

You have my vote!

De stemovereenkomst voor private equity

Anique Noordam

Inleiding

Sinds de jaren '80 van de vorige eeuw is private equity (hierna **PE**) wereldwijd sterk in opkomst. Binnen Nederland is PE vaak in het nieuws geweest: positief, vanwege de ongekende succesverhalen, maar ook negatief, vanwege twijfelachtige praktijken die de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht opzoeken. Hoewel de reputatie van PE de afgelopen jaren wel wat deuken heeft opgelopen, blijft de populariteit ervan bij grote institutionele beleggers groeien. De *rate of return* is bij PE vaak zo hoog dat investeringen in PE momenteel meer lonen dan beursbeleggingen. Het gevolg hiervan is dat institutionele beleggers grote hoeveelheden

kapitaal aan PE verschaffen, waardoor de hoeveelheid PE-beleggingen toeneemt.

Wat is PE eigenlijk? PE is een overkoepelende term voor beleggers die risicodragend vermogen investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Een PE-belegger onderscheidt zich van andere aandeelhouders doordat hij vrijwel altijd een meerderheidsbelang neemt in een doelvennootschap en openlijk uitspreekt dat hij binnen veelal drie tot zeven jaar zijn belang weer wil verkopen (een 'exit'). Omdat die exit het liefst winstgevend moet zijn, wil de PE-investeerder inspraak hebben in de onderneming, zodat hij de gewenste strategische investeringen en herstructureringen door kan voeren. Dit wordt vaak bereikt door bij overeenkomst nadere bevoegdheden aan de PE-partij toe te kennen, naast de wettelijke bevoegdheden die aan elke (meerderheids)aandeelhouder toekomen. Een voorbeeld hiervan is de stemovereenkomst. Daar ga ik in dit artikel op in.

Wat is een stemovereenkomst?

Een stemovereenkomst is een overeenkomst die regelt hoe één of meerdere partijen hun stemrecht zullen uitoefenen. Dat kan gaan om het stemrecht op aandelen, maar ook om

het stemrecht van een bestuurder in een bestuursvergadering of van een commissaris in een vergadering van de raad van commissarissen. Een stemovereenkomst tussen aandeelhouders is in principe altijd toegestaan. Een aandeelhouder mag zijn stemrecht uitoefenen om zijn eigen belang te dienen. Hij mag daarom ook overeenkomsten sluiten over de manier waarop hij dat stemrecht uitoefent. Voor bestuurders (onderling) en commissarissen (onderling) is het andersom. Zij mogen in beginsel geen stemovereenkomst sluiten. Dat heeft twee redenen. Op de eerste plaats moeten zij zich bij hun taakvervulling uitsluitend richten naar het belang van de vennootschap en haar onderneming. Op de tweede plaats is de taakopdracht van een bestuurder of commissaris gebonden aan diens persoon. Een stemovereenkomst waarbij een ander kan bepalen hoe een bestuurder of commissaris stemt, doet daar afbreuk aan. Slechts in uitzonderingsgevallen wordt een stemovereenkomst tussen bestuurders of commissarissen wel geoorloofd geacht. Het moet dan gaan om een specifieke, concrete, overzienbare situatie, en de stemovereenkomst mag de autonome taakvervulling door de bestuurder of commissaris niet in gevaar brengen. Men ziet dit nog wel eens in joint ventures, waar bestuurders bijvoorbeeld vooraf afspreken dat zij bij een staking van



Anique Noordam



“ *In een stemovereenkomst komen drie belangrijke grootheden met elkaar in aanraking en soms in botsing: de contractsvrijheid, het belang van de vennootschap en haar onderneming, en het eigen belang van de aandeelhouder.* ”

stemmen in de bestuursvergadering overeenkomstig het advies van een deskundige zullen stemmen. In deze bijdrage zal ik mij beperken tot de stemovereenkomst tussen aandeelhouders.

Wat zijn de grenzen van stemovereenkomsten?

In een stemovereenkomst komen drie belangrijke grootheden met elkaar in aanraking en soms in botsing: de contractsvrijheid, het belang van de vennootschap en haar onderneming, en het eigen belang van de aandeelhouder.

In het Nederlandse verbintenissenrecht is contractsvrijheid het uitgangspunt. Dat betekent dat het iedereen in principe vrijstaat om de afspraken te maken die hij of zij wenselijk acht. De uitoefening van die vrijheid kan in botsing komen met het belang van de vennootschap en haar onderneming. Bij een stemovereenkomst stelt dat belang grenzen aan de contractsvrijheid wanneer het gaat om het uitoefenen van bepaalde (vennootschappelijke) rechten.

De vrijheid die een aandeelhouder geniet om zijn stemrecht uit te oefenen op een wijze die hij wenselijk acht heeft dus tot gevolg dat hij in beginsel ook steeds een stemovereenkomst mag sluiten. De Hoge Raad heeft echter in het aloude

Wennex-arrest uit 1944 al bepaald dat het sluiten van een stemovereenkomst niet tot *“maatschappelijk onbetamelijke gevolgen”* mag leiden. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn als stemmen worden verkocht, of als afspraken worden gemaakt die in strijd zijn met de statuten van de vennootschap. Ook de vraag of een stemovereenkomst voor onbepaalde duur is toegestaan, hangt af van de omstandigheden van het geval. Daarnaast stellen ook de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW, die gelden voor iedereen die bij de vennootschap is betrokken, grenzen aan een stemovereenkomst. Als nakoming van een stemovereenkomst tot onaanvaardbare gevolgen leidt is het aangaan van die stemovereenkomst namelijk niet toegelaten.

Voorbeelden van (toelaatbare) stemovereenkomsten in de praktijk

In de praktijk zien wij diverse soorten stemovereenkomsten. Een eerste voorbeeld is de stemovereenkomst die een uitzondering maakt op de aanbiedingsverplichting bij een voorgenomen of verplichte overdracht van aandelen. Het is zeker in familievennootschappen niet ongebruikelijk dat de aandelen van generatie op generatie overgaan. Vaak participeren de verschillende takken van een familie via eigen holdings in de gezamenlijke familievennootschap.

Om te voorkomen dat een verschuiving van aandelen in of achter de holdings van de familietak leidt tot een aanbiedingsverplichting van de betreffende aandelen in de familievennootschap, wordt vaak afgesproken dat de algemene vergadering kan besluiten om die verhangings goed te keuren. Daarbij wordt vaak opgenomen dat de *‘goedkeuring redelijkerwijs niet zal worden onthouden in geval dat [de aandelen zullen worden overgedragen naar een afstamming eerste in lijn]’*. Omdat PE vaak ook investeert in van oorsprong zijnde familievennootschappen komt zij een dergelijke bepaling ook regelmatig tegen.

Een specifiek type stemovereenkomst dat vaak voorkomt bij PE, is de afspraak dat een minderheidsaandeelhouder het recht heeft om een bestuurder te benoemen. In beginsel benoemt de algemene vergadering bij gewone meerderheid de bestuurders, zodat de minderheidsaandeelhouder daar normaliter weinig tegenin heeft te brengen. Via een stemovereenkomst kan een benoemingsrecht worden toegekend aan de minderheidsaandeelhouder dat hem normaliter niet zou toekomen. De minderheidsaandeelhouder is in dat geval contractueel verzekerd van de bevoegdheid om één van de bestuurders te benoemen, ongeacht de omvang van zijn aandelenbelang.

Een ander voorbeeld dat wij vaak tegen komen in de praktijk is het gebruik van de stemovereenkomst om te komen tot zogenaamde blokvorming. In verhoudingen waarin een meerderheidsaandeelhouder tegenover twee of meer minderheidsaandeelhouders staat, wordt tussen de minderheidsaandeelhouders nogal eens afgesproken dat zij zullen stemmen alsof zij één aandeelhouder zijn. Afspraken over blokvorming kunnen ook wenselijk zijn als er geen sprake is van één meerderheidsaandeelhouder, maar verschillende minderheidsaandeelhouders één blok willen vormen om zo samen de meerderheid te behalen. In het geval van PE kan dit nuttig zijn als twee of meer PE-partijen investeren in dezelfde doelvennootschap en daar los van elkaar een minderheidsbelang in verkrijgen. Samen zullen zij in dat geval wel de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering hebben, zodat een overeenkomst tot blokvorming voor de hand ligt.

Nut van de stemovereenkomst voor PE

Zoals gezegd onderscheidt een PE-investeerder zich van een 'normale' aandeelhouder doordat hij onder meer een (zeer) actieve rol aanneemt binnen de vennootschap, bijvoorbeeld via deelname aan het bestuur of de raad van commissarissen, om zo invloed uit te kunnen oefenen.

In de rol van aandeelhouder is PE gebonden aan de wettelijke en statutaire bevoegdheden en meerderheidsdrempels ten aanzien van bepaalde besluiten. Hierbij kan onder andere gedacht worden aan de wettelijke bevoegdheden van de algemene vergadering tot het benoemen van bestuurders, de wettelijke bevoegdheid van de algemene vergadering tot het vaststellen van de jaarrekening, en bevoegdheden van de algemene vergadering zoals opgenomen in artikel 2:107a BW. Dat laatste artikel is overigens alleen van toepassing bij de NV. Het bepaalt dat bestuursbesluiten die leiden tot een ingrijpende wijziging van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming onderworpen zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering, zoals het overdragen van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde.

PE neemt over het algemeen een meerderheidsbelang in een onderneming en zal daarom meestal geen problemen ervaren met het effectueren van besluitvorming in de algemene vergadering. Het uitgangspunt is namelijk dat voor besluiten een gewone meerderheid vereist is (de helft plus één van de uitgebrachte stemmen), tenzij de wet anders bepaalt. Dat zijn veelal gevallen waar een versterkte meerderheid



Anique Noordam

is vereist. Een voorbeeld hiervan is het ontnemen van het bindend karakter aan een voordracht voor een te benoemen bestuurder. Een stemovereenkomst waarin de vereiste meerderheid van partijen instemt met het ontnemen van het bindend karakter, kan in dat geval een uitkomst bieden.

Daarnaast kan een stemovereenkomst ook worden gebruikt om impasses te voorkomen binnen de algemene vergadering. Gedacht kan worden aan de stemovereenkomst waarin partijen instemmen met het benoemen van een deskundige indien de vergadering in een deadlock verkeert. Op deze manier wordt voorkomen dat de bedrijfsvoering van een vennootschap onder een impasse lijdt, wat mogelijk een waardedaling met zich mee kan brengen.

Samengevat maakt de stemovereenkomst het mogelijk om verschillen in rechten en bevoegdheden los te koppelen van het aandelenbezit. Dit voorkomt de noodzaak om verschillende klassen aandelen uit te geven, wat een verkoop van de onderneming in het geval van een exit vergemakkelijkt.

Afwijken van een stemovereenkomst en de afdwingbaarheid

De stemovereenkomst kan gezien het voorgaande een uitkomst bieden voor het realiseren van bepaalde resultaten die mogelijk niet gerealiseerd kunnen worden aan de hand van het gehouden aandelenbelang. Het nadeel van een stemovereenkomst is echter dat een aandeelhouder kan besluiten om zich niet aan de stemafspraken te houden.

Omdat een stemovereenkomst een contractuele verplichting is, is het in beginsel mogelijk om hiervan af te wijken en te stemmen in strijd met de stemovereenkomst. Dat levert dan wanprestatie op onder de stemovereenkomst, maar dat doet niet af aan de geldigheid van de uitgebrachte stem als zodanig. Wanprestatie leidt tot de verplichting om de geleden schade te vergoeden. Het aantonen dat daadwerkelijk schade is geleden door een uitgebrachte stem in strijd met de stemovereenkomst is in de praktijk echter vaak lastig, waardoor de andere partijen bij de overeenkomst niet zelden met lege handen komen te staan. Ter voorkoming van deze bewijsproblematiek bevat het merendeel van de stemovereenkomsten (en vaak aandeelhoudersovereenkomsten) een boetebeding. Dat is een beding op grond waarvan een gefixeerd bedrag (de

boete) wordt verbeurd bij wanprestatie. Alleen de rechter heeft in dat geval nog een (beperkte) mogelijkheid om de boete te matigen.

In beginsel zal een stemovereenkomst altijd moeten worden nageleefd. De Hoge Raad heeft daarover geoordeeld dat als de naleving van de stemovereenkomst leidt tot het uitbrengen van een stem die de aandeelhouder zonder die overeenkomst niet zou hebben uitgebracht, dat op zichzelf nog niet betekent dat die stemovereenkomst ongeoorloofd is. In zoverre heeft het beginsel van de contractsvrijheid dus de overhand bij stemovereenkomsten.

Hoewel het schenden van een stemovereenkomst in beginsel geen invloed heeft op de geldigheid van de uitgebrachte *stem*, betekent dat nog niet dat het schenden van de stemovereenkomst geen invloed kan hebben op de geldigheid van het genomen *besluit*. Uit een uitspraak van de rechtbank Den Haag blijkt dat een stemovereenkomst, bijvoorbeeld in de vorm van een aandeelhoudersovereenkomst of een afspraak in de statuten, waarbij alle aandeelhouders (en de vennootschap) partij zijn, kan leiden tot een vernietigbaar besluit indien blijkt dat een aandeelhouder in strijd stemt met de gemaakte afspraken.

Het Gerechtshof Amsterdam heeft dit uitgangspunt tot op zekere hoogte genuanceerd, in die zin dat het afdwingen van de afspraken besloten in de aandeelhoudersovereenkomst niet toelaatbaar is indien het belang van de vennootschap daardoor in onaanvaardbare mate wordt geschaad.

Dit zal echter in uitzonderlijke gevallen voorkomen waardoor in beginsel wel sprake is van een vernietigbaar besluit indien een aandeelhouder in strijd handelt met de gemaakte overeenkomst. Dit probleem zal zich minder snel voordoen indien een stemovereenkomst wordt ingezet voor blokvorming. In dat geval kan middels een onherroepelijke volmacht het beoogde doel worden gerealiseerd.

Een onherroepelijke volmacht houdt namelijk in dat een van de partijen een volmacht verstrekt aan de andere partij om het stemrecht op haar aandelenbelang uit te oefenen. Zoals de naam al zegt, is het niet mogelijk om deze volmacht te herroepen. Daardoor wordt zekerheid verkregen dat de stem wordt uitgebracht zoals afgesproken. Een onherroepelijke volmacht kan alleen worden verstrekt voor gevallen waarin de rechtshandeling in het belang zal zijn van de gevolmachtigde of een derde. Hier zal in principe sprake van zijn nu de gevolmachtigde aandeelhouder het stemrecht zal uitoefenen

conform de afspraak en derhalve in zijn eigen belang. Het nadeel van een volmacht, ook een onherroepelijke, is echter dat de volmachtgever te allen tijde bevoegd blijft om zijn rechten uit te oefenen, zodat het risico op handelingen in strijd met de stemovereenkomst blijft bestaan.

Een laatste mogelijkheid is om naleving van de stemovereenkomst af te dwingen via de rechter via zogenaamde reële executie. Dat betekent dat de wederpartij van degene die wanprestatie pleegt onder de stemovereenkomst, de rechter vraagt om een machtiging om zelf de stem uit te brengen, of zelfs om het vonnis van de rechter in de plaats te laten komen van de stemuitbrenging. Dit zal echter veelal niet de voorkeur hebben. Niet alleen zal dit een remedie zijn die slechts in uiterste gevallen kan worden toegepast, maar gebruik hiervan zal ook de verhoudingen binnen de vennootschap op scherp stellen. Het valt daarom sterk aan te raden om vooraf duidelijke afspraken te maken over het doel, de nakoming en de afdwingbaarheid van de stemovereenkomst.

Meer informatie?

Stemovereenkomst bestaan in vele soorten en maten en liggen over het algemeen besloten in een

aandeelhoudersovereenkomst. De stemovereenkomst kan in diverse gevallen een oplossing bieden bij impasses of mogelijke toekomstige geschilpunten. Daarnaast kan het ook voor private equity of een ander soort (groot- of minderheids-)aandeelhouder een nuttige oplossing bieden om bepaalde vennootschappelijke doelen te realiseren, zoals het effectueren van een exit of het benoemen van bepaalde bestuurders. Stemovereenkomsten zijn tegelijkertijd altijd maatwerk en sterk afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

Heeft u vragen over het gebruik van een stemovereenkomst of wilt u weten of u bent gebonden aan een stemovereenkomst? Wij helpen u graag.

Neem contact op met **Anique Noordam**:
noordam@dvdw.nl

De sectie Corporate Litigation & Dispute Resolution van DVDW kent diverse specialisten op dit gebied. Kijk op de website voor meer informatie.

