



Redelijk en billijk ondernemen

Wat betekent dat in de praktijk?

René van de Klift

Inleiding

Veel rechtsregels strekken ertoe om gedrag te reguleren. Veelal worden daarvoor open normen gebruikt, zoals de redelijkheid en billijkheid. De gedachte is dan dat marktpartijen zich overeenkomstig de eisen van de redelijkheid en billijkheid dienen te gedragen. De invulling van deze open norm is afhankelijk van de context waarin deze wordt toegepast.



“ *De redelijkheid en billijkheid gelden in ieder geval voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders van een besloten vennootschap. Zij moeten ervoor waken dat zij bij de uitoefening van hun taken en bevoegdheden, de belangen van anderen die bij de besloten vennootschap en zijn organisatie zijn betrokken niet onnodig of onevenredig benadelen.* ”

In dit artikel zal ik stilstaan bij de betekenis van de redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht. Dan gaat het om de vraag of de redelijkheid en billijkheid al dan niet in de weg staan aan het uitoefenen van taken en bevoegdheden door bestuurders, commissarissen en aandeelhouders van een besloten vennootschap.

Die vraag zal ik bespreken aan de hand van de *Smart*-uitspraak. In deze uitspraak probeerde een minderheidsaandeelhouder met een beroep op de redelijkheid en billijkheid te voorkomen dat zijn aandelenbelang door een aandelenemissie zou verwateren. Hiermee zal ik u een voorbeeld geven van wat redelijk en billijk ondernemen in de praktijk betekent.

Redelijkheid en billijkheid

In artikel 2:8 BW staat dat een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken zich overeenkomstig de eisen van redelijkheid en billijkheid jegens elkaar moeten gedragen.

Volgens de Hoge Raad roepen de redelijkheid en billijkheid een zorgplicht in het leven om ervoor te waken dat de belangen van al degenen die bij de rechtspersoon en zijn

organisatie zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad. De invulling van deze zorgplicht is echter afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

Voor wie geldt de redelijkheid en billijkheid?

De redelijkheid en billijkheid gelden in ieder geval voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders van een besloten vennootschap. Zij moeten ervoor waken dat zij bij de uitoefening van hun taken en bevoegdheden, de belangen van anderen die bij de besloten vennootschap en zijn organisatie zijn betrokken niet onnodig of onevenredig benadelen. Maar wat zijn deze taken en bevoegdheden eigenlijk?

Het bestuur is verantwoordelijk voor het bepalen van de strategie en het beleid van de besloten vennootschap. Het bestuur is daarin vrij, behoudens afwijkende regels in de wet en de statuten. Bij het bepalen van de strategie en het beleid van de besloten vennootschap moet het bestuur wel handelen in het belang van deze vennootschap en haar onderneming.

De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur en staat deze met raad terzijde. Ook voor de raad

van commissarissen geldt dat hij in beginsel autonoom functioneert, behoudens afwijkende regels in de wet en de statuten. Voorts moet ook hij bij de vervulling van zijn taak rekening houden met het belang van de vennootschap en haar onderneming.

Het bestuur legt aan de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording af over het gevoerde beleid. In deze vergadering mogen de aandeelhouders hun opvattingen daarover tot uitdrukking brengen door het uitoefenen van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden, zoals bijvoorbeeld het recht om bestuurders te schorsen of te ontslaan.

Smart-uitspraak

Aan de hand van de *Smart*-uitspraak zal ik nu stilstaan bij de betekenis van de redelijkheid en billijkheid voor de uitoefening door aandeelhouders en bestuurders van hun taken en bevoegdheden in een situatie waarin een minderheidsaandeelhouder als gevolg van een aangekondigde aandelenemissie dreigt te verwateren. De casus van deze zaak is als volgt.

Smart is een startup die zich richt op het ontwikkelen van een

zogenaamd 'Intern Defibrillatie Systeem' (hierna afgekort tot 'ID Systeem'). MKB houdt 10% van de aandelen in Smart en Princeville de overige 90%. Het ID Systeem bevond zich nog in de ontwikkelfase. Daarom had Smart de afgelopen jaren verliezen geleden. Princeville had die verliezen gefinancierd door in rekening-courant leningen aan Smart te verstrekken. Met het oog op de beoogde marktintroductie was besloten om de balans op te schonen en waren de r-c leningen omgezet in cumulatief preferente aandelen.

Vervolgens ontstond een geschil tussen MKB en Princeville over de verdere financiering van de verliezen van Smart. MKB wilde niet participeren in de eerstvolgende financieringsronde, maar mogelijk wel in de daaropvolgende. In reactie daarop gaf Princeville aan dat zij zou aansturen op de uitgifte van nieuwe aandelen, waardoor het aandelenbelang van MKB zou verwateren als MKB niet in deze tweede financieringsronde zou participeren. Hierop besloot MKB om niet verder te participeren in de verliezen van Smart en bood zij haar aandelen aan Princeville te koop aan. Vervolgens lukte het MKB en Princeville niet om tot overeenstemming te komen over de te betalen koopprijs voor de aandelen.

De financiële nood van Smart was inmiddels hoog opgelopen. Daarom had Princeville in rekening-courant een bedrag van EUR 450.000 aan Smart geleend. Vervolgens besloot de algemene vergadering van aandeelhouders van Smart om 45 miljoen nieuwe aandelen uit te geven voor EUR 0,01 per aandeel. De verplichting van de aandeelhouders om die aandelen vol te storten zou worden verrekend met de rekening-courant vordering van Princeville op Smart. Als gevolg hiervan zou het aandelenbelang van MKB verwateren, omdat zij geen gebruik van haar voorkeursrecht wilde maken. Om dat te voorkomen startte MKB een kort geding tegen Smart. In dat kort geding vorderde MKB tegen Smart een verbod om het emissiebesluit uit te voeren. Dat besluit was volgens MKB vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. Daarvoor voerde MKB de volgende vier gronden aan:

1. De emissie zou niet noodzakelijk zijn, omdat Smart al beschikte over de gelden die door Princeville in rekening-courant aan haar waren verstrekt;
2. De alternatieven om de verliezen van Smart te financieren, zouden niet uitputtend zijn onderzocht;
3. De uitgifteprijs zou niet reëel zijn; en
4. Het enige doel van de aandelenemissie zou zijn om het



René van de Klift

aandelenbelang van MKB te laten verwateren.

De Voorzieningenrechter stelde als uitgangspunt voorop dat de algemene vergadering van aandeelhouders bij haar besluitvorming een zekere mate van beleidsvrijheid toekomt. Die beleidsvrijheid bracht met zich dat de Voorzieningenrechter alleen maar ging toetsen of de algemene vergadering van aandeelhouders in redelijkheid tot het emissiebesluit kon komen.

Ad 1: Noodzaak van de emissie?

De Voorzieningenrechter verwierp het argument van MKB dat de aandelenemissie niet noodzakelijk was, omdat Smart al beschikte over de gelden in rekening-courant.

Smart had nog steeds belang bij de aandelenemissie om met het oog op de beoogde marktintroductie van het ID Systeem haar balans op te schonen. Voorts zou het effect van de eerdere opvoetsactie – waarbij eerder verstrekte rekening-courant leningen waren omgezet in cumulatief preferente aandelen – teniet worden gedaan als het in rekening-courant aan Smart verstrekte bedrag niet zou worden omgezet in aandelen. In dit verband vond de Voorzieningenrechter ook relevant dat MKB bekend was met het voornemen van



Princeville om de ter beschikking gestelde gelden duurzaam in de vorm van een kapitaalstorting op de aandelen aan Smart ter beschikking te stellen.

Om die reden vond de Voorzieningenrechter de aandelenemissie, waarbij de aandeelhouders hun vordering in rekening-courant zouden verrekenen met hun verplichting om de te verkrijgen aandelen vol te storten, op zichzelf niet onredelijk.

Dit oordeel onderstreept het belang van een heldere communicatie over het voornemen om nieuwe aandelen uit te geven als een minderheidsaandeelhouder dreigt te verwateren. Uw advocaat kan daarbij een nuttige functie vervullen om samen met het bestuur te bepalen welke informatie in dat kader aan de minderheidsaandeelhouder moet worden verstrekt.

Ad 2: Alternatieven onderzocht?

Vervolgens oordeelde de Voorzieningenrechter dat niet valt in te zien, waarom Smart eerst uitputtend had behoren te onderzoeken of er financieringsalternatieven, zoals een bancaire financiering, voor de aandelenemissie voorhanden waren.

Wat dat betreft verschillen dit soort zaken van noodfinancieringszaken, waarin vaak op verzoek van een noodlijdende vennootschap tegen de wil van een blokkerende aandeelhouder toch een aandelenemissie wordt geforceerd. In die zaken is het namelijk vaste rechtspraak dat de vennootschap moet aantonen dat er geen reële andere alternatieven zijn.

Maar in dit soort zaken dus niet. Volgens de Voorzieningenrechter lag het juist op de weg van MKB om aannemelijk te maken dat dergelijke financieringsalternatieven concreet haalbaar en beschikbaar waren. Dat heeft MKB niet gedaan. Hierbij vond de Voorzieningenrechter van belang dat de DGA van MKB tot voor kort bestuurder van Smart was geweest en dat hij als bestuurder geen initiatieven had ontplooid om alternatieven te onderzoeken voor de financiering van Smart.

Smart had er daarentegen op gewezen dat ABN AMRO recent nog een financieringsverzoek had afgewezen, omdat (a) van een operationele onderneming die inkomsten genereert nog geen sprake was en (b) het voorts hoogst onzeker was of Smart in de toekomst wel inkomsten zou gaan genereren. Daarom was het volgens de

Voorzieningenrechter niet aannemelijk dat een andere bank wel bereid zou zijn om financiering aan Smart te verstrekken.

Bij dit oordeel wil ik wel de volgende kanttekening plaatsen.

In de *Secmatix*-uitspraak verbood een andere rechter wél de uitvoering van een emissiebesluit wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid, omdat geen onderzoek was gedaan naar financieringsalternatieven. In een eerste kort geding, omdat niet was gebleken dat externe financiering niet mogelijk was, en in een tweede kort geding, omdat niet was aangetoond dat een emissie het enige overgebleven alternatief was om Secmatix intern te financieren.

Tot dat moment had de minderheidsaandeelhouder Secmatix gefinancierd via een converteerbare obligatielening. Deze aandeelhouder vond dat de grootaandeelhouder nu maar eens de knip moest trekken. Die wilde dat echter alleen maar doen als nieuwe aandelen zouden worden uitgegeven. Hierdoor zou echter de minderheidsaandeelhouder verwateren. Het minder schadelijke alternatief zou een door de meerderheidsaandeelhouder te verstrekken converteerbare obligatielening zijn geweest. De mogelijkheid van dat alternatief had volgens de rechter moeten worden onderzocht.

Om die reden vind ik dat een bestuur er verstandig aan doet om toch enig onderzoek te doen naar alternatieven voor een aandelenemissie als een minderheidsaandeelhouder dreigt te verwateren. Echter, als die alternatieven er zijn, dan betekent de keuze voor een aandelenemissie niet per definitie dat een emissiebesluit in strijd is met de redelijkheid en billijkheid. Daarvan is pas sprake als een minderheidsaandeelhouder onevenredig in zijn belangen wordt geschaad door de keuze voor een aandelenemissie.

Ad 3: Reële uitgifteprijs?

Smart was al zeven jaar bezig met het ontwikkelen van het ID Systeem. Het was onzeker of de marktintroductie zou slagen.

In dat geval komt iedere waardering van de onderneming en de aandelen daarin, volgens de Voorzieningenrechter, neer op een beredeneerde aanname omtrent het commerciële marktpotentieel van het product, omdat het product nog niet op de markt is gebracht en niet met afdoende mate van zekerheid vaststaat dat een marktintroductie succesvol zal zijn.

Om die reden is er vooralsnog louter sprake van een speculatieve verwachting ten aanzien van de waarde van de onderneming. In dat geval was het volgens de

Voorzieningenrechter voorshands niet onredelijk (en lag het zelfs voor de hand) dat bij de aandelenemissie werd uitgegaan van de nominale waarde van de aandelen, te weten EUR 0,01.

Ook bij dit oordeel wil ik wel de volgende kanttekening plaatsen.

De vraag of aandelen tegen een reële prijs worden uitgegeven, is altijd een heikel punt. Als vuistregel kan worden aangenomen, dat aan de bepaling van de hoogte van de uitgifteprijs bij een operationele onderneming hogere eisen worden gesteld dan bij een startup onderneming die haar product nog niet op de markt heeft geïntroduceerd.

Zie in dat verband de volgende twee uitspraken.

In de *Orthocenter*-uitspraak oordeelde de rechter dat het op de weg van een operationele onderneming had gelegen voorafgaand aan de emissie een deugdelijke waardering van de aandelen te laten uitvoeren en te waarborgen dat de waarde per aandeel voorafgaand aan de emissie en de uitgifteprijs tot elkaar in redelijke verhouding stonden en om, indien een (bij claimemissies niet ongebruikelijke) korting op

de uitgifteprijs wordt gehanteerd, een deugdelijke regeling te treffen voor de verhandelbaarheid van de claimrechten.

In de *MED-IP*-uitspraak was de uitgifteprijs bij een medische startuponderneming gebaseerd op de waarde van het aandelenbelang van een net toetreden financier in de dochteronderneming waarin het product werd ontwikkeld. Omdat die financier preferente aandelen hield in de dochter, werd een korting toegepast en vervolgens nog eens een korting omdat de vennootschap een minderheidsbelang had in de dochter en daarna nog eens een korting omdat een succesvolle marktintroductie onzeker was. Volgens de rechter was dit niet echt een gedegen waardering, maar wel aanvaardbaar omdat er geen andere aanknopingspunten waren om tot een goede waardering te kunnen komen.

Mijn advies is daarom een waardering te laten maken als dat mogelijk is en daarvoor ook de hulp van een waarderingdeskundige in te schakelen.

Ad 4: Doel van de aandelenemissie?

Volgens de Voorzieningenrechter was het oogmerk van de aandelenemissie niet om MKB als aandeelhouder te laten verwateren. Het doel was het veiligstellen van de eerdere

substantiële investeringen door duurzaam nieuw kapitaal aan Smart te verstrekken in de vorm van een kapitaalstorting op de aandelen. Daarmee kon de verdere ontwikkeling van het ID Systeem worden gefinancierd.

Belangenafweging

Uit het voorgaande volgt dat het emissiebesluit van de algemene vergadering van aandeelhouders van Smart voorshands niet in strijd was met de eisen van de redelijkheid en billijkheid. In kort geding moest de Voorzieningenrechter echter ook nog nagaan of zijn beslissing op grond van een afweging van de belangen toch anders diende uit te vallen.

Het belang van Smart bij de aandelenemissie was gelegen in haar continuïteit. Zij had belang bij een sterke en schone balans om op een gegeven moment ten behoeve van de marktintroductie externe financiering te kunnen aantrekken. Daarvoor was het van belang dat vreemd vermogen in eigen vermogen zou worden omgezet. Dat belang van Smart, waarin Princeville als 90% aandeelhouder reeds aanzienlijke bedragen had geïnvesteerd, behoorde zwaarder te wegen dan het belang van MKB om haar aandelenbelang niet te zien verwateren.

Hierbij betrok de Voorzieningenrechter dat het MKB vrijstond van haar voorkeursrecht gebruik te maken om de verwatering te voorkomen. De omstandigheid dat MKB financieel niet bij machte was om EUR 45.000 te investeren, kon niet tot een ander oordeel leiden.

In het licht van het voorgaande oordeelde de Voorzieningenrechter dat het emissiebesluit niet in strijd was met de eisen van redelijkheid en billijkheid en daarmee niet vernietigbaar. Daarom werd het door MKB gevorderde verbod om aan het emissiebesluit uitvoering te geven, afgewezen.

Ter afronding

Bij de eisen van redelijkheid en billijkheid gaat het om open normen. Bestuurders, commissarissen en aandeelhouders moeten bij de uitoefening van hun taken en bevoegdheden met deze open normen rekening houden. Maar dat betekent niet dat er geen handvatten zijn waaraan u zich kunt vasthouden. Een goede voorbereiding van een

aandelenemissie, waarbij een minderheidsaandeelhouder dreigt te verwateren, is *key*. Hiermee kunt u voorkomen dat u onnodig in een juridisch geschil terecht komt. Ik hoop dat ik u daar met deze bijdrage een beter zicht op heb gegeven.

Overweegt u een aandelenemissie waarbij een minderheidsaandeelhouder dreigt te verwateren of wordt u daar als minderheidsaandeelhouder mee geconfronteerd? Wij helpen u graag.

Neem contact op met **René van de Klift**:
vandeclift@dvdw.nl

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

