

Voordracht 3F Symposium

Bescherming van minderheidsaandeelhouders door de Ondernemingskamer: de kloof tussen theorie en praktijk.

S.L. Haanschoten

I Inleiding

Ik wil het vandaag met u hebben over de bescherming van minderheidsaandeelhouder. Het is een onderwerp dat nooit echt op warme belangstelling van de wetgever heeft mogen rekenen. Het aantal concrete bepalingen in Boek 2 BW die minderheidsaandeelhouders beogen te beschermen, denk aan het recht op gelijke behandeling van aandeelhouders of het vergaderrecht, zijn op de vingers van een gering aantal handen te tellen. Het is een gevolg van het feit dat de wetgever nooit verder heeft willen gaan dan het bieden van 'minimum waarborgen'.¹

Van Der Grinten signaleerde al in 1954 dat de positie van de minderheidsaandeelhouder versterking behoeft. Tegen een meerderheid van aandeelhouders, zo schreef hij, staat een minderheid immers praktisch machteloos.²

Minderheidsbescherming loopt in Nederland met name via het enquêterecht. En sinds de in 2002 gewezen *Zwagerman*-beschikking³ geschiedt dat vooral over de band van de zorgplicht die de vennootschap en ook de meerderheidsaandeelhouder jegens de minderheidsaandeelhouder in acht moeten nemen.

Die zorgplicht heeft geleid tot een grote hoeveelheid aan jurisprudentie; ik zal het daar dadelijk kort over hebben. Een goede ontwikkeling als u het mij vraagt, maar tegelijkertijd zijn we er nog niet. Aan de hand van een praktijkvoorbeeld wil ik u laten zien dat er op het gebied van de bescherming van minderheidsaandeelhouders nog wel wat noten te kraken zijn.

II Is bescherming nodig?

Maar voordat ik daaraan toe kom, eerst een voorvraag: is bescherming van minderheidsaandeelhouders eigenlijk wel nodig? Moet een minderheidsaandeelhouder die zijn belangen wil veiligstellen dat niet gewoon regelen in een aandeelhoudersovereenkomst?

Op zichzelf is daar iets voor te zeggen, maar wees niet te snel met dit argument. Allereerst ligt het lang niet in elke joint-venture voor de hand om een aandeelhoudersovereenkomst te sluiten. Ik denk hierbij aan familiebedrijven, die vaak worden opgericht door Senior en later door de kinderen worden voortgezet. Die bedrijven werken doorgaans op basis van onderling familievertrouwen. Die hebben hun onderlinge samenwerking lang niet altijd in een overeenkomst vastgelegd, en als zo'n overeenkomst er wel is, is deze vaak niet zo gedetailleerd. Maar zulke bedrijven vormen wel de hoofdmoot van zaken die bij de

¹ *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 3-4 (MvT)

² W.C.L. van der Grinten (red.), 'Het Ontwerp-Meijers en de n.v.', *De Naamlooze Vennootschap, maandblad voor de ondernemingsvorm en het bedrijfswezen*, 1954/7, p. 120.

³ HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857 (*Zwagerman*).

Ondernemingskamer eindigen. Niet voor niets heb ik een raadsheer van de OK eens horen zeggen: ‘wij zijn net de familiekamer van de sector handel’.

Daarnaast moet de beschermingswaarde van een aandeelhoudersovereenkomst in de praktijk niet worden overschat. In veel overeenkomsten wordt de minderheidsaandeelhouder beschermd door te bepalen dat voor bepaalde besluiten van de Algemene Vergadering een gekwalificeerde meerderheid vereist is, bijvoorbeeld voor dividend- en emissiebesluiten. Dat is zonder meer belangrijk, maar daar zit vaak niet de pijn. Een aandeelhoudersovereenkomst voorkomt doorgaans niet dat de meerderheidsaandeelhouder, die in veel gevallen tevens de enig bestuurder is, een eigen koers vaart of rechtshandelingen verricht waarbij hij een belang heeft dat tegenstrijdig is met dat van de vennootschap.

Ten slotte, en dat is misschien het belangrijkste: tegen een meerderheidsaandeelhouder die kwaad wil is geen overeenkomst opgewassen. Zoals een minderheidsaandeelhouder ooit tegen mij zei: *“als je naar een goochelshow gaat, weet je dat je bedonderd wordt. Er toch trap je erin. Kan je nagaan hoe erg je erin trapt als je bedonderd wordt terwijl je het niet verwacht.”*

III De jurisprudentie

Zoals ik al zei is de afgelopen 20 jaar veel jurisprudentie verschenen, met name van de Ondernemingskamer, waarin de bescherming van minderheidsaandeelhouders een rol speelt. Die bescherming is dikwijls gestoeld op de zorgplicht, een leerstuk dat op zijn beurt weer een uitwerking is van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. De zorgplicht is een flexibel begrip en geeft de rechter veel vrijheid om een zaak naar eigen inzicht op te lossen. Ik heb de zorgplicht daarom al eens omschreven als een boom met vele loten.⁴ Een boom waarvan het zaadje met de eerder aangehaalde *Zwagerman*-beschikking is geplant en vervolgens steeds verder is vertakt.

Ik beoog geen college te geven over hoe die zorgplicht zich precies ontwikkeld heeft, en ik denk eerlijk gezegd dat de grote lijnen hiervan wel voor de meesten bekend zijn. Ik zal mij daarom beperken tot een aantal mogelijke verschijningsvormen van die zorgplicht. Bijvoorbeeld:

- i. bij (mogelijke) belangenverstrengeling van het bestuur kan de zorgplicht bij bepaalde transacties meebrengen dat het bestuur erop toeziet dat de transactie geschiedt onder redelijke en marktconforme voorwaarden en dat de transactie daarmee zakelijk verantwoord is. Daartoe kan inschakeling van deskundige derden gewenst of zelfs geboden zijn;⁵
- ii. bij het bepalen van het dividendbeleid kan de zorgplicht inhouden dat de meerderheidsaandeelhouder bijzondere aandacht besteedt aan de belangen van de minderheidsaandeelhouder.⁶
- iii. in geval van een emissiebesluit, waarbij het aannemelijk is dat de minderheidsaandeelhouder niet zal participeren en dus zal verwateren, kan de zorgplicht meebrengen dat de omvang van de emissie en de uitgiftekoers wordt

⁴ S.L. Haanschoten, ‘Biedt zorgplicht wel voldoende bescherming aan de minderheidsaandeelhouder? Een pleidooi voor een betere uittredingsregeling’, *Ondernemingsrecht* 2023-7, p. 341 – 348.

⁵ Hof Amsterdam (OK) 10 juni 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1734 (*Omines Services*), r.o 4.10.

⁶ Conclusie A-G, ECLI:NL:PHR:2006:AX9708 (*EMBA*), punt 4.4. Zie recenter: Hof Amsterdam 15 oktober 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3704 (*Veldman Beheer*).

gebaseerd op een onafhankelijke waardering.⁷ Onder omstandigheden dient de minderheidsaandeelhouder bij dat proces betrokken te worden.⁸

De stam van de zorgplichtboom bestaat uit bijzondere informatierechten. Mijns inziens geldt dat indien op de vennootschap een zorgplicht jegens de minderheidsaandeelhouder rust, de vennootschap in de regel eerst een hoge mate van transparantie jegens de minderheidsaandeelhouder dient te betrachten.⁹ De ratio daarachter is dat de minderheidsaandeelhouder in staat moet worden gesteld om zijn (rechts)positie te bepalen. Juist omdat binnen de vennootschap besluiten kunnen worden genomen waar hij het niet mee eens is of die zelfs nadelig voor hem kunnen uitpakken, moet hem openheid worden verschaft over de intenties die achter die besluiten schuilen.

IV Praktijkvoorbeeld

De ontwikkeling van de zorgplicht ten behoeve van minderheidsaandeelhouders vind ik zonder meer positief. Maar dat wil niet zeggen dat er geen ruimte is voor verbetering. Ik wil dit schetsen aan de hand van een aan de praktijk ontleend voorbeeld.

De casus is als volgt. Een vennootschap heeft twee aandeelhouders: A – ik noem hem Aardig – houdt 49% van de aandelen en B – ik noem hem Boos – 51%. Boos is de enig bestuurder van de vennootschap.

Er is geen aandeelhoudersovereenkomst. Aardig was een voormalig werknemer van de vennootschap en hij en Boos vertrouwen elkaar door en door. Bovendien is in de statuten een gekwalificeerde meerderheid opgenomen voor bepaalde belangrijke besluiten. Aardig voelde zich dus voldoende beschermd.

De vennootschap koopt diensten in bij een ander bedrijf. Boos houdt alle aandelen in dat andere bedrijf en is daarvan ook de enig bestuurder. Volgens Aardig staan de door het bedrijf gefactureerde bedragen, die in de tonnen euro's lopen, in geen verhouding tot de omvang van de geleverde diensten. Met andere woorden: hij vreest dat Boos aan het frauderen is en dat grote sommen geld die eigenlijk aan de vennootschap toebehoren, naar het andere bedrijf worden doorgesluisd. Daar verdwijnen ze weer in de zakken van Boos.

Aardig begint een enquêteprocedure. De OK oordeelt onder meer dat vraagtekens kunnen worden geplaatst bij de deugdelijkheid van de financiële administratie van de vennootschap, en dat niet aannemelijk is geworden dat Boos als bestuurder voldoende oog heeft gehad voor de belangen van Aardig. De OK gelast daarom een onderzoek.

Eén van de problemen is echter dat de vennootschap weinig financiële middelen heeft – iets dat gelet op de verwijten van Aardig aan Boos misschien ook niet zo gek is. Dit maakt mede

⁷ Hof Amsterdam (OK) 10 december 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:4258 (*Simetra Investments*), r.o. 4.18.

⁸ Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:991 (*Wamberg Vastgoed*), r.o. 4.7.

⁹ Een uitzondering hierop kan zijn indien de vennootschap beursgenoteerd is. Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 22 juni 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1910 (*ICTS International*), waar de OK wel een zorgplicht aannam in verband met een emissie, maar tevens oordeelde dat er geen informatieplicht bestond omdat in verband met de beursnotering van de vennootschap van toepassing zijnde Amerikaanse regels beperkingen opleggen met betrekking tot het verstrekken van informatie aan één van haar aandeelhouders.

dat de OK afziet van het treffen van voorlopige voorzieningen. Daarom heeft Aardig ook geen keuze dan aan te bieden de kosten voor het onderzoek zelf voor te schieten.

Doordat geen voorlopige voorziening wordt getroffen, blijft Boos bestuurder en kan hij een koers blijven varen die niet in het belang van Aardig is. Dit doet de onderlinge relatie verder verslechteren. Het onderzoek neemt ongeveer 10 maanden in beslag. Deze periode blijft Aardig in onzekerheid verkeren over zijn positie.

Na neerlegging van het verslag ter griffie verzoekt Aardig de Ondernemingskamer om wanbeleid vast te stellen, wat de OK ook doet. Hoewel de onderzoeker niet heeft kunnen bewijzen dat Boos zou hebben gefraudeerd, is het volgens de OK duidelijk dat Boos in strijd met de belangen van de vennootschap heeft gehandeld en heeft verzuimd de jegens Aardig vereiste zorgvuldigheid en transparantie te betrachten. Boos wordt geschorst als bestuurder, en al zijn aandelen, op eentje na, worden overgedragen aan een beheerder. Bovendien moet hij de kosten van het onderzoek vergoeden.

Eind goed al goed zou men denken. Maar toch blijft het steken bij Aardig. De OK-bestuurder kan niet zonder de kennis van Boos opereren en daarom blijft Boos op de achtergrond een rol spelen. Aardig heeft het idee dat de bestuurder Boos vaker spreekt dan hem. Bovenal vindt hij het lastig dat de OK-bestuurder het als zijn primaire taak ziet om het wanbeleid te eindigen. Dat is gericht op de toekomst. Hij is niet bezig met het herstellen van de fraude die Boos volgens Aardig zou hebben gepleegd. De tonnen euro's zijn uit de vennootschap verdwenen, en als Aardig die terug zou willen zien dan zou hij dat via een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure van Boos moeten zien te vorderen. En hoewel ik meen dat in deze omstandigheden afgeleide schade moet kunnen worden gevorderd, is het hoogst onzeker dat een rechter dit zal toewijzen.

Kortom: na het doorlopen van een lange en kostbare procedure bij de OK heeft Aardig niet het idee dat hij veel is opgeschoten. Alle gewichtige woorden over schending van zorgplichten ten spijt, Aardig blijft aandeelhouder in een vennootschap die door zijn zakenpartner is leeggetrokken. De samenwerking tussen hen is en blijft duurzaam ontwricht, en alleen een onderlinge schikking kan die ontwrichting doen beëindigen. Maar met iemand die je van fraude verdenkt, is het moeilijk onderhandelen.

V Oplossingen

Ik bedoel het voorgaande niet als kritiek op de Ondernemingskamer. Integendeel, het is dankzij haar dat de bescherming van de minderheidsaandeelhouder steeds meer wordt doorontwikkeld. Maar het gereedschapskoffertje van de OK heeft nu eenmaal zijn beperkingen.

Ik heb een aantal ideeën hoe de minderheidsaandeelhouder in dergelijke gevallen beter geholpen zou kunnen zijn. Zo zou het een oplossing kunnen zijn als de OK ook functionarissen zou kunnen benoemen indien de vennootschap niet de middelen heeft om die functionarissen te betalen. Zij zouden wellicht betaald kunnen worden uit een daartoe op te richten garantiefonds, een systeem dat ook bestaat voor curatoren.

Belangrijker is dat de geschillenregeling aanzienlijk moet worden aangepast. Men kan zich namelijk afvragen of een zaak zoals ik die zojuist schetste wel geschikt is voor een enquêteprocedure. De enquêteprocedure is op dit moment nog niet goed toegesneden op de ontvlechting van een samenwerking. Daardoor kan, zo schrijft de OK zelf in haar jaarverslag, in geval van duurzaam ontwrichte samenwerkingsverbanden geen definitieve oplossing van een geschil worden gegeven.¹⁰ In geval van een potentieel frauderende meerderheidsaandeelhouder/bestuurder heeft een minderheidsaandeelhouder er veel meer aan als hij op een makkelijke manier kan uittreden, waarbij hij een goede prijs voor zijn aandelen krijgt.

Toch zie je dat in de praktijk bijna altijd voor een enquêteprocedure wordt gekozen, en niet voor de uittreedvordering die artikel 2:343 BW biedt. Een uittreedprocedure komt slechts rond de 5 keer per jaar voor. De reden hiervoor is tweeledig. Allereerst kan de procedure erg lang duren – zij vangt aan bij de rechtbank, waardoor in potentie in drie instanties kan worden geprocedeerd. Bovendien heeft de rechtspraak op dit moment veel achterstanden. Een andere reden is dat de vordering geregeld wordt afgewezen. De uittredingsgrond wordt in de jurisprudentie namelijk vaak beperkt uitgelegd.¹¹ Ten onrechte, want aan de maatstaf van artikel 2:343 BW worden juist geen al te zware eisen gesteld.¹²

De wetgever is al enkele jaren bezig om de geschillenregeling aan te passen en na een lange radiostilte is het zogenaamde *Wagevoe*-voorstel¹³ recent naar de Raad van State gestuurd.¹⁴ Wat in dat voorstel staat is nog grotendeels onbekend. Wel is al duidelijk dat de uittreedvordering¹⁵ in één feitelijke instantie zal worden behandeld, dat zal ongetwijfeld bij de Ondernemingskamer zijn. Dit is goed nieuws en zal de procedure aanzienlijk doen bespoedigen, zeker indien de uittreding ook als eindvoorziening mogelijk zal worden gemaakt na afloop van een enquêteprocedure.

Wat ik belangrijk vind is dat de wetgever ook de toetsingsmaatstaf voor de toewijzing van een uittredingsvordering verruimt. Op dit moment dient er namelijk sprake te zijn van schuld aan de zijde van de meerderheidsaandeelhouder en/of de vennootschap die de aandelen van de minderheidsaandeelhouder zouden moeten overnemen. Is daar bijvoorbeeld in de zojuist door mij gegeven casus sprake van? Ik ben daar niet zo zeker van. De vennootschap heeft weliswaar haar zorgplicht jegens Aardig geschonden, maar van fraude was niet gebleken. Of neem nu de *Flevoberry*-beschikking van verleden jaar, een casus die veel gelijkenis vertoont met het zojuist door mij gegeven voorbeeld. Ook in die zaak ging het om een meerderheidsaandeelhouder/bestuurder die handelde met een tegenstrijdig belang. De Ondernemingskamer overwoog echter dat de minderheidsaandeelhouder ook had bijgedragen aan het wanbeleid binnen de vennootschap, omdat hij een voorstel van de meerderheidsaandeelhouder blokkeerde waarbij die laatste als bestuurder zou aftreden,

¹⁰ Jaarverslag Ondernemingskamer 2021, par. 1.2. Raadpleegbaar via www.rechtspraak.nl.

¹¹ Memorie van toelichting bij voorontwerp wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van enkele bepalingen omtrent de geschillenregeling en ter verduidelijking van de toegangseisen tot de enquêteprocedure voor aandeelhouders en certificaathouders van beursvennootschappen (Wet aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure), p. 9.

¹² Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/115.

¹³ Wet aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure.

¹⁴ Besluitenlijst van de vergadering van de ministerraad gehouden op 14 april 2023, kenmerk 4326067.

¹⁵ En de uitstootvordering.

zodat een nieuwe bestuurder kon worden benoemd. De minderheidsaandeelhouder wilde dit niet, omdat de te benoemen bestuurder in zijn ogen een marionet zou worden van de meerderheidsaandeelhouder. De OK was van dit bezwaar echter niet overtuigd.¹⁶

Ik weet niet zeker of de minderheidsaandeelhouder onder deze omstandigheden zou kunnen uittreden. Als gevolg hiervan blijft de duurzame ontwrichting tussen de aandeelhouders voortbestaan. Dat is onwenselijk. Ik bepleit daarom dat een minderheidsaandeelhouder altijd zou moeten kunnen uittreden in het geval de samenwerking tussen de aandeelhouders duurzaam is ontwricht.

Ik hoor wel eens dat het bezwaarlijk zou zijn dat de meerderheidsaandeelhouder gedwongen wordt zijn knip te trekken om een andere aandeelhouder uit te kopen, als hij niet in doorslaggevende mate schuld heeft aan de ontwrichte samenwerking. Ik zie dat zo niet. Net als bij een huwelijk doet een scheiding nu eenmaal pijn, ook op financieel gebied. Het aangaan van een samenwerking binnen een vennootschap brengt het risico mee dat de samenwerking ontwricht kan raken en ontvlecht moet worden. Zo'n ontvlechting kost geld. Ik zie een lagere drempel voor de minderheidsaandeelhouder om uit te treden eerder als een *insentive* om de samenwerking niet te laten ontsporen. De schuldvraag kan natuurlijk wél een rol spelen bij de vaststelling van de overnameprijs. De door een deskundige te bepalen prijs kan door de rechter worden verhoogd of verlaagd naar gelang er sprake is van schuld aan de zijde van de overige aandeelhouders of juist aan de zijde van de uittredende minderheidsaandeelhouder. Op deze manier kan de minderheidsaandeelhouder ook vergoeding van afgeleide schade krijgen.

Ten slotte meen ik dat er ook nog een taak is weggelegd voor de juridisch adviseur. De geschillenregeling is van regelend recht, in zoverre dat partijen een afwijkende regeling kunnen overeenkomen om van elkaar te scheiden, waaronder ook een methode voor de bepaling van de overnameprijs valt.¹⁷ De vrijheid om een afwijkende regeling overeen te komen is groot, waarbij in plaats van een gerechtelijke procedure ook kan worden gekozen voor arbitrage of bindend advies. Ik meen dat eigenlijk in iedere aandeelhoudersovereenkomst een gedetailleerde geschillenregeling zou moeten worden opgenomen, waarbij partijen bij duurzame ontwrichting op een snelle en efficiënte manier uit elkaar zouden kunnen. Dit kan jarenlange ellende en kosten voorkomen.

¹⁶ Hof Amsterdam (OK) 28 april 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1287 (*Flevoberry*), r.o. 4.18 – 4.19.

¹⁷ Artikel 2:337 BW.