daartegen in verweer te komen kan de vennootschapsleiding beschermingsmaatregelen treffen, bijvoorbeeld door uitgifte van gewone of preferente beschermingsaandelen aan een bevriende stichting.

De vraag of het gebruik van dergelijke beschermingsmaatregelen geoorloofd is, is meestal in enquêteprocedures beantwoord. In bijvoorbeeld RNA/Westfield had Westfield meer dan 20% van de aandelen in RNA verworven en probeerde hiermee beslissende invloed over RNA uit te oefenen. Door uitgifte van gewone aandelen aan een voor dit doel opgerichte stichting, trachtte RNA het belang

**Als uitvloeisel van de norm van de redelijkheid en billijkheid geldt dat aandeelhouders bij het uitoefenen van hun stemrecht rekening zullen moeten houden met de belangen van anderen.**

van Westfield te verwateren. In casu werd geoordeeld dat de uitgifte geen wanbeleid opleverde. Geoordeeld werd dat een beschermingsmaatregel geoorloofd kan zijn als deze *noodzakelijk* is. Dit is bijvoorbeeld het geval indien de continuïteit van (het beleid van) de vennootschap en de belangen van andere betrokkenen moeten worden beschermd. Daarnaast dient de reactie van de vennootschapsleiding na een redelijke belangenafweging *adequaat* en *proportioneel* te zijn.

De Ondernemingskamer blijkt in dit soort geschillen een actieve conflictbegeleider: door toewijzing van onmiddellijke voorzieningen zorgt de Ondernemingskamer ervoor dat de status quo enige tijd wordt gehandhaafd, zodat de vennootschap gelegenheid heeft om – ook in het belang van de aandeelhouders – alternatieven te

20 HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51, m.nt. J.M.M. Maeijer (Sluis) en Rb. Amsterdam 26 maart 2008, «JOR» 2008/125, m.nt. S.M. Bartman (Aviva/Delta Lloyd).  
21 Voor een praktisch overzicht van alle gedragsregels op dit punt verwijst ik naar B. Bier, 'Besluit tot reservering van winst blijft in stand. Ruime mate van beoordelingsvrijheid voor orgaan dat bevoegd is tot reservering', *Ondernemingsrecht* 2012/16. Zie ook Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2013 (2-II\*), nr. 195; Verbunt en Hoyng (2013), p. 91-104; B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders*, Kluwer: Deventer 2003, p. 68-77 en M. Koelmeijer (1999), p. 169-192.  
22 HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145. Zie verder: Hof Den Haag 1 oktober 1982, *NJ* 1983, 393 (Van Rees); HR 9 juni 1990, *NJ* 1991, 51 en als vervolg hierop Hof Amsterdam (OK) 24 januari 1991, *NJ* 1991, 224 (Sluis); Hof Arnhem, 26 mei 1992, *NJ* 1993, 182 (Uniwest); Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2005, «JOR» 2005/88 (Emba); Hof Amsterdam (OK) 6 mei 2008, *ARO* 2008/47 (Part-energy); Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2009, *ARO* 2009/46 (SMA); Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2010, *ARO* 2010/104 (Poststate); Rb. Leeuwarden 25 augustus 2010, *ARO* 2010/75 (ABS) en Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, «JOR» 2011/282, m.nt. J.M. Blanco Fernández (Synpact).

23 Zie bijvoorbeeld M.J. Van Ginneken, 'Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang', *Ondernemingsrecht* 2006/171; Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI Holding); Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, «JOR» 1999/87 (Gucci); Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, «JOR» 1999/89, m.nt. M. Brink (Breevast); Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, *NJ* 2001, 640, m.nt. J.M. Blanco Fernández en HR 18 april 2003, «JOR» 2003/110 (RNA/Westfield); Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, «JOR» 2007/41 (Stork), m.nt. A.F.J.A. Leijten in *Ondernemingsrecht* 2007/53 en M.J.G.C. Raaijmakers in *AA* 2007, p. 346-353; Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, «JOR» 2009/254, m.nt. R.M. Hermans (ASMI), vernietigd door HR 9 juli 2010, *NJ* 2010, 544, m.nt. P. van Schilfgaarde.

onderzoeken voor de voornemens van de 'vijandige' aandeelhouder, en/of partijen de gelegenheid hebben om in der minne een oplossing te zoeken. Daarbij richt de Ondernemingskamer haar pijlen overigens niet alleen op de vennootschap zelf, maar ook op de aandeelhouders. In de Gucci zaak schorste de Ondernemingskamer het stemrecht van zowel de beschermingsstichting als de verwervende

## De mate van invloed van de aandeelhouder, het karakter van de vennootschap en de tussen betrokkenen gemaakte afspraken en de aard van de aandeelhouder zijn factoren die de redelijkheid en billijkheid nader inkleuren.

aandeelhouder; bij Stork beval de Ondernemingskamer de aandelen van de stichting in te trekken en werd het de algemene vergadering verboden om over de relevante besluiten te stemmen. De activistische aandeelhouder ziet zich hier dus niet alleen geconfronteerd met door de vennootschapsleiding genomen beschermingsmaatregelen, maar moet ook onmiddellijke voorzieningen tegen zich laten gelden.

### Categorie 5: Noodzaakfinanciering / Verwatering<sup>24</sup>

In joint venture verhoudingen is het gebruikelijk dat aandeelhouders statutaire en/of contractuele afspraken maken over het ter beschikking stellen van aanvullende financiering. Er worden bijvoorbeeld vetorechten toegekend om emissies te kunnen blokkeren, maar ook voorkeursrechten en andere vormen van anti-verwateringsbepalingen komen voor. Dergelijke afspraken zijn in beginsel afdwingbaar; aandeelhouders zijn dan bijvoorbeeld gerechtigd om met een minderheid de uitgifte van nieuwe aandelen te blokkeren. Wanneer echter een vennootschap in financieel zwaar weer verkeert, kan een beroep op dergelijke afspraken naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn (art. 2:8 lid 2 BW).<sup>25</sup> In het verleden zijn in dit verband diverse anti-verwateringsclausules terzijde gesteld.<sup>26</sup> Een drietal elementen is daarbij van

belang: i) er moet sprake zijn van acute financiële nood die het voortbestaan van de vennootschap in gevaar brengt, ii) er moet sprake zijn van een impasse in de besluitvorming binnen de vennootschap en iii) er dient geen reëel uitzicht te zijn op financiering via een andere bron dan uitgifte van nieuwe aandelen.

Dat dit verstrekkende gevolgen kan hebben voor de relevante aandeelhouders, bewijst de Inter Acces zaak (al gaat deze uitspraak in zoverre verder dan eerdere jurisprudentie omdat sprake is van een situatie waarbij het belang van de *meerderheids*aandeelhouder verwaterd). In deze zaak werd de facto het vetorecht van de grootaandeelhouder ten aanzien van de emissie omzeild en werd zijn voorkeursrecht uitgesloten. De andere aandeelhouder verkreeg hierdoor een substantieel meerderheidsbelang in Inter Acces, terwijl het belang van de grootaandeelhouder substantieel verwaterde en het belang van de andere aandeelhouder juist aanzienlijk steeg. Aandeelhouders moeten er dus rekening mee houden dat in weerwil van de gemaakte afspraken er daadwerkelijk wijzigingen in de zeggenschapsverhoudingen kunnen worden bewerkstelligd.

### Categorie 6: Onrechtmatige stemuitbrenging<sup>27</sup>

Tot slot nog een laatste waarschuwing voor de stemmende aandeelhouder die op iets anders ziet dan de norm van de redelijkheid en billijkheid. Ook indien van de geldigheid van een besluit moet worden uitgegaan (bij gebreke van vernietiging wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid), kan onder omstandigheden het door uitoefening van het stemrecht bewerkstelligen van dit besluit (of de uitvoering van zo'n besluit) onrechtmatig zijn tegenover derden, zoals schuldeisers van de vennootschap. Ijkkpunt daarbij is of de aandeelhouder op het moment van het stemmen ernstig rekening diende te houden met de mogelijkheid dat de vennootschap als gevolg van dat besluit niet meer aan haar verplichtingen tegenover haar crediteuren zou kunnen voldoen en vervolgens geen verhaal zou bieden voor de schade die de crediteuren daardoor zouden lijden.<sup>28</sup> In het Nimox arrest had Nimox als enig aandeelhouder van Auditrade besloten tot dividenduitkering (en betaalbaarstelling), waardoor praktisch alle reserves waren verdwenen en Auditrade in faillissement geraakte. Het door uitoefening van het stemrecht bewerkstelligen van zo'n besluit kan onrechtmatig zijn tegenover derden, in dit geval de schuldeisers van Auditrade.

### Concluderend

Stemmende aandeelhouders mogen in beginsel hun eigen belangen vooropstellen, maar worden daarbij begrensd door de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW die zij jegens onder andere hun mede-aandeelhouders in acht hebben

24 Zie bijvoorbeeld F.G.K. Overkleeft, 'HR Inter Access: food for thought over procederen in enquêtezaken', *V&O* 2011, nr. 4, p. 78-82; H.J. de Kluiver, 'Noodzaakfinanciering en de rol van de rechter', in: G. van Solinge (e.a.), *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 31-49 en J.W. Leedeckerken, 'Impasses bij noodzaakfinanciering', *TOP* 2010, nr. 4, p. 141-145.

25 Zie A. Doorman onder «JOR» 2009/319 en «JOR» 2010/60.

26 Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 27 januari 2000, «JOR» 2000/74, m.nt. M.J. Josephus Jitta en HR 19 oktober 2001, «JOR» 2002/5, m.nt. F.J.P. van den Ingh (Skygate); Hof Amsterdam (OK) 15 november 2001, «JOR» 2002/6, m.nt. M.J. Josephus Jitta en Hof Amsterdam (OK) 29 april 2003, «JOR» 2003/167 (Decidewise); Hof Amsterdam 25 april 2002, «JOR» 2002/128 (Gorillapark); Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2009, «JOR» 2009/319, m.nt. A. Doorman (Triple E) en Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, «JOR» 2010/60, m.nt. A. Doorman (Inter Access). De Ondernemingskamer stelt zich daarbij de vraag of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid

of juiste gang van zaken te twijfelen (art. 2:350 lid 1 BW).

27 Zie bijvoorbeeld Van Solinge en Nieuwe Weme (2013), nr. 201.

28 HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174, m.nt. J.M.M. Meijer (Nimox) en HR 9 mei 1986, *NJ* 1986, 792 (Keulen/Bouwfonds).

te nemen. De mate van invloed van de aandeelhouder, het karakter van de vennootschap en de tussen betrokkenen gemaakte afspraken en de aard van de aandeelhouder zijn factoren die de redelijkheid en billijkheid nader inkleuren. In specifieke gevallen dient te worden gekeken naar alle omstandigheden van het geval en telkens dient daarbij een belangenafweging plaats te vinden. In dit artikel is een aantal categorieën voorbijgekomen die veelal konden worden herleid tot een specifiek scenario: de meerderheidsaandeelhouder versus de minderheidsaandeelhouder. We hebben gezien dat het meerderheidsbeginsel dat ons vennootschapsrecht beheerst, onder bepaalde omstandigheden terzijde kan worden gesteld ten faveure van de minderheid.

**Over de auteur**

Mr. Sandra Rietveld is Senior Professional Support Lawyer Corporate bij Stibbe.