

De bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de besloten vennootschap jegens ‘externe’ aandeelhouders

*Mr. L.H.K. Peereboom-Bogers en mr. M. Westra**

Op een vennootschap rust een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens al haar aandeelhouders, ook wel de Zwagerman-norm genoemd. In deze bijdrage besteden de auteurs aandacht aan deze bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap en bieden zij praktische handvatten ten aanzien van de concrete uitwerking van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht voor bestuurders.

1 Inleiding

Op een vennootschap rust een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens al haar aandeelhouders. Deze norm staat bekend als de Zwagerman-norm en vloeit voort uit het arrest van de Hoge Raad van 1 maart 2002, dat volgde op de beschikking van de Ondernemingskamer van 8 oktober 1998.¹ Sindsdien wordt de Zwagerman-norm met regelmaat toegepast in beschikkingen van de Ondernemingskamer.

In deze bijdrage besteden wij aandacht aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap en bieden wij praktische handvatten voor het bestuur ten aanzien van de concrete uitwerking van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht. Wij zullen ons met name richten op de invulling van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht in het verband van de besloten vennootschap.²

Wij behandelen drie onderwerpen, namelijk de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap bij:

1. een aandelenemissie;
2. het verstrekken van informatie aan aandeelhouders; en

3. het aangaan van transacties met mogelijke belangenverstremming.³

In paragraaf 2 gaan wij eerst in op de Zwagerman-norm zoals aangelegd door de Ondernemingskamer en de Hoge Raad. In paragraaf 3 lichten wij de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap bij een aandelenemissie toe. In paragraaf 4 gaan wij in op de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap bij het verstrekken van informatie aan aandeelhouders en in paragraaf 5 op de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap bij het aangaan van transacties met mogelijke belangenverstremming. Wij sluiten in paragraaf 6 af met onze conclusie.

2 De Zwagerman-norm

In de enquêteprocedure die heeft geleid tot de Zwagerman-beschikking waren de feiten als volgt. De vennootschap waar het om draaide, Zwagerman Beheer B.V., was van oorsprong een familievennootschap met drie aandeelhouders. De verzoekers tot enquête waren twee aandeelhouders die ieder een aandelenbelang hielden van 5,6%. De overige 88,8% van de aandelen was in handen van Barnhoorn & Zwagerman B.V. Het bestuur van de vennootschap werd gevoerd door twee bestuurders, die beiden aan Barnhoorn & Zwagerman B.V. waren verbonden. Op enig moment heeft de vennootschap aan Barnhoorn & Zwagerman B.V. een lening verstrekt. Deze lening hield verband met de verkrijging van 88,8% van de aandelen in de vennootschap door Barnhoorn & Zwagerman B.V.

Tegen deze achtergrond oordeelde de Ondernemingskamer dat de vennootschap een bijzondere zorgvuldigheid in acht heeft te nemen jegens haar minderheidsaandeelhouders en meer in het bijzonder ervoor heeft te waken dat verstremming van belangen van de vennootschap met die van haar directie en/of meerderheidsaandeelhouders wordt voorkomen. In ver-

* Mr. L.H.K. Peereboom-Bogers is als advocaat werkzaam bij Wijn & Stael Advocaten te Utrecht. Mr. M. Westra is als advocaat werkzaam bij JB Law te Amsterdam.

1 HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, NJ 2002/296 m.nt. Maeijer; JOR 2002/79 m.nt. Van den Ingh en Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 1998, ECLI:NL:GHAMS:1998:AC0562, JOR 1998/167 (Zwagerman).

2 Het is denkbaar dat de naamloze vennootschap tot eenzelfde invulling van de zorgvuldigheidsplicht gehouden kan zijn bij een beperkt aantal aandeelhouders. In deze bijdrage beperken wij ons echter tot de besloten vennootschap.

3 De onderwerpen die in deze bijdrage worden belicht en de besproken beschikkingen zijn niet uitputtend. Een bijzondere zorgvuldigheidsplicht kan ook in andere gevallen worden aangenomen, bijv. met betrekking tot het voeren van een dividendbeleid. Zie in dat kader Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4581, ARO 2009/58 en Hof Amsterdam (OK) 9 januari 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:6, JOR 2014/97 m.nt. Bulten (Emarcy/KLM).

band daarmee dient de vennootschap naar behoren opening van zaken te geven. Deze zorgvuldigheidsplicht weegt des te zwaarder, indien sprake is van familierechtelijke verhoudingen tussen de diverse betrokkenen, aldus de Ondernemingskamer.⁴

In cassatie is aangevoerd dat deze uitgangspunten geen steun vinden in het recht. De Hoge Raad oordeelde dat dit onderdeel niet tot cassatie kan leiden:

‘De Ondernemingskamer is klaarblijkelijk uitgegaan van de in art. 2:8 BW neergelegde regel dat de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, zich als zodanig jegens elkander moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit deze regel vloeit onder meer voort dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van de zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval, waarbij zoals de Ondernemingskamer heeft gedaan, in aanmerking mag worden genomen dat het gaat om minderheidsaandeelhouders tegenover meerderheidsaandeelhouders en om familierechtelijke verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokken personen. Onder deze omstandigheden, die zich hier voordoen, kan eerder dan in andere gevallen sprake zijn van de mogelijkheid van een vermenging van de belangen van de vennootschap en van sommige van deze personen, zodat er reden is daarop attent te zijn en met de nodige zorgvuldigheid te voorkomen dat ontoelaatbare verstrengeling van belangen ontstaat. Aldus verstaan geeft het bestreden oordeel van de Ondernemingskamer niet blijk van een onjuiste rechtsopvatting.’⁵

Na dit arrest heeft de Ondernemingskamer de Zwagerman-norm veelvuldig toegepast, zoals wij hierna zullen toelichten. Opgemerkt dient daarbij te worden dat de Hoge Raad oordeelde dat de zorgvuldigheidsplicht jegens al haar aandeelhouders op de *vennootschap* rust.⁶ Indien wij hierna spreken over de bijzondere zorgvuldigheidsplicht, bedoelen wij derhalve de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap jegens haar aandeelhouders. Aangezien het bestuur belast is met het besturen van de vennootschap en bevoegd is de vennootschap te vertegenwoordigen, is het aan het bestuur om in de praktijk concreet invulling te geven aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht.

3 De bijzondere zorgvuldigheidsplicht bij een aandelenemissie

De bijzondere zorgvuldigheidsplicht komt regelmatig aan bod bij de uitgifte van nieuwe aandelen, met name in het geval dat de vennootschap aanvullend kapitaal nodig heeft en een

(meerderheids)aandeelhouder die deel uitmaakt van het bestuur bereid is in deze aanvullende kapitaalbehoefte te voorzien door middel van de uitgifte van nieuwe aandelen. Hierbij speelt de inachtneming van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht voornamelijk een rol als te verwachten is dat de medeaandeelhouder die geen deel uitmaakt van het bestuur – door ons hierna ook aangeduid als een ‘externe’ aandeelhouder – niet aan de aandelenemissie zal meedoen. Juist in dat geval dient de bestuurder erop bedacht te zijn dat hij namens de vennootschap een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens de externe aandeelhouder(s) in acht moet nemen.

Deze casus deed zich onder meer voor bij Orthocenter,⁷ een onderneming die zich bezighoudt met het exploiteren van orthodontie- en tandartspraktijken. Het geschil speelde tussen de meerderheidsaandeelhouder tevens bestuurder (Dezet P en M Houdster B.V., waarvan de heer Zijderlaan bestuurder is) en de minderheidsaandeelhouder (Haarsma Beleggingen, waarvan de heer Haarsma enig aandeelhouder en bestuurder is). Haarsma was tot zijn ontslag op 11 december 2012 ook bestuurder van Orthocenter. Door zijn ontslag was alleen Zijderlaan nog statutair bestuurder. Op 11 november 2013 besloot het bestuur van Orthocenter om 3.779.755 aandelen uit te geven tegen een prijs van EUR 0,27 per aandeel op basis van een van de algemene vergadering van Orthocenter verkregen delegatie. Haarsma Beleggingen deed niet mee aan de aandelenuitgifte, maar startte wel een procedure bij de rechtbank op grond van onrechtmatige daad, waarin werd gesteld dat Orthocenter onrechtmatig jegens Haarsma Beleggingen zou hebben gehandeld door onvoldoende informatie te verschaffen over het emissiebesluit.

De rechtbank overwoog in eerste aanleg dat onbegrijpelijk was dat Haarsma Beleggingen zich niet tot de Ondernemingskamer had gewend wanneer zij van mening was dat Orthocenter met het verschaffen van informatie in gebreke bleef.⁸ Ook overwoog de rechtbank dat al met al niet gezegd kon worden dat Orthocenter in redelijkheid niet tot het emissiebesluit had kunnen komen.⁹ Haarsma Beleggingen ging in hoger beroep. Het gerechtshof Amsterdam kwam tot een volstrekt ander oordeel. Het hof overwoog:¹⁰

‘Ten tijde van de emissie was Haarsma Beleggingen minderheidsaandeelhouder van Orthocenter, kon zij niet vrijelijk over haar aandelen beschikken en bestond er een ernstig conflict tussen Haarsma en Orthocenter, dat reeds had geresulteerd in het ontslag van Haarsma als bestuurder/werknemer en in een door Haarsma aanhangig gemaakte gerechtelijke procedure. Voor Orthocenter was, in het licht

⁴ Hof Amsterdam (OK) 30 november 2000, JOR 2001/4 m.nt. Van den Ingh (Zwagerman), r.o. 3.1.

⁵ HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, JOR 2002/79, r.o. 3.4.

⁶ Zie art. 2:239 en 2:240 BW.

⁷ Hof Amsterdam 20 december 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:5502, JOR 2017/228 m.nt. P.D. Olden.

⁸ Rb. Noord-Holland 2 september 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:10334, r.o. 4.8.

⁹ Rb. Noord-Holland 2 september 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:10334, r.o. 4.12.

¹⁰ Hof Amsterdam 20 december 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:5502, JOR 2017/228 m.nt. P.D. Olden, r.o. 3.6.

hiervan, voorzienbaar dat Haarsma Beleggingen zou besluiten in geval van een emissie van aandelen geen nieuw uit te geven aandelen te verwerven en in ieder geval diende Orthocenter rekening te houden met de mogelijkheid dat Haarsma Beleggingen niet zou deelnemen aan de emissie. Orthocenter stelt weliswaar dat zij ervan uit ging dat Haarsma Beleggingen – net als de anderen – zou deelnemen, maar zij licht niet toe waar zij, gezien de hiervoor vermelde omstandigheden, deze verwachting op baseerde. Het had derhalve op de weg van Orthocenter gelegen de emissie zo te organiseren dat deze Haarsma Beleggingen geen onevenredige schade zou berokkenen als zij niet zou deelnemen.⁷

Onder deze omstandigheden had volgens het hof mogen worden verwacht dat Orthocenter voorafgaand aan de emissie een deugdelijke waardering van de aandelen had laten uitvoeren en zou waarborgen dat de waarde per aandeel voorafgaand aan de emissie en de uitgifteprijs in redelijke verhouding tot elkaar stonden en om, indien een (bij claimemissies niet ongebruikelijke) korting op de uitgifteprijs zou worden gehanteerd, een deugdelijke regeling te treffen voor (de verhandelbaarheid van) het claimrecht van Haarsma Beleggingen. Gesteld noch gebleken was dat Orthocenter voorafgaand aan de emissie haar aandelen deugdelijk had laten waarderen. Ook was de stelling van Haarsma Beleggingen, dat de uitgifteprijs niet in verhouding stond tot de waarde van een aandeel voor de emissie in het licht van de door Haarsma Beleggingen overgelegde deskundigenrapporten, onvoldoende weersproken. De schadeberekening werd vervolgens verwezen naar de schadestaatprocedure.

In zijn noot bij Orthocenter¹¹ vroeg Olden zich af of de uitkomst van deze procedure anders zou zijn geweest als niet het bestuur maar de algemene vergadering tot de emissie had besloten. Deze vraag is naar ons oordeel reeds beantwoord in het arrest VEB/KLM.¹² In die zaak werd niet het bestuur, maar juist de meerderheidsaandeelhouder opgelegd de nodige zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de minderheidsaandeelhouders bij het nemen van een besluit tot reservering van een deel van de winst.¹³ Wel bracht de Hoge Raad op dit uitgangspunt een nuancering aan, dat de rechter terughoudendheid moet betrachten 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.¹⁴ Aangezien er bij KLM een zorgvuldige belangenafweging had plaatsgevonden tussen de argumenten voor versterking van de reserves en het belang van de minderheidsaandeelhouders bij de uitkering van een redelijk divi-

dend, achtte de Ondernemingskamer het reserveringsbesluit toelaatbaar en de Hoge Raad liet dit feitelijke oordeel in stand.

Het voorgaande impliceert ons inziens dat ook op een meerderheidsaandeelhouder een bijzondere zorgvuldigheidsplicht kan rusten jegens de minderheidsaandeelhouder. Het had daarom naar ons oordeel niet uitgemaakt als de algemene vergadering in plaats van het bestuur tot de aandelenemissie zou hebben besloten; helemaal niet indien de bestuurder tevens een meerderheidsbelang in de algemene vergadering heeft. Indien de meerderheidsaandeelhouder niet tevens bestuurder van de vennootschap is, dient hij ook nog steeds de bijzondere zorgvuldigheidsplicht op grond van artikel 2:8 BW jegens haar medeaandeelhouders in acht te nemen, met dien verstande dat een aandeelhouder in het verband van de algemene vergadering zich in beginsel meer door zijn eigen belang mag laten leiden, terwijl het bestuur zich altijd dient te richten op het vennootschappelijk belang.

De beoordeling in Orthocenter staat niet op zichzelf. Tot een soortgelijk oordeel als in Orthocenter kwam de Ondernemingskamer recentelijk in de zaak OG245.¹⁵ OG245 betrof een *special purpose vehicle*, opgericht door twee aandeelhouders (Stadswaarde met een aandelenbelang van 75% en Vanak met een aandelenbelang van 25%), om het oude Tivoli-pand in Utrecht te herontwikkelen. Stadswaarde is enig bestuurder van OG245. Vanwege de coronacrisis schroefden de financierende banken de financiering van OG245 (in ieder geval tijdelijk) met EUR 2 miljoen terug. Hierdoor kwam de financiering van het project op losse schroeven te staan. Als gevolg hiervan besloot het bestuur van OG245 (dat werd gevormd door Stadswaarde) tot de uitgifte van 2,9 miljoen aandelen tegen nominale waarde over te gaan. Ook hier overwoog de Ondernemingskamer als volgt ten aanzien van de aandelenemissie:¹⁶

‘De Ondernemingskamer is wel van oordeel dat de wijze waarop de emissie is vormgegeven onder de gegeven omstandigheden een gegronde reden oplevert om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van OG245. Stadswaarde had er ernstig rekening mee moeten houden dat minderheidsaandeelhouder Vanak niet zou participeren in de emissie – en dus zou verwateren – gezien de stroeve communicatie tussen de aandeelhouders en getet op het feit dat Vanak al bij herhaling te kennen had gegeven weinig te voelen voor een kapitaalstorting (zie bijvoorbeeld 3.11 en 3.17) en bovendien niet overtuigd te zijn van de noodzaak van de emissie. Bij die stand van zaken was het van wezenlijk belang de uitgiftekoers te baseren op een onafhankelijke waardering in een transparant proces. Het

11 Hof Amsterdam 20 december 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:5502, JOR 2017/228 m.nt. P.D. Olden.

12 HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. Van Schilfgaarde (VEB/KLM).

13 HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. Van Schilfgaarde (VEB/KLM), r.o. 3.4.3.

14 HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. Van Schilfgaarde (VEB/KLM), r.o. 3.4.3.

15 Hof Amsterdam (OK) 30 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2636, ARO 2021/160, waarbij relevant is om te vermelden dat een van de auteurs van dit artikel als behandelend advocaat bij deze zaak was betrokken.

16 Hof Amsterdam (OK) 30 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2636, ARO 2021/160, r.o. 4.8.

bestuur van OG245 had Vanak daarom dienen te betrekken bij de waardering van de onderneming ter bepaling van de emissiekoers. Dat heeft het nagelaten. Vanak heeft zo ten onrechte geen inbreng kunnen hebben in de keuze van de waarderingsdeskundige, het formuleren van de aan de deskundige te stellen vragen en de aan die deskundige te verschaffen informatie.’

De Ondernemingskamer lijkt hier nog verder te gaan dan bij Orthocenter. Niet alleen moet er een onafhankelijke waardering aan de aandelenemissie ten grondslag liggen, in OG245 legt de Ondernemingskamer ook een vrij uitgebreide verplichting op aan de bestuurder (in dit geval tevens meerderheidsaandeelhouder) om de minderheidsaandeelhouder expliciet in (de opzet van) dit waarderingsproces te betrekken. Hier gaat de Ondernemingskamer vrij ver met het formuleren van een concrete invulling van hoe de bijzondere zorgvuldigheidsplicht in het onderhavige geval had moeten worden vormgegeven. Wij achten dit oordeel van de Ondernemingskamer niet volledig in lijn met het arrest van de Hoge Raad in KLM/VEB, dat de rechter terughoudendheid moet betrachten 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.¹⁷

Tot een wederom gelijkkluidend oordeel kwam de Ondernemingskamer in haar beschikking van 25 oktober 2021 ten aanzien van Simeatra Investments, de moedervennootschap van het Four Elements Hotel in Amsterdam.¹⁸ Ook in deze beschikking kwam de Ondernemingskamer tot het oordeel dat de minderheidsaandeelhouder Nortra waarschijnlijk niet zou participeren in de emissies en dus zeer aanzienlijk zou verwateren indien de voorgestelde emissiebesluiten (onverkort) zouden worden uitgevoerd. Bij die stand van zaken was het volgens de Ondernemingskamer van wezenlijk belang om:¹⁹

‘telkens de omvang van de emissies en de uitgiftekoers te baseren op een onafhankelijke waardering op basis van een transparant proces. Het bestuur van Simeatra had Nortra daarom dienen te betrekken bij de waardering van de onderneming ter bepaling van de emissiekoers. Het bestuur heeft dat niet gedaan.’

De Ondernemingskamer komt dan ook tot het oordeel dat het bestuur niet de zorgvuldigheid in acht heeft genomen die van hem als bestuurder en meerderheidsaandeelhouder van Simeatra jegens Nortra als minderheidsaandeelhouder onder de gegeven omstandigheden mocht worden verwacht. De wijze

waarop de beide emissiebesluiten zijn voorbereid en tot stand gekomen, levert daarom een gegronde reden op om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Simeatra Investments.

Op basis van schending van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht kan ook in kort geding worden bevolen dat een voorgenomen aandelenemissie in haar geheel geen doorgang mag vinden, omdat een deugdelijke waardebeoordeling van de aandelen ontbreekt.²⁰ De voorzieningenrechter overwoog in het kort geding tussen Radboud als minderheidsaandeelhouder en Secmatix als meerderheidsaandeelhouder tevens bestuurder dat het aannemelijk was dat het emissiebesluit in een bodemprocedure vernietigbaar zou worden geoordeeld wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 2:8 lid 1 BW wordt geeïst. Hierdoor werd Secmatix verboden om aan het besluit uitvoering te geven. Hierbij overwoog de voorzieningenrechter:²¹

‘Gelet op de hiervoor bedoelde zorgplicht van Secmatix met betrekking tot de positie van Radboud als minderheidsaandeelhouder, had het onder deze omstandigheden op de weg van Secmatix gelegen om deugdelijk te onderzoeken of er een alternatieve financieringsmogelijkheid is en, indien dat niet het geval is, of dan de uitgifte tegen de nominale waarde reëel is.’

In Radboud/Secmatix werden dus niet alleen vraagtekens gezet bij de wijze waarop de aandelenuitgifte werd vormgegeven (namelijk tegen nominale waarde zonder deugdelijke waardering), maar ook bij de noodzaak van de aandelenuitgifte ‘an sich’. Om invulling te geven aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht kan het onder omstandigheden geboden zijn dat de vennootschap deugdelijk onderzoekt of er een alternatieve financieringsmogelijkheid voor een aandelenemissie bestaat. Of dit onderzoek naar alternatieve financieringsmogelijkheden in het concrete geval noodzakelijk is, zal ons inziens in grote mate afhangen van de afspraken die de aandeelhouders van de vennootschap over de financiering van de vennootschap hebben gemaakt.

Gelet op de in dit artikel aangehaalde uitspraken is het lastig om duidelijke gedragsnormen te formuleren over hoe in een concreet geval aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht bij een aandelenemissie invulling moet worden gegeven. Desalniettemin zijn uit voornoemde uitspraken voor het bestuur enige richtsnoeren te filteren die ertoe zouden kunnen leiden dat een succesvol beroep op schending van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht kan worden voorkomen. Wij komen daarbij tot de volgende praktische handvatten voor het bestuur:

1. Allereerst dient een bestuurder c.q. meerderheidsaandeelhouder te onderzoeken of er een alternatieve financierings-

17 HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. Van Schilfgaarde (VEB/KLM), r.o. 3.4.3.

18 Hof Amsterdam (OK) 26 oktober 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3459, ARO 2021/185, waarbij relevant is om te vermelden dat een van de auteurs van dit artikel als behandelend advocaat bij deze zaak was betrokken.

19 Hof Amsterdam (OK) 26 oktober 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3459, ARO 2021/185, r.o. 4.18.

20 Rb. Oost-Brabant (vzr.) 29 november 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:6254, JOR 2018/65 (Radboud/Secmatix).

21 Rb. Oost-Brabant (vzr.) 29 november 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:6254, JOR 2018/65 (Radboud/Secmatix), r.o. 4.14.

mogelijkheid voor de aandelenemissie is. De externe aandeelhouders dienen over de uitkomsten van dit onderzoek te worden geïnformeerd.

2. Indien er geen alternatieve financieringsmogelijkheid beschikbaar is, dan mag in beginsel tot de uitgifte van nieuwe aandelen worden overgegaan, mits de uitgifteprijs wordt gebaseerd op een onafhankelijke waardering van de aandelen.
3. Als in de lijn der verwachting ligt dat niet alle externe aandeelhouders bij de aandelenemissie zullen participeren, dan dient er sprake te zijn van een onafhankelijke waardering op basis van een transparant proces, waarbij het bestuur van de vennootschap alle medeaandeelhouders in het waarderingsproces ter bepaling van de emissiekoers dient te betrekken.

4 De bijzondere zorgvuldigheidsplicht bij het verstrekken van informatie aan de externe aandeelhouder

Daarnaast past de Ondernemingskamer de Zwagerman-norm met regelmaat toe in zaken waar de vraag centraal staat of de vennootschap een externe aandeelhouder adequaat heeft geïnformeerd. Voor wat betreft de informatievoorziening aan aandeelhouders is het wettelijk uitgangspunt dat de vennootschap de algemene vergadering alle verlangde inlichtingen dient te verschaffen, behoudens voor zover een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.²² In ASMI²³ overwoog de Hoge Raad dat het recht op inlichtingen een recht is van de algemene vergadering als orgaan van de vennootschap, maar dat iedere aandeelhouder in de algemene vergadering – echter niet buiten vergadering – het recht heeft zelfstandig vragen te stellen (ongeacht of deze betrekking hebben op agendapunten).

Beschikkingen van de Ondernemingskamer laten echter een andere ontwikkeling zien. Zo volgt uit de standaardbeschikking uit 1983 inzake Linders/Hofstee²⁴ dat bestuurders bij een belangenverstremming een zo groot mogelijke mate van transparantie dienen te betrachten, waarbij de algemene vergadering tijdig en volledig dient te worden geïnformeerd.²⁵ In latere rechtspraak is aangenomen dat deze transparantieplicht ook kan gelden jegens aandeelhouders buiten de algemene vergadering.²⁶ Ook meer recent heeft de Ondernemingskamer enkele beschikkingen in dat verband gewezen.

²² Art. 2:217 lid 3 BW.

²³ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544; JOR 2010/228 (ASMI), r.o. 4.6. Hoewel ASMI een beurs-NV betreft, wordt algemeen aangenomen dat hetgeen door de Hoge Raad is overwogen in ASMI in gelijke zin geldt voor een besloten vennootschap. Zie onder meer Lennarts & Roest, in: T&C BW 2017, art. 2:217 BW.

²⁴ Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC8007, NJ 1984/481 (Linders/Hofstee).

²⁵ In par. 5 zullen wij uitvoerig ingaan op Linders/Hofstee en toelichten dat deze beschikking nog onverminderd relevant is onder het huidige recht.

²⁶ Zie Hezer in zijn noot bij Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:717, JOR 2020/203 (Fuelplants).

In Bosal²⁷ kwam de vraag aan de orde of de vennootschap haar minderheidsaandeelhouder toereikend heeft geïnformeerd. Daarbij was van belang dat de vennootschap in essentie slechts twee aandeelhouders had en de meerderheidsaandeelhouder was vertegenwoordigd in het bestuur van Bosal. In casu werden transacties verricht tussen de vennootschap en entiteiten verbonden aan de meerderheidsaandeelhouder. De Ondernemingskamer oordeelde dat onder deze omstandigheden het uitgangspunt dat een aandeelhouder buiten vergadering geen recht heeft op informatie, niet opgaat:

‘onder deze omstandigheden geldt niet als uitgangspunt dat aandeelhouders buiten algemene vergaderingen van aandeelhouders geen recht hebben op het verstrekken van door hen afzonderlijk verlangde informatie (HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI)). In plaats daarvan dient in de gegeven omstandigheden de vennootschap uit hoofde van haar zorgplicht jegens de minderheidsaandeelhouder uit hoofde van artikel 2:8 BW (HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857 (Zwagerman)), uit eigen beweging en op vragen van de minderheidsaandeelhouder ook buiten het verband van een aandeelhoudersvergadering transparantie te betrachten. Dit betekent dat Bosal vragen van [A] [de minderheidsaandeelhouder; LP-B & MW] over het beleid en de gang van zaken slechts onbeantwoord kan laten indien daarvoor een voldoende zwaarwegende reden bestaat.’

In zowel Fuelplants²⁸ als Brouwer Bloembollen²⁹ komt de Ondernemingskamer tot een vergelijkbare overweging. Aangetekend dient daarbij te worden dat in Brouwer Bloembollen, anders dan in Bosal en Fuelplants, geen sprake was van een verstremming van belangen.

In Brouwer Bloembollen acht de Ondernemingskamer het van belang dat twee bestuurders jarenlang hebben samengewerkt in de vennootschap, waarvan hun persoonlijke holdingvennootschappen de enige twee aandeelhouders waren. Een van de aandeelhouders is geschorst en ontslagen, waarna de aandelen ten titel van beheer zijn overgedragen. Dat de aandelen ten titel van beheer zijn overgedragen, maakt het feit dat het bestuur ook buiten het verband transparantie dient te betrachten niet wezenlijk anders:

‘De beheerder kan er, evenzeer als [A] dat voorheen kon, aanspraak op maken dat hij met enige regelmaat ook buiten de aandeelhoudersvergaderingen geïnformeerd wordt over de algemene gang van zaken en dat door hem gestelde vragen door de vennootschap worden beantwoord. Daarbij zal ten aanzien van de frequentie waarmee vragen worden

²⁷ Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3921, ARO 2019/193 (Bosal).

²⁸ Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:717, JOR 2020/203 m.nt. Hezer (Fuelplants).

²⁹ Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:842, JOR 2020/172 m.nt. Josephus Jitta (Brouwer Bloembollen).

gesteld en de gedetailleerdheid van die vragen uiteraard de redelijkheid en billijkheid in acht moeten worden genomen. Bovendien geldt onverminderd de regel dat een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich kan verzetten tegen beantwoording van gestelde vragen. Een dergelijk zwaarwichtig belang doet zich echter niet voor wanneer de vennootschap meent met ter beschikking gestelde documenten door [A] in een gerechtelijke procedure “om de oren te zullen worden geslagen”.’ (curs. LP-B & MW)

Opvallend is dat de Ondernemingskamer, door te overwegen ‘dat hij met enige regelmaat ook buiten de aandeelhoudersvergaderingen geïnformeerd wordt over de algemene gang van zaken’, lijkt te zinspelen op een doorlopend informatierecht, dat geen verband houdt met enige concrete gebeurtenis of verstrengeling van belangen. Hoe dit zich verhoudt tot het informatierecht dat ontstaat bij een geval van mogelijke belangenverstrengeling, en of een doorlopend informatierecht daadwerkelijk is beoogd, zal zich in de jurisprudentie moeten uitkristalliseren. Wij menen echter dat het uitgangspunt dient te zijn dat aandeelhouders niet doorlopend toegang hebben tot informatie van de vennootschap, behoudens bijzondere omstandigheden. Dit houdt verband met de scheiding tussen kapitaal en leiding bij een vennootschap. Deze functiescheiding leidt ertoe dat de vennootschap efficiënt kan worden bestuurd, maar creëert tegelijkertijd de mogelijkheid voor (het bestuur van) de vennootschap om de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen.³⁰ Deze beschermingsgedachte komt echter in het gedrang indien het bestuur en een (over)groot deel van het kapitaal in één hand zijn en het bestuur van de vennootschap het belang van de met haar verbonden aandeelhouder laat prevaleren boven dat van de externe aandeelhouder. Dit zal zich naar verwachting met name voordoen in een geval waarbij sprake is van mogelijke belangenverstrengeling. In dat geval is transparantie geboden.

Overigens hoeft voor het bestaan van een bijzondere zorgvuldigheidsplicht geen sprake te zijn van een structuur met een meerderheids- en minderheidsaandeelhouder. Ook bij een joint venture waarin twee aandeelhouders ieder 50% van de aandelen houden, kan een informatieplicht op de vennootschap rusten, juist omdat een joint venture gericht kan zijn op de samenwerking tussen twee gelijkwaardige partners, zoals in Cancun.³¹ Om die reden oordeelde de Ondernemingskamer dat de zorgvuldigheid meebracht dat het bestuur van de vennootschap gehouden was één van haar aandeelhouders te informeren over een voorgenomen overdracht die erin zou resulteren dat aandelen zouden worden overgedragen aan een derde.

In Allure³² stond een joint venture met twee aandeelhouders die ieder een aandelenbelang van 50% hielden centraal. In deze beschikking heeft de Ondernemingskamer de omvang van de informatieverplichting teruggebracht tot het ‘ruimhartig’ verschaffen van openheid van zaken met betrekking tot ‘het reilen en zeilen van de vennootschap’:

‘Op grond van artikel 2:8 BW moeten de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit deze regel vloeit onder meer voort dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. In een situatie als de onderhavige, waarin slechts een van de beide aandeelhouders ook bestuurder is, rust daarom op (het bestuur van) de vennootschap een bijzondere zorgplicht. Die zorgplicht brengt mee dat het bestuur van Allure jegens Holding als aandeelhouder die geen deel uitmaakt van het bestuur, *ruimhartig openheid van zaken moet verschaffen met betrekking tot het reilen en zeilen van Allure*. Dit geldt te meer als – zoals hiervoor is overwogen – (mogelijk) sprake is van tegenstrijdige belangen.’ (curs. LP-B & MW)

Met voornoemde beschikkingen lijkt de Ondernemingskamer te komen tot een eenduidige benadering van het informatierecht van aandeelhouders buiten vergadering. Nieuw is deze leer niet helemaal. Deze uitspraken passen in een lange traditie, die teruggaat tot Linders/Hofstee. Om echter meer invulling te geven aan de verplichting om externe aandeelhouders ‘ruimhartig’ te informeren, kan worden geput uit eerdere beschikkingen van de Ondernemingskamer. In dat kader verwijzen wij naar Langen.³³ In de Langen-beschikking oordeelde de Ondernemingskamer dat op Langen – een familiebedrijf – in verband met het ontslag van een familielid (tevens minderheidsaandeelhouder) de verplichting rustte de belangen van die persoon voldoende in het oog te houden en zorgvuldig te handelen. De Ondernemingskamer kwam tot het oordeel dat aan de zorgvuldigheidseisen was voldaan, nu de minderheidsaandeelhouder in ruime mate de gelegenheid had gekregen zijn zorgen over de gang van zaken kenbaar te maken en vragen te stellen die ruimhartig door de vennootschap waren beantwoord. Dat de vennootschap niet alle vragen naar tevredenheid kan beantwoorden, kon de vennootschap niet worden verweten, gelet op het feit dat de vragen zodanig uitvoerig en gedetailleerd waren dat beantwoording van die vragen in strijd zou zijn met het belang van de onderneming, omdat de minderheidsaandeelhouder – die inmiddels een nieuwe onderneming had opgericht – als concurrent had te gelden.

30 Zie J.M. de Jong, Tussen societas en universiteit (IVOR nr. 94), Deventer: Kluwer 2014, p. xxvi.

31 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 (Cancun), r.o. 4.7.2.

32 Hof Amsterdam (OK) 24 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2692, JOR 2021/296 m.nt. Hezer (Allure).

33 Hof Amsterdam (OK) 23 juli 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AG3879, JOR 2001/204 (Langen).

Ook in De Hasker³⁴ overwoog de Ondernemingskamer dat op het bestuur van De Hasker een bijzondere zorgvuldigheidsplicht rustte jegens de externe aandeelhouder, in die zin dat het bestuur, bestaande uit twee bestuurders die tevens aandeelhouder waren, voldoende openheid diende te betrachten door het verschaffen van gegevens waarop de externe aandeelhouder als zodanig geen recht heeft, en dat dient te worden voorkomen dat vermenging van belangen van De Hasker met die van haar bestuur onderscheidenlijk haar meerderheidsaandeelhouder plaatsvindt. Uit de zorgvuldigheidsplicht vloeit voort dat het bestuur van De Hasker, bij een verkoop van dochtervennootschappen aan een entiteit waarin de minderheidsaandeelhouder niet participeerde, inzicht diende te verschaffen in zijn verhouding tot de externe minderheidsaandeelhouder en dat voldoende recht diende te worden gedaan aan de belangen van die aandeelhouder. Doordat in casu sprake was van een verkoop aan een aan de bestuurder gelieerde partij, zonder voorafgaande waardebeoordeling, was sprake van een gebrek aan transparantie en een gebrek aan inspanning om vermenging van belangen te voorkomen, met mogelijke benadeling van de externe minderheidsaandeelhouder tot gevolg.

Daarnaast stond de informatievoorziening aan aandeelhouders in Fortuna en Intergamma ter discussie. In beide zaken concludeerde de Ondernemingskamer dat de vennootschap minderheidsaandeelhouders onvoldoende had geïnformeerd. In Fortuna³⁵ lag ter goedkeuring aan de algemene vergadering voor het besluit tot de verkoop van dochtervennootschappen aan de meerderheidsaandeelhouder. De Ondernemingskamer oordeelde dat aandeelhouders ten aanzien van een beslissing als de onderhavige in de gelegenheid behoren te zijn zich voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering een oordeel te vormen over de transactie die ter goedkeuring voorligt. Op de vennootschap rustte de plicht om aandeelhouders bij de oproeping voor de algemene vergadering zodanig te informeren dat zij zich een eigen oordeel dienden te kunnen vormen over de transactie, in het bijzonder over de zakelijkheid van de overnameprijs en de overige voorwaarden.

Een vergaande informatieplicht werd ook in Intergamma³⁶ aangenomen. In Intergamma draaide het om een zeer complexe transactie tussen de vennootschap en een grootaandeelhouder, die een ingrijpende wijziging in de governance en verstreckende gevolgen voor aandeelhouders met zich bracht. Dit vergt van de vennootschap dat zij haar aandeelhouders ‘adequaat en ruimhartig’ informeert, hetgeen in casu betekende dat de vennootschap haar aandeelhouders (onder meer) de *fairness opinion* met betrekking tot de koopprijs, een strategie-rapport en een overzicht van de samenstelling en de overige voorwaarden van de financiering diende te verstrekken.

34 Hof Amsterdam (OK) 17 december 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BC4587, JOR 2008/35 (De Hasker).

35 Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 (Fortuna).

36 Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210 m.nt. Bulten (Intergamma).

Hoewel iedere zaak op zichzelf staat, zijn uit voornoemde uitspraken enige richtsnoeren voor het bestuur te filteren over hoe externe aandeelhouders dienen te worden geïnformeerd in een voorkomend geval:

1. Bestuurders die tevens aandeelhouder zijn, dienen aandeelhouders die niet in het bestuur zijn vertegenwoordigd (de zogenoemde externe aandeelhouders) uit *eigen beweging* buiten de algemene vergadering te informeren in geval van een mogelijke vermenging van belangen of over zaken die de belangen van de externe aandeelhouder mogelijk schaden.³⁷
2. De vennootschap dient in deze gevallen aandeelhouders tijdig en ruimhartig³⁸ informatie te verschaffen, waarbij geldt dat:
 - a. de informatie op een zodanig tijdstip aan de medeaandeelhouder ter beschikking dient te worden gesteld dat de externe aandeelhouder zich behoorlijk kan voorbereiden op een algemene vergadering³⁹ en/of zich een behoorlijk oordeel kan vormen over de transactie of het besluit dat ter goedkeuring voorligt;⁴⁰
 - b. naarmate een besluit of transactie complexer of ingrijpender van aard is, de vennootschap aandeelhouders eerder en uitvoeriger dient te informeren.⁴¹
3. De vennootschap dient vragen van aandeelhouders serieus te nemen en gedetailleerd te beantwoorden.⁴² Indien en voor zover een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet, dient de vennootschap dit toe te lichten; het feit dat een aandeelhouder tevens concurrent is of wordt, is daarbij een relevante omstandigheid.⁴³ De vennootschap kan zich bij de weigering om informatie te verstrekken niet verschuilen achter het argument dat de verstrekte informatie mogelijk tegen haar kan worden gebruikt.⁴⁴

37 Zie Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3921, ARO 2019/193 (Bosal), r.o. 3.18, Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:717, JOR 2020/203 m.nt. Hezer (Fuelplants), r.o. 3.15 en Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:842, JOR 2020/172 m.nt. Josephus Jitta (Brouwer Bloembollen), r.o. 3.9.

38 Zie Hof Amsterdam (OK) 24 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2692, JOR 2021/296 m.nt. Hezer (Allure).

39 Zie Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:842, JOR 2020/172 m.nt. Josephus Jitta (Brouwer Bloembollen), r.o. 3.10.

40 Zie Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 (Fortuna).

41 Zie Hof Amsterdam (OK) 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626, JOR 2017/163 (Fortuna) en Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210 m.nt. Bulten (Intergamma).

42 Zie onder meer Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3921, ARO 2019/193 (Bosal) en Hof Amsterdam (OK) 23 juli 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AG3879, JOR 2001/204 (Langen).

43 Zie Hof Amsterdam (OK) 23 juli 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AG3879, JOR 2001/204 (Langen).

44 Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:842, JOR 2020/172 m.nt. Josephus Jitta (Brouwer Bloembollen), r.o. 3.9.

5 De bijzondere zorgvuldigheidsplicht bij transacties waar belangenverstrengeling speelt

De bijzondere zorgvuldigheidsplicht komt, zoals in paragraaf 4 al aan bod is gekomen, tot uiting in zaken waar belangenverstrengeling speelt. Belangenverstrengeling kan breder zijn dan enkel het wettelijk tegenstrijdig-belangbegrip. Het leidende arrest om te bepalen of er sprake is van een tegenstrijdig belang is nog immer Bruil.⁴⁵ In dit arrest overwoog de Hoge Raad dat er sprake is van een tegenstrijdig belang, indien een bestuurder:

‘door de aanwezigheid van een persoonlijk belang of door zijn betrokkenheid bij een ander met dat van de rechtspersoon niet parallel lopend belang niet in staat moet worden geacht het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming te bewaken op een wijze die van een integer en onbevooroordeeld bestuurder mag worden verwacht’.

Naar aanleiding van Bruil ontstond er in de literatuur een discussie over of in de rechtspraak een breder tegenstrijdig-belangbegrip wordt gehanteerd dan het wettelijk tegenstrijdig-belangbegrip in de zin van artikel 2:239 lid 6 BW.⁴⁶ De vraag die in deze discussie centraal stond, is of de wettelijke tegenstrijdig-belangregeling uitsluitend ziet op een conflict van belang en plicht of ook op een conflict van plichten. In de jurisprudentie van de Ondernemingskamer haakt de Ondernemingskamer veelal aan bij het bredere begrip ‘belangenverstrengeling’. In dat kader stelt de Ondernemingskamer dat iedere vorm en schijn van belangenvermenging of belangenverstrengeling ervoor zorgt dat de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van toepassing wordt.⁴⁷ Zo lijkt de Ondernemingskamer voorbij te gaan aan de discussie in de literatuur of óók een zuiver kwalitatief tegenstrijdig belang tot toepassing van de onthoudingsregel van artikel 2:239 lid 6 BW leidt. In dat kader kwam Bulten in haar noot bij De Seizoenen tot de conclusie dat de Ondernemingskamer zich verre van deze ‘juridische haarkloverij’ houdt en haar eigen route bewandelt, waarbij artikel 2:8 BW en niet artikel 2:239 lid 6 BW als uitgangspunt voor de beoordeling wordt gehanteerd.⁴⁸

Maar wat dient dan te worden beschouwd als belangenverstrengeling? Van belangenverstrengeling is sprake indien een bestuurder tevens aandeelhouder namens vennootschap A

een transactie aangaat met vennootschap B, waar deze bestuurder tevens aandeelhouder óók een belang in heeft, welk belang niet (volledig) parallel loopt met het belang van vennootschap A. Dat de belangen van vennootschap A en vennootschap B niet volledig parallel lopen, kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt doordat niet alle aandeelhouders van vennootschap A óók allemaal in exact dezelfde aandelenverhouding aandeelhouder zijn van vennootschap B. Reeds in dat geval rust op de bestuurder tevens aandeelhouder van vennootschap A een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens de overige aandeelhouders in vennootschap A, indien en voor zover in redelijkheid betwijfeld kan worden of deze bestuurder zich bij zijn handelen namens vennootschap A uitsluitend laat leiden door het belang van vennootschap A en de met haar verbonden onderneming.

5.1 Concrete invulling bij transacties waar belangenverstrengeling speelt

Hoe aan deze bijzondere zorgvuldigheidsplicht in geval van belangenverstrengeling uitvoering moet worden gegeven, wordt tot op de dag van vandaag ingevuld aan de hand van de handvatten die de Ondernemingskamer heeft geformuleerd in de Linders/Hofstee-beschikking.⁴⁹ In Linders/Hofstee overwoog de Ondernemingskamer dat bij een tegenstrijdig belang het van grote betekenis is dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze gescheiden worden gehouden. Het betrachten van een zo groot mogelijke openheid is daarvoor een waarborg. Inschakeling van deskundige derden kan gewenst en onder omstandigheden geboden zijn. In de op Linders/Hofstee gevolgde jurisprudentie is een nadere concrete invulling gegeven aan deze Linders/Hofstee-normen.

Zo oordeelde de Ondernemingskamer in Orbitrex dat niet kan worden uitgesloten dat de voorgenomen transactie waarbij de vennootschap ter leniging van een schuld (al haar, of nagenoeg al haar) activa overdraagt aan haar meerderheidsaandeelhouder, Orbitrex als minderheidsaandeelhouder zal benadelen.⁵⁰ In dat kader overwoog de Ondernemingskamer dat in een dergelijk geval extra openheid betracht moet worden jegens de minderheidsaandeelhouder:

‘Een dergelijke transactie draagt immers naar haar aard het risico van belangenverstrengeling in zich, zodat – waar in het algemeen geldt dat een vennootschap tegenover haar minderheidsaandeelhouder een bijzondere zorgvuldigheid in acht dient te nemen – in het onderhavige geval de vennootschap een verzwaarde plicht heeft de minderheidsaandeelhouder voldoende te informeren en ervoor te zorgen dat de mogelijke verstrengeling van belangen van de vennootschap met die van de meerderheidsaandeelhouder wordt voorkomen. Er kan van worden uitgegaan, in het licht van de hiervoor signaleerde gebrekkige informatie-

⁴⁵ HR 29 juni 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA0033, NJ 2007/420 m.nt. Ma; JOR 2007/169 m.nt. Leijten en Bartman (Bruil), r.o. 3.4.

⁴⁶ Zie voor de reikwijdte van deze discussie onder meer J.M. de Jongh, Drie aspecten van tegenstrijdig belang, Ondernemingsrecht 2019/68 en A.F.J.A. Leijten, Bestuur en tegenstrijdig belang, Ondernemingsrecht 2019/80.

⁴⁷ Zie onder meer: Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC8007, NJ 1984/481, JOR 2022/56 m.nt. Leijten (Linders/Hofstee). Hof Amsterdam (OK) 30 april 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:1503 (L'Étoile) en Hof Amsterdam (OK) 30 april 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1465, JOR 2018/211 m.nt. Bulten (DeSeizoenen).

⁴⁸ Hof Amsterdam (OK) 30 april 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1465, JOR 2018/211 m.nt. Bulten (DeSeizoenen).

⁴⁹ Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC8007, NJ 1984/481, JOR 2022/56 m.nt. Leijten (Linders/Hofstee).

⁵⁰ Hof Amsterdam (OK) 3 november 2000, JOR 2001/3, r.o. 3.4 (Orbitrex).

verstrekking met betrekking tot de (wijziging in de) financiële verslaggeving, dat Orbitrex als minderheidsaandeelhouder ook op dit punt terecht klaagt over een gebrek aan informatie.’

In Butôt⁵¹ voegde de Ondernemingskamer hieraan toe dat alleen het betrachten van openheid in geval van een tegenstrijdig belang in sommige gevallen niet voldoende is. Ook inschakeling van deskundige derden kan gewenst en onder omstandigheden geboden zijn. Bovendien is een hogere mate van zorgvuldigheid in voorbereiding, besluitvorming en uitvoering bij het sluiten van een overeenkomst waarbij belangenverstrengeling kan spelen, vereist.⁵²

Tot een soortgelijk oordeel kwam de Ondernemingskamer in Hermes/Océ ten aanzien van het overnamebod van Canon.⁵³ Van de raad van commissarissen van Océ waren vier van de zes commissarissen onvoldoende onafhankelijk, aangezien zij aan Canon gelieerd waren (als werknemers en juridisch adviseur van Canon). De Ondernemingskamer stelde dan ook voorop dat een vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders, dat zij in voorkomende gevallen een bijzondere zorgvuldigheidsplicht jegens minderheidsaandeelhouders heeft, en dat zij steeds moet voorkomen dat een ontoelaatbare verstrengeling van belangen ontstaat.⁵⁴ Canon stelde zich op het standpunt dat zij niet aan een *best practice* bepaling uit de Corporate Governance Code (hierna: Code) hoefde te voldoen, omdat zij al een groepsmaatschappij van Océ was. Hier ging de Ondernemingskamer niet in mee. Zolang Océ – en dus ook Canon – te maken heeft met minderheidsaandeelhouders wier belangen niet zonder meer samenvallen met het groepsbelang van Canon, blijven de uitgangspunten zoals vastgelegd in de Code van toepassing, namelijk dat elke vorm en schijn van belangenvermenging tussen een vennootschap en haar commissarissen dienden te worden vermeden. De Ondernemingskamer liet zich hierbij niet expliciet uit over de vraag of deze verplichting volgde uit de Code zelf of uit Linders/Hofstee. Wel gaf de Ondernemingskamer aan dat de stelling van Océ dat volstaat om ter explicatie van haar afwijking van die *best practice* bepaling erop te wijzen dat zij een zodanige groepsmaatschappij is (of zal zijn), en dat Canon effectieve controle over haar dient te verkrijgen teneinde consolidatie van Océ’s financiële gegevens te bewerkstelligen, onvoldoende was. Hierdoor lijkt de Ondernemingskamer toch verdergaande eisen op te leggen op grond van artikel 2:8 BW dan het ‘pas toe of leg uit’-principe van de Code, althans werd de gegeven uitleg onvoldoende beschouwd.

Een andere recente zaak waar de Ondernemingskamer een concrete invulling gaf aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht, betrof de beschikking in DeSeizoenen.⁵⁵ DeSeizoenen betreft een zorgonderneming die werd opgericht om de failliete Stichting Zonnehuizen te laten doorstarten. Er werd een zorgonderneming opgetuigd, waarbij een moeder (Zorg Groep) drie dochters krijgt: Vastgoed, DeSeizoenen en Care. DeSeizoenen is de zorgaanbieder en toegelaten instelling in de zin van de Wet toelating zorginstellingen (Wtzi); zij ontvangt financiering uit publieke middelen. DeSeizoenen huurt haar locaties en onderkomens van Vastgoed. Care verleent onder meer administratieve en ICT-diensten aan DeSeizoenen. De structuur als zodanig doorstaat de toets der kritiek,⁵⁶ maar de totstandkoming ervan niet. Vastgoed kocht het vastgoed (met behulp van onder meer een door DeSeizoenen verstrekte achtergestelde lening), DeSeizoenen huurt vervolgens van Vastgoed en verstrekt een pandrecht op specifieke vorderingen. De huuropbrengsten belanden via de moeder van Vastgoed (Zorg Groep) bij de vier aandeelhouders. Ten tijde van de diverse onderhandelingen en stappen in het besluitvormingsproces om tot een doorstart met deze vastgoedconstructie te komen, waren twee van de vier aandeelhouders tevens commissaris bij Vastgoed én DeSeizoenen. De andere twee aandeelhouders vormden het bestuur van de moeder en van haar drie dochters.

In DeSeizoenen kwam de Ondernemingskamer in de tweede-fasebeschikking tot het oordeel dat, in het licht van de conflicteerde positie van de beide bestuurders van DeSeizoenen, het in de rede had gelegen dat reeds in de periode waarin de vastgoedconstructie vorm begon te krijgen en ruim voorafgaand aan het eerste bod van het vastgoed, op het niveau van het bestuur van DeSeizoenen een onafhankelijke bestuurder (of gedelegeerd commissaris) zou zijn aangesteld die zich uitsluitend zou hebben kunnen richten op de behartiging van de belangen van DeSeizoenen en tegenkracht had kunnen bieden aan de belangen van de beoogde vastgoedvennootschap.⁵⁷ De inbreng van onafhankelijke leden van de raad van commissarissen kan, aldus de Ondernemingskamer, in dit kader alleen voldoende zijn indien deze commissarissen zich hebben gerealiseerd dat zij in feite werden belast met een bestuurstaak die hun toezichthoudende taak oversteeg en de commissarissen daar ook naar hebben gehandeld. De facto schrijft de Ondernemingskamer verschillende alternatieven en/of varianten van de wettelijke onthoudingsregel van artikel 2:239 lid 6 BW voor. De wet voorziet immers niet in de mogelijkheid om ten aanzien van een bepaalde transactie een onafhankelijk bestuurder te benoemen in geval van een tegenstrijdig belang. De delegatie van de vertegenwoordigingsbevoegdheid aan de raad van commissarissen volgt op grond van artikel 2:239 lid 6

51 Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4018, JOR 2009/129 (Butôt).

52 Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4018, JOR 2009/129 (Butôt), r.o. 3.14.

53 Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM0597, JOR 2010/153 m.nt. G. van Solinge (Hermes/Océ).

54 Hof Amsterdam (OK) 3 maart 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM0597, JOR 2010/153 m.nt. G. van Solinge (Hermes/Océ), r.o. 3.9.

55 Hof Amsterdam (OK) 24 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:144, JOR 2020/171 m.nt. Bulten (DeSeizoenen).

56 Zie r.o. 3.22-3.25 van de eerste-fasebeschikking: Hof Amsterdam (OK) 30 april 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1465, JOR 2018/211 m.nt. Leijten.

57 Hof Amsterdam (OK) 24 januari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:144, JOR 2020/171 m.nt. Bulten (DeSeizoenen).

jo. artikel 2:250 lid 5 BW wel uit de wet, met dien verstande dat de raad van commissarissen in een dergelijk geval een bestuursbesluit neemt in plaats van een besluit van de raad van commissarissen en de Ondernemingskamer hierdoor terecht overweegt dat de beraadslaging en besluitvorming de uitsluitend toezichthoudende taak van de raad van commissarissen overstijgen.

In de beschikking inzake Intergamma deed de Ondernemingskamer nog een alternatief voor de toepassing van de wettelijke onthoudingsregel uit de doeken. Bij Intergamma oordeelde de Ondernemingskamer dat in het geval van belangenverstrengeling van bepaalde commissarissen, de raad van commissarissen (in zijn hoedanigheid van orgaan van de vennootschap) tot het niet laten deelnemen van deze geconflieeerde commissarissen aan de beraadslaging en besluitvorming over de desbetreffende transactie had moeten besluiten. Hierbij rust deze verplichting van ontzegging derhalve op de raad van commissarissen en niet op de geconflieeerde commissaris, waarop de onthoudingsregel van artikel 2:250 lid 5 BW zich richt. Zo stelde de Ondernemingskamer:⁵⁸

‘Gelet op het gewicht dat individuele aandeelhouders/franchisenemers kunnen hechten aan het al dan niet goedkeuren door de raad van commissarissen van het project Guinness, is in het licht van de genoemde feiten en omstandigheden niet goed te begrijpen waarom de raad van commissarissen niet heeft besloten om de door VNG benoemde commissarissen niet te laten deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de goedkeuring, ook indien verdedigbaar is dat dit niet reeds volgt uit artikel 2:250 lid 5 BW.’

Op deze uitspraak van de Ondernemingskamer is in de literatuur de nodige kritiek gekomen, aangezien de Ondernemingskamer met de toepassing van eenzelfde tegenstrijdig-belangbegrip een ruimere, dan wel een van de onthoudingsregel van artikel 2:250 lid 5 BW afwijkende ontzeggingsverplichting voorschrijft.⁵⁹

5.2 Concrete invulling bij corporate opportunities

Een nadere invulling van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht kwam tevens tot uiting in gevallen waarin een *corporate opportunity* of bepaalde activiteiten van vennootschap A door de bestuurder worden ondergebracht in of worden overgeheveld naar vennootschap B. In een dergelijk geval kan het geboden zijn voor het bestuur van vennootschap A om voorafgaand aan het onderbrengen van activiteiten van vennootschap A in een andere vennootschap instemming van de overige aandeelhouders van vennootschap A te vragen en/of een marktconforme vergoeding aan vennootschap A te betalen. Deze verplichting

voor het bestuur werd recentelijk aangenomen in de DJC-uitspraak van het gerechtshof Amsterdam.

DJC betrof een joint venture tussen Dikon en X. In de DJC-uitspraak kwam het hof tot het oordeel dat de bijzondere zorgvuldigheidsplicht ertoe kan leiden dat Dikon in haar hoedanigheid van bestuurder de gekozen gezamenlijke opzet voor de investering in de plantage niet zonder instemming van X, althans zonder marktconforme vergoeding of andere wijze van adequate schadeloosstelling, rechtstreeks in de door A opgerichte vennootschap naar Mozambikaans recht (Niquel) zou investeren.⁶⁰ Door dit na te laten handelde Dikon in strijd met haar verplichting om jegens X voldoende zorgvuldigheid te betrachten door eind 2012 een 90%-belang in Niquel te verwerven zonder X een marktconforme vergoeding te betalen of X anderszins schadeloos te stellen. Hiervan kon Dikon tevens een persoonlijk ernstig verwijt worden gemaakt. Hierdoor handelde Dikon (in haar hoedanigheid van bestuurder en controlerend aandeelhouder van DJC) onrechtmatig jegens X en diende zij de door X geleden schade rechtstreeks aan X te vergoeden. Uit deze uitspraak volgt dat schending van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht niet alleen gegronde redenen kan opleveren om te twijfelen aan een juist beleid en juiste gang van zaken, maar tevens een succesvol beroep op onrechtmatige daad van de bestuurder jegens een medeaandeelhouder kan opleveren, indien de bestuurder van de schending van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt.

Ten aanzien van de praktische uitwerking van deze bijzondere zorgvuldigheidsplicht wees de Ondernemingskamer recentelijk nog een interessante beschikking ten aanzien van FLEXible HR.⁶¹ B was in deze procedure bestuurder van FLEXible HR (hierna: Flex). Daarnaast was hij bestuurder en (indirect) aandeelhouder van F. Flex en F waren onder leiding van B een tal van transacties aangegaan waarbij de belangen van deze vennootschappen niet parallel liepen en de aandeelhouders van beide vennootschappen verschilden. In deze zaak oordeelde de Ondernemingskamer dat de bijzondere zorgvuldigheidsplicht er in deze omstandigheden op neerkomt dat de zakelijke verhoudingen tussen Flex en F nauwkeurig moesten worden geadmistreerd, dat de managementvergoeding en de kosten voor de personeelsadministratie op marktconforme en transparante wijze moesten worden doorberekend, dat daarover openheid aan de aandeelhouders wordt betracht, en dat naderhand gebleken fouten in voorkomende gevallen op transparante wijze worden gecorrigeerd. Leijten komt in zijn noot bij deze beschikking tot het oordeel dat dit een (nadere) concretisering is van de bekende Linders/Hofstee-regels, zijnde het betrachten van maximale openheid, de onderscheiden belangen zorgvuldig uit elkaar houden en zo nodig deskundi-

58 Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210 m.nt. Bulten, r.o. 3.35 (Intergamma).

59 Bulten verwijst naar deze kritiek in par. 7 van haar noot bij Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210 (Intergamma), r.o. 3.35.

60 Hof Amsterdam 12 november 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4066, JOR 2020/110 m.nt. De Jongh (DJC), r.o. 3.7-3.8.

61 Hof Amsterdam (OK) 23 juni 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:1853, JOR 2021/272 m.nt. A.F.J.A. Leijten.

ge derden inschakelen (ter bepaling van marktconforme doorberekening van kosten en vergoedingen).⁶²

Kortom, de bijzondere zorgvuldigheidsplicht in geval van belangenverstrengeling wordt keer op keer nader ingevuld aan de hand van de omstandigheden van het geval, waarbij de gedragsnormen zoals geformuleerd in Linders/Hofstee als uitgangspunt dienen. Uit voorgaande uitspraken volgt in ieder geval zeer duidelijk dat van belangenverstrengeling sneller sprake is dan enkel in de gevallen waarin een tegenstrijdig belang in de zin van artikel 2:239 lid 6 BW speelt. Bestuurders moeten er dan ook op bedacht zijn dat, ook indien er geen wettelijk tegenstrijdig belang speelt, de bijzondere zorgvuldigheidsplicht reeds om de hoek kan komen kijken.

Ondanks dat de invulling van de Linders/Hofstee-regels telkens afhankelijk zijn van de omstandigheden van het concrete geval, kunnen de volgende praktische gezichtspunten uit de jurisprudentie worden gedestilleerd:

1. Indien er sprake is van enige vorm van belangenverstrengeling, dan is de eerste stap dat er door het bestuur of de raad van commissarissen van de vennootschap openheid van zaken wordt gegeven over deze belangenverstrengeling en daarop wordt geanticipeerd. Dit houdt in dat de andere aandeelhouders uitvoerig over de (mogelijke) belangenverstrengeling informatie moet worden verschaft en de belangenverstrengeling zorgvuldig moet worden geadmistreerd.
2. Afhankelijk van in welke vorm belangenverstrengeling in het bestuur of de raad van commissarissen speelt, dienen er aanvullende maatregelen te worden getroffen om de belangenverstrengeling te neutraliseren. Deze maatregelen kunnen bestaan uit verschillende mogelijkheden, zoals:
 - a. alleen de bestuurders en/of commissarissen bij wie belangenverstrengeling speelt, uitsluiten van de beraadslaging en besluitvorming over de transactie waar de belangenverstrengeling op ziet;
 - b. het desbetreffende bestuursbesluit delegeren of overdragen aan een onafhankelijke bestuurder (of gedelegeerd commissaris), waarbij deze onafhankelijke bestuurder of commissaris zich ervan moet verwittigen dat hij belast wordt met de uitvoering van een bestuurstaak. De verantwoordelijkheid voor deze delegatie of overdracht rust niet alleen op de geconflicteerde bestuurder of commissaris, maar juist ook op de resterende niet-geconflicteerde bestuurders en commissarissen;
 - c. onder omstandigheden deskundige derden inschakelen om de marktconformiteit van een bepaalde voorgenomen transactie onafhankelijk te (laten) toetsen.

6 Conclusie

In deze bijdrage zijn wij ingegaan op een aantal uitspraken die verband houden met de bijzondere zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap jegens aandeelhouders. Hoewel de rechtspraak altijd nauw verweven is met de feiten en omstandigheden van het geval, menen wij dat enkele algemene lijnen te ontwaren zijn in de geraadpleegde jurisprudentie. De jurisprudentie laat zien dat in gevallen waarbij meerdere aandeelhouders met elkaar samenwerken in de vorm van een vennootschap en het bestuur wordt gevormd door bestuurders die tevens aandeelhouder zijn, de vennootschap een bijzondere zorgvuldigheidsplicht heeft jegens de aandeelhouders die niet vertegenwoordigd zijn in het bestuur (de externe aandeelhouders).

De concrete invulling van deze bijzondere zorgvuldigheidsplicht is afhankelijk van verschillende factoren, zoals het doel van de vennootschap, de aandelenverhouding, de betrokkenheid van de externe aandeelhouder(s) bij de vennootschap en de vraag of de belangen van de vennootschap parallel lopen met de (privé)belangen van haar aandeelhouders en de aan hen verbonden vennootschappen.

In deze bijdrage hebben wij getracht om algemene lijnen uit de jurisprudentie te destilleren en de vennootschap – en in het verlengde daarvan bestuurders – handvatten te bieden om invulling te geven aan de bijzondere zorgvuldigheidsplicht die op haar rust. Openheid en objectiviteit zijn daarbij de sleutelwoorden voor het bestuur van de vennootschap. Deze openheid vergt van het bestuur dat hij een externe aandeelhouder tijdig en ruimhartig voorziet van informatie en dat hij objectief naar voorgenomen besluiten kijkt, waarbij hij oog heeft voor de belangen van de externe aandeelhouder en zich zo veel mogelijk baseert op onafhankelijke informatie. Doet het bestuur dat niet, dan kan dat niet alleen leiden tot het oordeel dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken, maar ook tot aansprakelijkheid van een bestuurder op grond van onrechtmatige daad.

⁶² Par. 8 van de noot van Leijten bij Hof Amsterdam (OK) 23 juni 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:1853, JOR 2021/272.