

# Winstreservering door meerderheidsaandeelhouders en de grenzen van artikel 2:8 BW

*Mr. M. Schönau\**

## Inleiding

Op 15 november 2011 wees het Hof Amsterdam arrest in een geschil tussen gedaagden KLM NV, Air France KLM SA en twee Nederlandse minderheidsaandeelhouders als eisers: de VEB NCVB en Emarcy BV (hierna respectievelijk: KLM, AFKLM, VEB en Emarcy).<sup>1</sup> In deze zaak ligt de vraag voor of het door de vergadering van prioriteitsaandeelhouders (in casu: AFKLM) genomen besluit tot reservering van 90,7% van de winst strijdig is met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 Burgerlijk Wetboek (BW) en om die reden voor vernietiging ex artikel 2:15 lid 1 onder b BW in aanmerking komt.

Uit de betrekkelijk schaarse jurisprudentie van de gewone rechter met betrekking tot vernietiging van besluiten van de meerderheid tot winstreservering ex artikel 2:15 lid 1 onder b BW volgt dat slechts in uitzonderlijke gevallen wordt aangenomen dat een dergelijk besluit strijdig is met de redelijkheid en billijkheid die jegens de minderheid in acht moeten worden genomen: de toetsing is marginaal.<sup>2</sup>

In deze bijdrage plaats ik het arrest inzake KLM/VEB en Emarcy binnen het kader van de reeds bestaande jurisprudentie op het gebied van dividendbesluiten van zowel de Ondernemingskamer (hierna: OK) als de gewone rechter. Nu VEB en Emarcy zich voornamelijk tegen de inhoud van het besluit hebben gericht en niet zozeer tegen de totstandkoming, ziet deze bijdrage uitsluitend op de toetsing van de inhoud van besluiten.

## Winstreservering in strijd met redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW?

### *Recht op dividend ex artikel 2:105 BW*

Ingevolge artikel 2:105 lid 1 BW komt, voor zover de statuten niet anders bepalen, de vastgestelde winst aan de aandeelhouders ten goede. De statuten van vrijwel elke NV kennen de bevoegdheid om de winst te bepalen toe aan een orgaan van de vennootschap (veelal de algemene vergadering van aandeelhouders, hierna: AVA). Verder geldt – voor zover relevant in het kader van dit onderwerp – dat de vennootschap slechts uitkeringen mag doen voor zover er vrije of uitkeerbare reserves zijn. In de rechtspraak is het belang van aandeelhouders bij een redelijk dividend nader ingevuld.<sup>3</sup>

### *Marginale toetsing artikel 2:15 lid 1 onder b BW*

Krachtens artikel 2:15 lid 1 onder b BW is een besluit vernietigbaar indien het in strijd is met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 2:8 BW worden geëist. Bij afwezigheid van concrete aanknopingspunten ten aanzien van de vage eisen van artikel 2:8 BW wordt er in het algemeen van uitgegaan dat de rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en statuten bij zijn organisatie zijn betrokken rekening dienen te houden met de gerechtvaardigde belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen. Er moet meer concreet een belangenafweging plaatsvinden om te voorkomen dat het belang van één of meer betrokkenen onevenredig wordt geschaad. De bij deze belangenafweging te hanteren ondergrens is misbruik van bevoegdheid ex artikel 3:13 lid 2 BW.

Bij de rechterlijke toetsing aan de eisen van de redelijkheid en billijkheid wordt als uitgangspunt genomen dat de organen van een vennootschap beleidsvrijheid hebben. Een besluit is daarom slechts aantastbaar wegens strijd met de eisen van redelijkheid en billijkheid indien een redelijk handelend

\* Mr. M. Schönau is werkzaam als advocaat bij Stibbe.

1. Hof Amsterdam 15 november 2011, zaaknr. 200.080.959/01 (tijdens de totstandkoming van deze bijdrage was de uitspraak nog niet gepubliceerd). Dit arrest is het vervolg op de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 1 september 2010.  
2. Hof Den Haag 1 oktober 1982, NJ 1983, 393 (Van Rees); Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 m.nt. Maeijer (Uniwest); Rb. Leeuwarden 25 augustus 2010, RO 2010, 75.

3. Zie onder meer Hof Den Haag 1 oktober 1982, NJ 1983, 393 (Van Rees); Hof Amsterdam (OK) 6 mei 2008, RO 2008, 47 (Part-Energy), r.o. 3.9.

orgaan niet tot een dergelijk besluit zou hebben kunnen komen.<sup>4</sup>

### *Rechtspraak*

De afgelopen jaren zijn in een aantal gevallen besluiten tot dividendreservering van meerderheidsaandeelhouders ter toetsing aan de rechterlijke macht voorgelegd. In procedures bij de gewone rechter ging het daarbij, zoals in onderhavig geschil, om de vraag of een bepaald besluit tot reservering van dividend voor vernietiging in aanmerking kwam ex artikel 2:15 lid 1 onder b BW. Het aantal beschikkingen van de OK op enquêteverzoeken gegrond op, onder meer, een onjuist dividendbeleid is aanmerkelijk groter. De geschillen die aan de OK zijn voorgelegd, spelen met name binnen (familie)bedrijven, waarin belangen van een grootaandeelhouder in botsing komen met die van minderheidsaandeelhouders.

Zowel in de jurisprudentie van de gewone rechter als in die van de OK wordt bij de toetsing van dividendbeleid aan artikel 2:8 BW een ruime beoordelingsmaatstaf gehanteerd. De vraag is steeds of in redelijkheid tot het besluit gekomen had kunnen worden. Voor vernietiging vatbaar oordeelde de gewone rechter bijvoorbeeld een besluit van een directeur met een meerderheidsbelang tot blokkering van dividend terwijl zijn directietantième door de blokkering relatief steeg.<sup>5</sup>

De OK toetst aan de hand van artikel 2:8 BW of gegronde redenen aanwezig zijn om te twijfelen aan een juist beleid. In zijn toets gaat de OK explicieter in op de jegens minderheidsaandeelhouders te betrachten zorgvuldigheid.<sup>6</sup> Het orgaan behoort op basis van deze zorgvuldigheid tot een zorgvuldige belangenafweging te komen waarin alle omstandigheden van het geval worden betrokken.<sup>7</sup> De OK benadrukt daarbij ook de motiveringsplicht van de vennootschap jegens de minderheidsaandeelhouder met betrekking tot het door haar gevoerde beleid.<sup>8</sup> Als ondergrens wordt wel genoemd dat het gedurende onbepaalde tijd reserveren van alle winst in het alge-

meen niet gerechtvaardigd is.<sup>9</sup> Een dergelijke ondergrens wordt niet genoemd in de jurisprudentie van de gewone rechter.

### *De zaak VEB c.s./KLM c.s.*

In april 2004 bracht Air France S.A. (hierna: Air France) een openbaar bod uit op alle beursgenoteerde gewone aandelen in KLM. Het bij het bod behorende *European Prospectus* bevatte onder meer informatie over de gevolgen van gestanddoening van het bod voor gewone aandeelhouders die hun aandelen niet zouden aanbieden, over de *Corporate Governance* van KLM (bevoegdheid tot winstreservering van de prioriteits-AVA) en over (de grote lijnen van) het dividendbeleid van Air France. AFKLM deed het openbaar bod gestand, ten gevolge waarvan zij – onder meer – alle prioriteitsaandelen in KLM verkreeg. In de statuten van KLM is bepaald dat de vergadering van prioriteitsaandeelhouders bevoegd is tot reservering van de winst.

Op 3 juli 2008 besloot de vergadering van de houders van prioriteitsaandelen van KLM (hierna: AFKLM<sup>10</sup>) krachtens haar statutaire bevoegdheid tot winstreservering 90,7% van de in de jaarrekening vastgestelde winst over het boekjaar 2007/2008 voor het versterken van de reserves aan te wenden. Deze besluitvorming had tot gevolg dat KLM haar gewone aandeelhouders over het betreffende boekjaar een dividend van slechts € 0,58 uitkeerde, gelijk aan het dividend van AFKLM.

VEB en Emarcy (hierna: VEB c.s.) waren twee van de weinige overgebleven minderheidsaandeelhouders in KLM. Samen met de andere overgebleven aandeelhouders vertegenwoordigden zij nog slechts een belang van 0,09% in het gewone aandelenkapitaal van KLM. Zij vorderden vernietiging van het reserveringsbesluit.

### *Beoordeling rechtbank*

VEB c.s. stellen dat AFKLM bij de uitoefening van haar bevoegdheid tot reservering van de winst sinds 2004 onvoldoende rekening heeft gehouden met de belangen van de minderheidsaandeelhouders bij een redelijk dividend.<sup>11</sup> Nu verkoop van hun aandelen vrijwel onmogelijk was, waren VEB c.s. voor rendement op hun aandelen volledig aangewezen op dividend. Hun belang bij een redelijk dividend zou daarom extra zwaar moeten wegen.<sup>12</sup> VEB c.s. concluderen op grond van het voorgaande dat de dividendbesluitvorming van KLM sinds 2004 strijdig is met de uitgangspunten van artikel 2:105 en 2:8 BW. Ook zouden KLM en AFKLM de (bijzondere) zorgplicht die zij jegens minderheidsaandeelhouders dienen te

4. Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II, Deventer: Kluwer 1997, nr. 133; J.B. Huizink, *Rechtspersonen (losbl.)*, Deventer: Kluwer, art. 2:15, aant. 5; W.J. Slagter, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 75.

5. Hof Den Haag 1 oktober 1982, NJ 1983, 393 (Van Rees). Tot vernietiging oordeelde de gewone rechter ook in: Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 m.nt. Maeijer (Uniwest) en Rb. Leeuwarden 25 augustus 2010, RO 2010, 75.

6. Hof Amsterdam (OK) 24 april 2003, JOR 2003, 166 (EMBA I), r.o. 3.14; Hof Amsterdam (OK) 6 mei 2008, RO 2008, 47 (Part-Energy), r.o. 3.9; Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2009, RO 2009, 46 (SMA), r.o. 3.5.

7. Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, JOR 2011, 282 m.nt. Blanco Fernández (Synpact), r.o. 3.10.

8. Hof Amsterdam (OK) 24 april 2003, JOR 2003, 166 (EMBA I), r.o. 3.14; Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2005, JOR 2005, 88 (EMBA II), r.o. 3.25; Hof Amsterdam (OK) 27 maart 2009, RO 2009, 46 (SMA), r.o. 3.5; Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2010, ARO 2010, 104 (Poststate), r.o. 3.6; Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, JOR 2011, 282 m.nt. Blanco Fernández (Synpact), r.o. 3.11.

9. Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2010, ARO 2010, 104 (Poststate), r.o. 3.6; Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, JOR 2011, 282 m.nt. Blanco Fernández (Synpact), r.o. 3.10.

10. AFKLM is immers houder van alle prioriteitsaandelen in KLM.

11. Rb. Amsterdam 1 september 2010, RO 2010, 73, JOR 2010, 303 m.nt. J.J. Kuster, r.o. 3.3.2. Zie ook: B. Bier, *Winstreservering en minderheidsaandeelhouders na openbaar bod*, *Ondernemingsrecht* 2011, p. 28-32.

12. R.o. 3.3.4 (zie noot 11).

betrachten, hebben geschonden.<sup>13</sup> KLM c.s. stellen hiertegenover dat de betreffende reserverings- en dividendbesluiten gerechtvaardigd worden door KLM's vennootschappelijk belang.<sup>14</sup>

De rechtbank stelt bij de beoordeling van de vordering van VEB c.s. voorop dat iedere aandeelhouder, dus ook AFKLM, zijn stemrecht naar eigen goeddunken kan uitoefenen. Deze vrijheid wordt echter begrensd door de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Dit brengt voor dit geval mee dat prioriteitsaandeelhouder AFKLM bij haar besluitvorming ervoor dient te waken dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders in het licht van de relevante omstandigheden 'niet in onaanvaardbare mate in het gedrang komen'.<sup>15</sup>

Niet geheel verwonderlijk, gezien de 'hoge lat' die de rechtbank aanlegt bij toetsing van een besluit aan artikel 2:8 BW, luidt het oordeel dan ook dat KLM en AFKLM in redelijkheid tot hun besluit hebben kunnen komen. De minderheidsaandeelhouders zijn niet onevenredig in hun belangen geschaad.

### *Beoordeling hof*

In hoger beroep stellen VEB c.s. primair dezelfde vorderingen in.<sup>16</sup> Aan hun stellingen in eerste aanleg voegen ze toe dat het restrictieve dividendbeleid van KLM kwalificeert als wanbeleid. De financiële positie van KLM vormt geen noodzaak voor reserveringen van een dergelijke orde van grootte. De minderheidsaandeelhouders doen hier vervolgens nog een schepje bovenop door te stellen dat KLM en AFKLM hen 'eenvoudigweg proberen uit te roken'.<sup>17</sup> KLM motiveert van haar kant nogmaals uitgebreid waarom het besluit van AFKLM tot reservering van de winst wel degelijk noodzakelijk is met het oog op het vennootschappelijk belang van KLM.<sup>18</sup>

Het hof stelt voorop dat AFKLM in haar besluitvorming een afweging zou moeten maken van alle bij het besluit gemoeide belangen, waaronder de belangen van de vennootschap (bij reservering) en die van minderheidsaandeelhouders (bij uitkering van een redelijk dividend). Daarbij moet AFKLM en de AVA een ruime mate van beoordelingsvrijheid worden gegund.<sup>19</sup>

Het hof overweegt vervolgens:<sup>20</sup>

'Dit brengt mee dat het besluit tot reservering van de winst en, als gevolg daarvan, de vaststelling van het dividend, niet met een beroep op de eisen van redelijkheid en billijkheid kan worden aangetast op de enkele grond dat over de juistheid van het besluit in gemoede verschillend kan worden gedacht, of met het betoog dat in enig opzicht beter te verantwoorden en wellicht voor de minderheidsaandeelhouders wenselijker alternatieven voorhanden waren. Het besluitvormingsproces over dit soort aangelegenheden zou anders kunnen verzanden in langdurige discussies tussen de (organen van) de vennootschap en haar aandeelhouders (en door hen in de arm genomen deskundigen), nu in die besluitvorming vele aspecten van financiële appreciatie een rol kunnen spelen en uiteenlopende opvattingen denkbaar zijn betreffende de te volgen koers van de onderneming, de vooruitzichten en de te nemen risico's. De belangen van de vennootschap, de daaraan verbonden onderneming en belanghebbenden in het algemeen zouden slecht gediend zijn met zulke discussies tussen bepaalde "stakeholders" en (de organen van) de vennootschap.'

Het hof heeft daarom naar eigen zeggen slechts ruimte om te beoordelen of KLM, in het licht van alle destijds bekende omstandigheden van het geval, 'in redelijkheid geen verdedigbare argumenten [heeft kunnen vinden] voor het besluit'.<sup>21</sup> Het hof concludeert dat VEB c.s. onvoldoende hebben gesteld om tot het oordeel te komen dat de argumenten in redelijkheid niet valide waren. De uitkering is niet in strijd met artikel 2:8 BW, niet onrechtmatig en kwalificeert ook overigens niet als misbruik van meerderheidsmacht.

### *Analyse*

Rechtbank en hof passen hetzelfde criterium toe en komen tot dezelfde conclusie. Toch zie ik verschillen tussen vonnis en arrest. Zo kent de rechtbank betekenis toe aan het feit dat niet is gesteld noch gebleken dat de minderheidsaandeelhouders als gevolg van het restrictieve dividendbeleid in financiële problemen zijn geraakt.<sup>22</sup> Deze financiële problemen zouden nodig zijn ter onderbouwing van de stelling dat de minderheidsaandeelhouders onevenredig in hun belangen zijn geschaad. In het arrest wordt deze omstandigheid, mogelijk omdat daar niet over is gegriefd, niet meer besproken. Bier merkte hier reeds over op dat het haar onjuist voorkwam de financiële situatie bij de individuele aandeelhouders een rol te laten spelen bij de beoordeling van de vraag of de aandeelhouders onevenredig in hun belangen zijn geschaad.<sup>23</sup> Ik zie ook niet in waarom een aandeelhouder slechts onevenredig in zijn belangen geschaad kan zijn als hij ten gevolge van het besluit in kwestie in financiële problemen is geraakt of zal raken. Aandeelhouders van vennootschappen als KLM zullen, in tegenstelling tot aandeelhouders van kleine (familie)bedrijven, voor hun omzet niet snel afhankelijk zijn van dividenduitkering. Dat neemt echter

13. R.o. 3.3.5 (zie noot 11).

14. R.o. 4.3 (zie noot 11).

15. R.o. 5.3.4 (zie noot 11).

16. De in hoger beroep voorwaardelijk ingestelde incidentele vordering ex art. 843a Rv laat ik hier verder buiten bespreking.

17. Hof Amsterdam 15 november 2011, zaaknr. 200.080.959/01 (tijdens de totstandkoming van deze bijdrage was de uitspraak nog niet gepubliceerd), r.o. 3.23.

18. R.o. 3.24 (zie noot 17).

19. R.o. 3.26 (zie noot 17).

20. R.o. 3.26 (zie noot 17).

21. R.o. 3.27 (zie noot 17).

22. R.o. 5.3.7 (zie noot 11).

23. Zie Bier 2011, p. 32.

niet weg dat zij ingevolge het algemene uitgangspunt van artikel 2:105 BW recht hebben op dividend.

Het hof wijkt verder op één punt expliciet van het oordeel van de rechtbank af. De rechtbank had geoordeeld dat bij de toetsing van het reserveringsbesluit van belang was dat niet is gesteld of gebleken dat binnen de kleine groep van minderheidsaandeelhouders een meerderheid bezwaren heeft tegen het door KLM gevoerde dividendbeleid.<sup>24</sup> Het hof overweegt daarentegen dat dit feit niet aan mogelijke toewijzing van de vorderingen in de weg zou staan.<sup>25</sup> Een vermeend gebrek aan representativiteit van VEB wordt daarbij niet van belang geacht. Mijns inziens terecht. De collectieve actie van artikel 3:305a BW – een van de grondslagen van de vorderingen van VEB – kent namelijk geen representativiteitsvereiste.

Opvallend is verder dat zowel de rechtbank als het hof een niet strikt noodzakelijke overweging aan de motivering van zijn uitspraak heeft toegevoegd. Zo maakt de rechtbank met betrekking tot de ‘volatiele’ luchtvaartsector zijn voorkeur voor een voorzichtig dividendbeleid kenbaar.<sup>26</sup> Het hof laat zich op zijn beurt, ter motivering van de overweging dat besluitvorming slechts marginaal moet worden getoetst, ontvallen dat het niet in het belang van de vennootschap en andere belanghebbenden is (zie citaat hiervoor onder het kopje ‘Beoordeling hof’) dat zich in het kader van besluitvorming langdurige discussies voordoen tussen bij de vennootschap betrokken organen over onderwerpen waar in goede gemoede nu eenmaal verschillend over gedacht wordt (zoals dividendbeleid). Ik zie niet in hoe een orgaan dat bevoegd is tot winst-reservering een besluit kan nemen waarin alle belangen zorgvuldig zijn afgewogen, zonder dat de organen waarvan de belangen bij het besluit gemoeid zijn hun belangen gemotiveerd kenbaar gemaakt hebben. Een zekere discussie (zonder dat daar meteen deskundigen aan te pas komen) lijkt mij daarbij onvermijdelijk. Het hof lijkt echter van mening dat discussie onwenselijk is, omdat het besluitvormingsproces dan zou kunnen ‘verzanden’. Deze uitgangspunten zijn niet goed met elkaar te verenigen. Naar ik aanneem, bedoelt het hof echter meer algemeen dat het niet in het belang van de vennootschap is dat de rechterlijke macht in de beleidsvrijheid van ter zake bevoegde organen treedt. Indien een orgaan zijn besluit met redelijke argumenten kan motiveren, is er geen reden om een besluit te vernietigen, ook al menen bepaalde betrokkenen dat het besluit anders had moeten luiden. Beleidsvrijheid of beoordelingsvrijheid impliceert vrijheid om (gemotiveerd)

keuzes te maken waar mogelijk niet alle betrokkenen zich in kunnen vinden.<sup>27</sup>

## Conclusie

Uit het arrest van het Hof Amsterdam inzake VEB/KLM volgt dat een besluit van de meerderheid tot reservering van de winst slechts voor vernietiging in aanmerking komt indien in redelijkheid, na afweging van de met het besluit gemoeide belangen aan de hand van alle omstandigheden van het geval, niet tot reservering besloten had mogen worden. Het hof laat het besluit van de meerderheid tot reservering van een groot deel van de winst in stand. De daarbij door het hof gehanteerde beoordelingsmaatstaf is in overeenstemming met eerdere rechtspraak van de OK en de gewone rechter. Deze uitspraak lijkt mij met het oog op de relevante omstandigheden, waaronder de informatie die beschikbaar was in het prospectus dat de minderheidsaandeelhouders ter beschikking is gesteld en de uitgebreide motivering van KLM, alleszins redelijk. De positie van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod blijft dus moeilijk. De minderheid is na het openbaar bod veelal overgeleverd aan het dividendbeleid van de meerderheid. Mogelijkheden om het dividendbeleid van de vennootschap aan de kaak te stellen, zijn beperkt. In dit geval behoorde een enquêteverzoek bij de OK waarschijnlijk niet tot de mogelijkheden van de minderheidsaandeelhouders. Ook deze weg naar een hogere uitkering loopt nu dood. De VEB overweegt echter momenteel de mogelijkheden om in cassatie te gaan. Wordt dus mogelijk (nogmaals) vervolgd.

24. R.o. 5.3.5 (zie noot 11). Zie ook Bier 2011, p. 32.

25. R.o. 3.39 (zie noot 17).

26. R.o. 5.3.7 (zie noot 11).

27. De in het verlengde van mogelijke vernietiging van het besluit te stellen vraag of het hof KLM ook zou kunnen veroordelen tot betaalbaarstelling van dividend aan (alleen?) de minderheidsaandeelhouders laat ik hier onbesproken. Zie hierover onder meer: Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 m.nt. Maeijer (Uniwest), TVVS 1993, p. 105 m.nt. Timmerman; P. van Schilfgaarde, Tegenstrijdig belang in het vennootschapsrecht, in: L. Timmerman & H.J.M.N. Honée (red.), De dubbelrol in het vennootschapsrecht: aan welke beperkingen onderwerpt het vennootschapsrecht het vervullen van dubbelrollen?, Deventer: Kluwer 1993, p. 30 e.v.