

Mr. L.H. Fennema * en mr. drs. A.C.W. Pijls **

Een herbezinning op het *Wennex*-arrest

In deze bijdrage staat het bekende *Wennex*-arrest centraal. Na een bespreking van de belangrijkste historische achtergronden en ontwikkelingen, staan wij stil bij het vennootschappelijk belang en het daarmee samenhangende belangenpluralisme. Daarna maken wij een koppeling met de uitspraak van de Hoge Raad in het *Wennex*-arrest. Vervolgens bezien wij in hoeverre het *Wennex*-arrest nog past in het huidige vennootschapsrecht en betogen wij dat een herbezinning op dit arrest wat ons betreft wenselijk is, mits een goed alternatief voorhanden is. In het verlengde daarvan gaan wij in op een aantal verklaringen voor het hedendaagse gebruik van het *Wennex*-arrest. Wij sluiten onze bijdrage af met een pleidooi voor een herbezinning op het *Wennex*-arrest.



1. Inleiding

De afgelopen jaren is in de literatuur (veel) gediscussieerd over de vraag of een aandeelhouder zijn eigen belang mag nastreven dan wel gehouden is met andere belangen (waaronder het belang van de vennootschap) rekening te houden.¹ Als uitgangspunt bij deze discussie wordt doorgaans verwezen naar het *Wennex*-arrest, waarin de Hoge Raad oordeelde dat ‘toch den aandeelhouder eener NV in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen’.² Het *Wennex*-arrest is geweest in 1944, een tijd waarin het vennootschapsdenken nog grotendeels was gebaseerd op de contractuele wortels van de vennootschap. Het vennootschapsdenken heeft in de periode na ‘*Wennex*’ echter een ontegenzeggelijke verandering doorgemaakt. Deze verandering heeft voor bestuurders en commissarissen ertoe geleid dat zij zich bij de vervulling van hun taak moeten richten naar het belang van de vennootschap en zorgvuldigheid moeten betrachten ten aanzien van de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Voor aandeelhouders geldt tegenwoordig als uitgangspunt echter – zoals reeds opgemerkt – nog steeds het primaat van ‘*Wennex*’, een primaat dat volgens Van Schilfgaarde voor een groot deel ‘al sedert zijn ontstaan is verouderd’.³ In het verlengde hiervan hebben Assink en Timmerman nog niet zo lang geleden opgeroepen tot het ‘voeren van een open en geïnformeerde discussie over de toekomst van de *Wennex*-reflex’.⁴ Met dit artikel wensen wij een actieve bijdrage te leveren aan deze discussie.

Alvorens kan worden ingegaan op de toekomst van ‘*Wennex*’ achten wij het van belang een nader beeld te schetsen van de tijd waarin het *Wennex*-arrest is geweest. In paragraaf 2 gaan wij daarom allereerst in op de belangrijkste historische achtergronden en ontwikkelingen. Vervolgens staan wij in paragraaf 3 stil bij het vennootschappelijk belang en daarmee samenhangende belangenpluralisme. Daarna maken wij in paragraaf 4 een koppeling met de uitspraak van de Hoge Raad in het *Wennex*-arrest. In paragraaf 5 bezien wij hoe passend het *Wennex*-arrest volgens ons tegenwoordig (nog) is en betogen wij dat een herbezinning op dit arrest wat ons betreft wenselijk is, mits een goed alternatief voorhanden is. In paragraaf 6 bespreken wij vervolgens een aantal verklaringen voor het hedendaagse gebruik van het *Wennex*-arrest, waarna wij in paragraaf 7 een pleidooi houden voor een herbezinning op het *Wennex*-arrest. In paragraaf 8 sluiten wij af met een conclusie van onze bevindingen.

2. De historische ontwikkeling in vogelvlucht: van contract naar instituut

De vennootschap wordt in haar historische opzet gezien als een organisatie van kapitaalverschaffers. Daaraan herinnert ook de term ‘vennootschap’: de organisatie werd aanvankelijk gekarakteriseerd als gekwalificeerde maatschap, als overeenkomst tussen vennoten derhalve, in het vennootschapsrecht ook aangeduid als de aandeel-

* Mr. L.H. Fennema heeft de masters Arbeidsrecht en Ondernemingsrecht aan Erasmus School of Law (‘ESL’) afgerond. Dit artikel is gebaseerd op zijn afstudeerscriptie voor de master Ondernemingsrecht.

** Mr. drs. A.C.W. Pijls is universitair hoofddocent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan ESL en als Advisor verbonden aan Clifford Chance LLP. Hij is tevens redacteur van dit tijdschrift.

1. Zie voor een overzicht: B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 5.7.

2. HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449 (*Wennex*).

3. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).

4. B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871.

houders.⁵ Door de vennootschap als een gekwalificeerde maatschap te karakteriseren, kregen aandeelhouders binnen het vennootschappelijk systeem een (zeer) machtige positie toebedeeld. De algemene vergadering werd daarbij aangemerkt als hoogste macht binnen de vennootschap. Vanuit deze machtige positie bezien, stond het de aandeelhouders vrij een deel van hun macht te mandateren aan – gespecialiseerde – bestuurders. De bestuurders werden daarom ook ‘slechts’ gezien als de mandatarissen of lastnemers van de aandeelhouders. De zojuist beschreven ‘contractuele opvatting’ heeft evenwel rond het einde van de jaren vijftig en het begin van de jaren zestig plaats moeten maken voor de thans heersende ‘institutionele opvatting’.⁶ De wijziging van opvatting werd (vooral) ingegeven door de naoorlogse groei van de vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen. Deze naoorlogse groei droeg er namelijk aan bij dat vennootschappen een eigen belang kregen bij hun duurzame voortbestaan. Dit ‘vennootschappelijk belang’ kreeg geleidelijk steeds meer een eigen kleur en invloed op de wijze waarop besluiten en statuten moesten worden uitgelegd.⁷ Op grond van de institutionele opvatting dient de vennootschap thans dan ook te worden beschouwd als een verzelfstandigde deelrechtsorde (een vrijstaand instituut), die wordt beheerst door haar eigen regels en waarbinnen een functionele scheiding van de taken en bevoegdheden van de verschillende vennootschapsorganen bestaat.⁸ Met het aannemen van de institutionele opvatting werden de gezamenlijke aandeelhouders niet langer gezien als de hoogste macht binnen de vennootschap. Voorts werden de bestuurders niet langer ‘slechts’ beschouwd als mandatarissen of lastnemers van de gezamenlijke aandeelhouders.

3. Het vennootschappelijk belang nader bezien

Bij de in de vorige paragraaf beschreven ontwikkeling past bijvoorbeeld ook het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest, waarin de Hoge Raad – kort gezegd – oordeelde dat commissarissen (en bestuurders⁹) zich bij hun taakuitoefening moesten richten naar het belang van de vennootschap en dit belang moesten laten overwegen, indien het naar hun oordeel in botsing kwam met de ‘belangen van welke aandeelhouder dan ook’ (in casu betrof het de belangen van de meerderheidsaandeelhouder).¹⁰ Meer recent heeft de Hoge Raad zich (vooral) in de *Cancun*-beschikking nader uitgelaten over het belang van de vennootschap. Uit deze beschikking kan worden afgeleid dat het vennootschappelijk belang uit een tweetal elementen bestaat.¹¹ Het eerste element bestaat erin dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral wordt bepaald door de bevordering van het bestendige succes van de door de vennootschap gedreven onderneming.¹² Het tweede element is erin gelegen dat bestuurders en commissarissen bij het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming zorgvuldigheid moeten betrachten ten aanzien van de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.¹³ De beide elementen verwijzen naar het alom bekende belangenpluralisme.¹⁴ In het eerste element ligt dit belangenpluralisme impliciet besloten; om het bestendige succes van de verbonden onderneming te bevorderen zal (ook) rekening moeten worden gehouden met de impact van beslissingen op de belangen van betrokkenen bij de vennootschap en de onderneming. Uit het tweede element blijkt het belangenpluralisme expliciet; er geldt een zorgvuldigheidsverplichting tegenover al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.

5. P. van Schilfgaarde/J.D.M. Schoonbrood, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, nr. 2.
6. J.M. de Jongh, ‘Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur’, *Ondernemingsrecht* 2011, afl. 17, p. 2-3.
7. Daarmee kwam de contractuele opvatting steeds verder onder druk te staan. Wij wijzen in dit kader op een terechte constatering van De Jongh: ‘een overeenkomst heeft immers geen eigen belang, maar bestaat slechts bij de gratie van de belangen van partijen’: J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 297.
8. S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 120), Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 2.4; P. van Schilfgaarde/J.D.M. Schoonbrood, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, nr. 2; J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 297-298.
9. Hoewel de Hoge Raad het in zijn uitspraak alleen had over commissarissen, werd aangenomen dat deze uitspraak ook gold voor bestuurders: B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 2.3.3.2.
10. HR 1 april 1949, ECLI:NL:HR:1949:126 (*Doetinchemse IJzergieterij*), r.o. 5.
11. L. Timmerman, ‘De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen’, *TvOB* 2018, afl. 1, p. 15.
12. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun*), r.o. 4.2.1. Assink heeft er in dit kader onzes inziens terecht op gewezen dat het bij het bestendige succes van de onderneming gaat om het creëren van ‘een gezonde groei van de onderneming over de lange termijn (en daarmee om waardecreatie in bredere zin)’: B.F. Assink, ‘Van vennootschapsrechtelijke belang (I)’, *WPNR* 2016, afl. 7111, p. 474-475.
13. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun*), r.o. 4.2.2. De twee onderscheiden elementen in acht nemend, wijzen wij op de volgende alomvattende omschrijving van Schwarz: ‘We onderscheiden dus een zelfstandig, eigen vennootschappelijk belang, gericht op gezonde continuïteit van de vennootschap, waarmee waarde wordt gecreëerd voor alle bij de vennootschap en haar onderneming betrokken deelbelangen. Bij de vormgeving van het in dit kader gevoerde beleid zal steeds rekening moeten worden gehouden met die deelbelangen. De dreigende onevenredige achterstelling van een deelbelang moet leiden tot, al dan niet afgedwongen, correctie’: C.A. Schwarz, ‘Oratie: de impact van het vennootschappelijk belang, deel 1’, *TvOB* 2018, afl. 4, p. 111. Zie in dit verband ook de interessante benadering van W.J.M. van Veen, ‘Het belang van de rechtspersoon en zijn “raison d’être”’, *WPNR* 2017, afl. 7162, p. 642-644.
14. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 42; L. Timmerman, ‘De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen’, *TvOB* 2018, afl. 1, p. 15.

Uit de zojuist genoemde rechtspraak van de Hoge Raad volgt dat het belang van de vennootschap het richtsnoer vormt voor het handelen van bestuurders en commissarissen. Dit richtsnoer is thans ook wettelijk verankerd in artikel 2:129/239 lid 5 BW (voor bestuurders) en artikel 2:140/250 lid 2 BW (voor commissarissen). Teneinde het vennootschappelijk belang te kunnen dienen – en daarmee dus het bestendige succes van de onderneming te kunnen bevorderen – bestaat behoefte aan een strategie. De strategie betreft ‘een plan om het succes van een onderneming op lange termijn te bevorderen’.¹⁵ Uit de rechtspraak blijkt dat het bepalen van de strategie behoort tot het domein van het bestuur en dat de taak van de raad van commissarissen is gelegen in het houden van toezicht op en het adviseren van het bestuur.¹⁶ In de algemene vergadering kunnen aandeelhouders hun opvattingen over de strategie tot uitdrukking brengen door uitoefening van de hun in de wet en statuten toegekende rechten.¹⁷ Een (zeer) belangrijk recht in dat verband is het stemrecht ex artikel 2:118/228 lid 1 BW. Op grond van dat recht kunnen aandeelhouders in de algemene vergadering onder andere stemmen over de benoeming en het ontslag van bestuurders¹⁸, het wijzigen van de statuten¹⁹ en het vaststellen van de jaarrekening.²⁰ Het stemrecht biedt een aandeelhouder dus de mogelijkheid ver in te grijpen in de *corporate governance* van een vennootschap. Maar welke gedragsnorm dienen aandeelhouders nu te volgen bij het uitoefenen van hun stemrecht? Waar de gedragsnorm voor bestuurders en commissarissen gezien het voorgaande thans wettelijk is verankerd en doorgaans niet ter discussie staat, ligt dit voor aandeelhouders anders.²¹ In de wet is niet beschreven op welke wijze aandeelhouders gebruik moeten maken van hun stemrecht. In de volgende paragraaf zullen wij nader op deze vraag ingaan.

4. Het Wennex-arrest

Hoewel een wettelijk verankerde gedragsnorm voor aandeelhouders op dit moment (nog) ontbreekt, wordt in de rechtspraak²², literatuur²³ en parlementaire geschiedenis²⁴ doorgaans als uitgangspunt verwezen naar een arrest van de Hoge Raad uit 1944 (het Wennex-arrest). In dit arrest oordeelde de Hoge Raad als volgt:

‘(...) Dat toch den aandeelhouder eener NV in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen.’²⁵

Uit deze overweging van de Hoge Raad volgt dat het stemrecht in beginsel aan een aandeelhouder toekomt teneinde zijn eigen belang in de vennootschap te behartigen. Bij de strekking van het Wennex-arrest dienen onzes inziens wel direct twee nuanceringen te worden geplaatst. De eerste nuancering bestaat erin dat het eigen belang van een aandeelhouder niet slechts is beperkt tot het rendementsbelang.²⁶ Het eigen belang is veelal breder. Verdam heeft onzes inziens daarom terecht verdedigd dat het bij het eigen belang gaat ‘om het belang van de aandeelhouder in zijn hoedanigheid van houder van een deel van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming en niet zo zeer als houder van het aandeel als zelfstandig waarde-object waarbij men het rendement probeert te halen’.²⁷ Een tweede nuancering volgt uit het Wennex-arrest zelf. De Hoge Raad heeft in dit arrest het uitgangspunt beperkt dat een aandeelhouder zijn eigen belang mag dienen via de norm ‘misbruik van recht’²⁸, welke norm thans is neergelegd in artikel 3:13 BW als ‘misbruik van bevoegdheid’.²⁹ Uit artikel 3:13 lid 2 BW volgt dat onder andere sprake is van misbruik van bevoegdheid indien een bevoegdheid wordt uitgeoefend

15. L. Timmerman, ‘De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen’, *TvOB* 2018, afl. 1, p. 15.
16. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 27-58.
17. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 44; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Saleminck), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 139.
18. Art. 2:132/242 lid 1 BW; art. 2:134/244 lid 1 BW.
19. Art. 2:121/231 lid 1 BW.
20. Art. 2:101/210 lid 3 BW.
21. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 43.
22. Zie onder meer Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:535 (*Intergamma*), r.o. 3.31; Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4056 (*Delta Loyd*), r.o. 3.5.
23. O.a. G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Saleminck), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 124.
24. O.a. *Kamerstukken II* 2008/2009, 31083, nr. 29.
25. HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449 (*Wennex*).
26. A.F. Verdam, ‘Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van de redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders’, *WPNR* 2015, afl. 7062, p. 434.
27. In dit verband kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het belang van een moedervernootschap in een dochtermaatschappij. Het belang van zo een moedervernootschap is in de regel niet beperkt tot winstgerechtigheid: A.F. Verdam, ‘Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van de redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders’, *WPNR* 2015, afl. 7062, p. 434.
28. HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449 (*Wennex*).
29. P.A. Stein, ‘Commentaar op artikel 3:13 BW’, in: J. Hijma (red.), *Groene Serie Vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018; B. Kemp, ‘Normering van aandeelhouders. Redelijkheid en billijkheid of misbruik van bevoegdheid?’, *NJB* 2013, afl. 13, p. 1.

terwijl men, in aanmerking nemende de onevenredigheid tussen het belang bij de uitoefening van de bevoegdheid en het belang dat daardoor wordt geschaad, naar redelijkheid niet tot die uitoefening had kunnen komen.³⁰ Toegespast op het stemrecht van de aandeelhouders betekent het voorgaande dat een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn stemrecht zijn eigen belang niet dermate onevenredig boven andere belangen mag stellen, dat hij in redelijkheid niet tot de uitoefening van het stemrecht had kunnen komen.³¹ Opmerking verdient dat in de Nederlandse *Corporate Governance Code* uitsluitend nog het leerstuk van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW als begrenzer van de aandeelhoudersautonomie wordt gehanteerd.³² Ook voor de Ondernemingskamer geldt dat zij, in tegenstelling tot de Hoge Raad³³, alleen nog de redelijkheid en billijkheid als begrenzer hanteert.³⁴ Wanneer wordt gesproken over de werking van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW op het gedrag van aandeelhouders, wordt aldus verstaan dat van deze aandeelhouders mag worden gevergd dat zij, handelend vanuit hun eigen belangensfeer, rekening houden met de gerechtvaardigde belangen van de andere betrokkenen en deze na afweging ontzien indien deze belangen anders onevenredig zouden worden geschaad.³⁵ Hoewel in de literatuur discussie bestaat over de vraag of, en zo ja in hoeverre, de norm van misbruik en bevoegdheid en de redelijkheid en billijkheid met elkaar samenlopen³⁶, zouden wij in ieder geval willen aannemen dat de norm van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW de begrenzing van het Wennex-arrest niet (veel) breder lijkt te trekken dan de norm van misbruik van bevoegdheid ex artikel 3:13

BW. Assink en Timmerman lijken deze conclusie met zoveel woorden te onderschrijven.³⁷

5. Hoe passend is het Wennex-arrest (nog)?

In de literatuur is het Wennex-arrest wel eens als ‘baanbrekend’ aangemerkt.³⁸ Naar onze mening is dat niet geheel correct. Het Wennex-arrest dient namelijk te worden gezien vanuit de tijdsgeest waarin het is geweest. Medio jaren veertig van de vorige eeuw was de institutionele opvatting nog niet algemeen in Nederland aanvaard. De contractuele opvatting was in die tijd nog de heersende leer. Wij roepen in herinnering dat de aandeelhouder onder deze contractuele opvatting centraal stond binnen de vennootschap. Een logisch gevolg daarvan was dat een aandeelhouder (in beginsel) zijn eigen belang mocht behartigen.³⁹ De contractuele opvatting is echter geleidelijk vervangen door de institutionele opvatting. Het gevolg daarvan was dat niet de aandeelhouder, maar de vennootschap zelf centraal kwam te staan; vandaar ook de opkomst van het vennootschappelijk belang als zelfstandige grootheid en de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van het belangenpluralisme. Assink en Timmerman hebben onzes inziens daarom terecht geconcludeerd dat sinds het Wennex-arrest een ontegenzeggelijke verandering heeft plaatsgevonden in het denken over de vennootschap en haar belangenverbreding.⁴⁰ Het voorgaande doet de vraag rijzen of de geformuleerde gedragsnorm uit het Wennex-arrest nog wel past bij deze veranderde opvatting over de vennootschap en haar belangenverbreding.⁴¹ Een

30. Dit wordt ook wel aangeduid als de ‘ontoelaatbare onevenredigheid’: B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 6.2.1.
31. Dit betreft een zware norm. Het enkele bestaan van onevenredigheid is niet voldoende. De onevenredigheid moet zo groot (en dus ontoelaatbaar) zijn dat de aandeelhouder in redelijkheid niet tot de uitoefening van het stemrecht had kunnen komen.
32. Preambule 7 Nederlandse *Corporate Governance Code*.
33. De Hoge Raad heeft (nog) nooit met zoveel woorden geoordeeld dat de hoofdregel uit het Wennex-arrest wordt geclausuleerd door art. 2:8 BW. Deze vraag is overigens ook (nog) nooit als zodanig aan de Hoge Raad voorgelegd: J.M. de Jongh, ‘Aandeelhouders gebonden aan eisen van redelijkheid en billijkheid’, *NJB* 2012, afl. 37, p. 1.
34. Zie onder meer Hof Amsterdam (OK) 10 februari 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:302 (*Funda*), r.o. 4.36; Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:535 (*Intergamma*), r.o. 3.31; Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4056 (*Delta Loyd*), r.o. 3.5.
35. A.F. Verdam, ‘Tets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van de redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders’, *WPNR* 2015, afl. 7062, p. 434. Ook dit betreft een zware norm.
36. Het gaat het doel en bereik van dit artikel te buiten nader op deze discussie in te gaan. Zie hierover uitgebreid: J.M. de Jongh, ‘B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering’, *RMTbemis* 2016, afl. 5, p. 277; B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 6.2 e.v.; B. Kemp, ‘Normering van aandeelhouders. Redelijkheid en billijkheid of misbruik van bevoegdheid?’, *NJB* 2013, afl. 13, p. 1-2; J.M. de Jongh, ‘Aandeelhouders gebonden aan eisen van redelijkheid en billijkheid’, *NJB* 2012, afl. 37, p. 1-2.
37. Assink en Timmerman hebben erop gewezen dat de Ondernemingskamer in de *Intergamma*- en *Delta Lloyd*-beschikking – waarin het eigen belang werd geclausuleerd via de norm van de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW – in wezen, als vanzelfsprekendheid, de kern van Wennex heeft herhaald: B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871.
38. O.a. B.E.L.J.C. Verbunt & B. Hoyng, ‘Meerderheid tegenover minderheid in de AVA: het stemrecht als eigen recht van de aandeelhouder, in het bijzonder bij gevallen van winstbestemming’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2013, p. 93.
39. B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 5.2 en 5.5.1.
40. B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871.
41. Over het idee dat het Wennex-arrest vooral moet worden gezien als een ‘product’ van zijn tijdgeest en dus in verband moet worden gebracht met de destijds heersende contractuele opvatting, wordt ook wel verschillend gedacht. Zie de mooie en kraakheldere analyse van W.J.M. van Veen, ‘Vennootschapsrechtelijke doorwerking, bestuurautonomie en bestuurstaak bij Joint Ventures na “Cancun”’, *Ondernemingsrecht* 2015, afl. 13, p. 441-449.

aantal argumenten wijzen naar onze mening in de richting van een ontkennende beantwoording.

Wij hebben er reeds op gewezen dat aandeelhouders met behulp van hun stemrecht serieuze invloed kunnen uitoefenen op de *corporate governance* van een vennootschap. Toch mogen zij, blijkens het Wennex-arrest, ‘gewoon’ hun eigen belang binnen de vennootschap blijven dienen. Hierdoor ontstaat evident een paradoxale situatie waarbij bestuurders en commissarissen zich moeten richten op het vennootschappelijk belang (welk belang in de regel niet, althans niet per se, samenvalt met het belang van de gezamenlijk aandeelhouders) en aandeelhouders hun eigen belang mogen nastreven, terwijl deze leden van de vennootschapsorganen wel met elkaar moeten functioneren en elkaars handelen in sterke mate kunnen beïnvloeden.⁴² Zo roepen wij in herinnering dat aandeelhouders door middel van uitoefening van hun stemrecht bestuursbesluiten wel of niet kunnen goedkeuren en bestuurders kunnen benoemen en ontslaan. Daarmee rijst het risico dat (vooral) bestuurders zich (on)bewust in overwegende mate (zullen) laten leiden door de belangen van aandeelhouders, terwijl zij eigenlijk het doorgaans bredere belang van de vennootschap en daarmee ook de belangen van andere betrokkenen behoren te dienen.⁴³ Het voorgaande leidt tot spanning, nu bestuurders (en commissarissen) enerzijds moeten waarborgen dat het belang van de vennootschap wordt behartigd, maar anderzijds worden geconfronteerd met aandeelhouders die hun stemrecht kunnen uitoefenen met als enige doel hun eigen belang te dienen.⁴⁴ Onder de contractuele opvatting speelde deze spanning niet, althans in veel mindere mate, nu de aandeelhouders onder deze opvatting in de vennootschap centraal stonden en de bestuurders slechts werden gezien als de mandatarissen of lastnemers van deze aandeelhouders.

De aandeelhouders hebben niet alleen de mogelijkheid de vennootschapsleiding te beïnvloeden, maar ook het vennootschappelijk belang zelf. Wij hebben erop gewezen dat het belang van de vennootschap uit een tweetal elementen bestaat, welke elementen allebei verwijzen naar het belangenpluralisme. Een groep belanghebbenden wordt logischerwijze gevormd door de aandeelhouders.

De belangen van aandeelhouders zijn derhalve doorgaans van invloed op het belang van de vennootschap.⁴⁵ Wanneer wij (dus) aannemen dat aandeelhouders het vennootschappelijk belang kunnen beïnvloeden, kan onzes inziens ook van aandeelhouders worden verwacht dat zij rekening houden met dat vennootschappelijk belang. Aandeelhouders vormen namelijk een belangengroepering waaraan, anders dan aan andere belanghebbenden, binnen het vennootschapsrechtelijk systeem belangrijke zeggenschapsrechten (zoals dus het stemrecht) zijn toegekend.⁴⁶ Het voorgaande brengt met zich dat aandeelhouders bij het uitoefenen van hun stemrecht – anders dan onder de contractuele opvatting – worden geconfronteerd met een vennootschappelijk belang dat niet noodzakelijkerwijze samenvalt met hun eigen belangen, maar waarin wel rekening is gehouden met die belangen.

In het verlengde van het voorgaande wijzen wij er nog op dat aandeelhouders onder de institutionele opvatting toetreden tot een belangengemeenschap.⁴⁷ Bij de toetreding tot een belangengemeenschap past een zekere mate van loyaliteit ten opzichte van die belangengemeenschap. In dit kader heeft Olaerts een parallel getrokken met sportverenigingen.⁴⁸ Ook van een persoon die lid wordt van een sportvereniging wordt doorgaans een zekere mate van loyaliteit verwacht ten aanzien van die vereniging. Hoewel een sportvereniging en een vennootschap uiteraard niet (volledig) met elkaar zijn gelijk te stellen, is de achterliggende gedachtegang van de door Olaerts getrokken parallel naar onze mening treffend. Waarom zouden aandeelhouders immers (in beginsel) geen loyaliteit hoeven te tonen ten aanzien van de vennootschap? Onder de oude contractuele opvatting lag het voorgaande wezenlijk anders, nu aandeelhouders niet toetraden tot een belangengemeenschap, maar tot een gesloten samenwerkingsverband tussen en gericht op de aandeelhouders.

6. Verklaringen voor het hedendaagse gebruik van de Wennex-leer

Hoewel dus verschillende argumenten bestaan waarom de hoofdregel uit het Wennex-arrest niet langer lijkt te passen bij de heersende opvatting over de vennootschap en haar belangenverbreding, lijkt in de rechtspraktijk nog

42. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 48.

43. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 48; S.B. Garcia Nelen, ‘Een Europees initiatief voor duurzame corporate governance’, *Ondernemingsrecht* 2021, afl. 5, p. 192-193.

44. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 48.

45. De mate van invloed is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Factoren die daarbij een rol spelen zijn – bijvoorbeeld – het type vennootschap en de situatie waarin de vennootschap zich bevindt. Zie hierover uitgebreid: C.A. Schwarz, ‘Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 2’, *TvOB* 2018, p. 134 e.v.; M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017, afl. 14, p. 635-636.

46. M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017, afl. 14, p. 636.

47. De vennootschap is door Timmerman ook wel treffend omschreven als ‘een rommelpot van uiteenlopende belangen’: L. Timmerman, ‘Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht. Wat moet dwingend blijven in het vennootschapsrecht van de toekomst?’, *Ondernemingsrecht* 2005, afl. 1, p. 5.

48. M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017, afl. 14, p. 635.

steeds van deze hoofdregel te worden uitgegaan.⁴⁹ Van Schilfgaarde heeft hierover het volgende opgemerkt in zijn annotatie bij de *Cancun*-beschikking:

‘Ik vrees dat het probleem hierin ligt dat velen nog steeds moeite hebben om de positie van aandeelhouders te verbinden met het vennootschapsbelang. Nog steeds waart rond het oude, aan een arrest van 1944 (*Wennex*) gekoppeld, idee dat een aandeelhouder het recht heeft om (uitsluitend) zijn eigen belang in de vennootschap te dienen’.⁵⁰

De vraag is waar de door van Schilfgaarde gesignaleerde ‘moeite’ vandaan komt. Dit heeft in de eerste plaats te maken met het gebrek aan latere richtinggevende rechtspraak van de Hoge Raad, ten gevolge waarvan de *Wennex*-leer in de praktijk van alledag nog steeds als leidend wordt gezien en zodoende geen aanleiding bestaat tot aanpassing daarvan.⁵¹ Mede door het gebrek aan latere richtinggevende rechtspraak van de Hoge Raad is een automatisme in de rechtspraak gesleten – ook wel aangeduid als de ‘*Wennex*-reflex’⁵² – op grond waarvan de *Wennex*-leer steeds van stal wordt gehaald en als vertrekpunt wordt genomen bij de beoordeling van het (stem)gedrag van een aandeelhouder.

In de tweede plaats komt de gesignaleerde ‘moeite’ voort uit het feit dat de gedragsregulerende functie van het ondernemingsrecht zich de afgelopen jaren met name heeft gericht op bestuurders en commissarissen en niet, althans in (veel) mindere mate, op aandeelhouders.⁵³ De rechtspraak van de Hoge Raad bevestigt dit beeld. De Hoge Raad heeft namelijk veel meer (recente) uitspraken gewe-

zen over het te volgen gedrag van bestuurders en commissarissen⁵⁴, welk gedrag – in de woorden van Zijlstra – bovendien ‘van normatief reliëf kan worden voorzien binnen een wettelijk kader dat uitgaat van een taakopdracht met gerelateerde bevoegdheden en verantwoordelijkheden’.⁵⁵ Zo een wettelijk kader ontbreekt (vooral nog) voor aandeelhouders. Eenzelfde beeld komt naar voren in de Nederlandse *Corporate Governance Code*. Ook daarin ligt de nadruk van de principes en *best practice*-bepalingen op bestuurders en commissarissen en niet zozeer (ook) op aandeelhouders.⁵⁶ De vraag die Cahen reeds in 1970 heeft gesteld blijkt derhalve nog steeds relevant: ‘hebben wij wel in voldoende mate de belangenverbreding verwerkt in de normen waarnaar wij het handelen van aandeelhouders beoordelen?’⁵⁷ In navolging van Assink en Timmerman respectievelijk De Lange zijn wij van mening dat deze vraag (vooral nog) ontkennend dient te worden beantwoord.⁵⁸

7. Een herbezinning op het Wennex-arrest

Assink en Timmerman hebben verdedigd dat bij het veranderde denken over de vennootschap en haar belangenverbreding (ook) een herbezinning past op de doorwerking daarvan op het handelen van de aandeelhouder.⁵⁹ Wij neigen ons, gezien het voorgaande, hierbij aan te sluiten, mits uiteraard een goed en werkbaar alternatief voorhanden is.

7.1. Drie opties

Bij het beantwoorden van de vraag welk richtsnoer als vertrekpunt kan worden genomen bij het (stem)gedrag van aandeelhouders, kunnen – grofweg – drie opties

49. Zie echter ook recent de beschikking van de Ondernemingskamer in de *Funda*-zaak, waarin de Ondernemingskamer het *Wennex*-uitgangspunt als volgt clausuleert: ‘(...) [E]en aandeelhouder [mag] bij de uitoefening van zijn rechten het belang van de vennootschap in beginsel niet veronachtzamen, zo volgt uit artikel 2:8 BW. Ook de mate waarin een aandeelhouder rekening moet houden met andere belangen, hangt af van de omstandigheden van het geval. In zijn algemeenheid dient een aandeelhouder meer gewicht toe te kennen aan de eisen van redelijkheid en billijkheid naarmate zijn invloed op de vennootschap en haar onderneming groeit en naarmate meer belangen van andere betrokkenen in het geding zijn. In bijzondere omstandigheden kan dit meebrengen dat een meerderheidsaandeelhouder het belang van de vennootschap dient te laten prevaleren boven zijn eigen belangen’ (toevoeging en curs. LHF en ACWP), aldus Hof Amsterdam (OK) 10 februari 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:302 (*Funda*), r.o. 4.36.

50. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).

51. E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2; B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langtermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871.

52. B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langtermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871.

53. S.E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2. In dit kader heeft Timmerman naar onze mening terecht opgemerkt dat ‘het vennootschapsrecht steeds meer een bron is geworden voor gedragsregels voor functionarissen van vennootschappen’: L. Timmerman, ‘Het Nederlandse vennootschapsrecht tussen 1918 en 2018, enkele schetsmatige opmerkingen’, in: H.J. de Kluiver e.a. (red.), *100 jaar Handelsrecht. Over heden, toekomst en verleden* (Preadvis van de ‘Vereeniging Handelsrecht’), Zutphen: Uitgeverij Paris 2018, p. 99.

54. O.a. HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (*Boskalis/Fugro*); HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun*); HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145 (*VEB/KLM*); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (*ASMI*); HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (*ABN AMRO*).

55. S.E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

56. S.E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

57. J.L.P. Cahen, ‘De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder’, in: *Honderd jaar rechtsleven (NJV 1870-1970)*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1970, p. 71.

58. B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langtermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 871; T.H.J. de Lange, ‘Langtermijnbetrokkenheid van institutionele beleggers’, *TvOB* 2020, afl. 6, p. 213.

59. B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langtermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 872.

worden onderscheiden.⁶⁰ De eerste optie is gebaseerd op het Wennex-arrest en bij deze optie wordt ervan uitgegaan dat een aandeelhouder bij het uitoefenen van zijn stemrecht (in beginsel) vrij is zijn eigen belang te dienen. Binnen deze eerste optie speelt het belang van de vennootschap (en daarmee het belangenpluralisme) geen rol op de voorgrond, maar vormt zij veeleer een correctief via de context afhankelijke werking van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW en misbruik van bevoegdheid ex artikel 3:13 BW. Deze optie wordt, blijkens onze bevindingen in de vorige paragrafen, nog steeds gevolgd in de rechtspraak, literatuur en parlementaire behandelingen.

De tweede optie vertoont meer gelijkenis met de voor bestuurders en commissarissen geldende gedragsnorm(en). Cahen heeft reeds in 1970 bepleit dat aandeelhouders, passend bij de veranderde opvatting over de vennootschap en haar verbrede belangenbasis, zich bij de aanwending van hun stemrecht in beginsel niet mogen laten leiden door hun eigen belang in de vennootschap, maar zich dienen te richten naar 'de taak van de rechtspersoon' (het belang van de vennootschap) en daarbij blijk moeten geven van een 'evenwichtige, meervoudige belangenbehartiging'.⁶¹ De kerngedachte van de tweede optie is dan ook dat een aandeelhouder zich op basis van de beschikbare informatie steeds moet afvragen of de vennootschap bij een bepaalde wijze van stemuitoefening is gebaat en of daarmee – naar zijn verwachting – het bestendige succes van de onderneming (het meeste) wordt bevorderd. Daarbij dient de aandeelhouder rekening te houden met de belangen van alle betrokkenen.⁶² Het voorgaande neemt niet weg dat het eigen belang van de aandeelhouder onder de tweede optie nog steeds een (belangrijke) rol speelt. Binnen de tweede optie is – om in de bewoordingen van Zijlstra te spreken – 'nog steeds sprake van een eigen recht van de aandeelhouder om met het stemrecht zijn belang in de vennootschap te dienen, welk stemrecht hij in beginsel op zodanige wijze kan uitoefenen als hij daartoe dienstig oordeelt, maar wel – indirect, want – ingekaderd vanuit een overkoepelende gerichtheid op dat vennootschappelijk belang'.⁶³ Deze overkoepelende gerichtheid is onder de tweede optie een harde juridische eis en vormt niet slechts een eventuele correctie via de redelijkheid en billijkheid of misbruik van bevoegdheid zoals onder de eerste optie. Hierin is dan ook het wezenlijke verschil gelegen tussen deze twee

opties. De implicatie van de tweede optie is evenwel, zo onderkent ook Cahen, dat 'de vaargeul die de aandeelhouder voor zijn handelen is toegemeten een aanzienlijk smallere' is dan die onder de formulering van de Hoge Raad in het Wennex-arrest.⁶⁴

De derde optie komt erop neer dat de algemene vergadering zich (als orgaan) dient te richten naar het belang van de vennootschap, maar een aandeelhouder (als individu) in beginsel zijn eigen belang in de vennootschap voorop mag stellen. Deze optie wordt ook aangeduid als de hybride benadering. De hybride benadering is door Kemp bepleit en wordt min of meer gevolgd door Van Solinge en Nieuwe Weme.⁶⁵ Kemp heeft erop gewezen dat de algemene vergadering als orgaan van de vennootschap een fundamenteel andere positie inneemt dan de individuele aandeelhouder: 'de één is een orgaan van de vennootschap, terwijl de andere op grotere afstand en in een rechtsbetrekking tot de vennootschap staat'.⁶⁶ Naar de opvatting van Kemp ligt het dan in ieder geval voor de hand dat de algemene vergadering zich, net zoals het bestuur en de raad van commissarissen, dient te richten naar het belang van de vennootschap en niet op een deelbelang (het belang van de aandeelhouders). Naar zijn mening kan de gebondenheid aan het vennootschappelijk belang echter niet van de individuele aandeelhouders worden verlangd, nu deze aandeelhouders, (ook) in vergelijking met de individuele bestuurders en commissarissen, doorgaans (dus) op grotere afstand van de vennootschap staan.⁶⁷

7.2. Een keuze

In paragraaf 5 en 6 hebben wij het uitgangspunt dat het aandeelhouders vrijstaat alleen hun eigen belangen te behartigen (de Wennex-leer), bekritiseerd. In het verlengde van deze kritiek zijn wij van mening dat de hierboven beschreven eerste optie niet langer wenselijk is. Maar vormt de tweede of derde optie een goed, althans een beter, alternatief?

Allereerst bespreken wij de derde optie. Deze derde optie dient naar onze mening niet als wenselijk te worden bestempeld. Onder de hybride benadering ontstaat namelijk een situatie waarbij het individu (de aandeelhouder) en het orgaan (de algemene vergadering) verschillende belangen behartigen. Dit roept bij ons de vraag op hoe de alge-

60. S.E. Zijlstra, 'Vier vervolgvragen', in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

61. J.L.P. Cahen, 'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder', in: *Honderd jaar rechtsleven (NJV 1870-1970)*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1970, p. 73-77.

62. S.E. Zijlstra, 'Vier vervolgvragen', in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

63. S.E. Zijlstra, 'Vier vervolgvragen', in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

64. J.L.P. Cahen, 'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder', in: *Honderd jaar rechtsleven (NJV 1870-1970)*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1970, p. 73-77.

65. G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Saleminck), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 124; B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 8.7.

66. B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 8.7.

67. B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 8.7.

mene vergadering effectief het belang van de vennootschap kan behartigen, als degenen die ter vergadering de stemmen uitbrengen waardoor een besluit van de algemene vergadering tot stand komt, dat rechtens niet hoeven te doen. De consequentie van het betoog van Kemp zou zijn dat een aandeelhouder buiten de algemene vergadering in beginsel zijn eigen belang kan dienen, maar dat hij zich te allen tijde behoort te realiseren dat het orgaan waarvan hij deel uitmaakt het belang van de vennootschap behoort te behartigen.⁶⁸ Dit leidt volgens Zijlstra – hetgeen wij onderschrijven – tot een ‘onmogelijke normatieve spagaat’.⁶⁹ De Jongh heeft hieraan terecht toegevoegd dat de hybride benadering een ‘schizofrene opstelling van aandeelhouders’ vergt, hetgeen wij – uiteraard – niet voorstaan.⁷⁰

De tweede optie biedt naar onze mening meer perspectief. Deze optie is namelijk in lijn met het veranderde denken over de vennootschap en haar verbrede belangenbasis. Duidelijk is geworden dat een aandeelhouder onder de thans heersende opvattingen toetreedt tot een instituut bestaande uit verschillende (deel)belangen (een belangengemeenschap) waarop hij via het uitoefenen van zijn stemrecht een zekere invloed kan uitoefenen. In dat kader kan ook worden gedacht aan de besproken invloed op de vennootschapsleiding (hetgeen vooral speelt bij bestuurders).⁷¹ Daarnaast wordt het eigen belang van de vennootschap in zekere mate gekleurd door de belangen van de aandeelhouders. Daarbij past dat bij het uitoefenen van het stemrecht (ook) van een aandeelhouder wederkerigheid mag worden verwacht ten aanzien van de vennootschap en de daarbij betrokken (deel)belangen. Het logische gevolg hiervan is dat een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn stemrecht niet alleen rekening mag houden met zijn eigen belang, maar ook rekening moet houden met het belang van de vennootschap als zodanig en de belangen van anderen die tot het vennootschappelijke instituut (en haar onderneming) behoren. Onder de tweede optie wordt de gewenste gerichtheid op het belang van de vennootschap en de belangen van anderen die tot het vennootschappelijke instituut (en haar onderneming) behoren een harde juridische eis.

7.3. De principaal-agentrelatie

In aanvulling op de zojuist genoemde argumenten die pleiten voor toepassing van de tweede optie, wijzen wij nog op het volgende. Als het aandeelhouders in beginsel vrijstaat zich alleen te richten op hun eigen belang, ligt het voor de hand de rol van deze aandeelhouders te beperken. De aandeelhouders zullen zich bij de uitoefening van het stemrecht doorgaans in beginsel alleen om zichzelf bekommeren en niet, althans niet primair, gericht zijn op het dienen van het vennootschappelijk belang.⁷² In dit verband rijst de vraag of het überhaupt wel wenselijk is de rol van aandeelhouders te beperken. Onzes inziens is dat niet het geval. Door de rol van aandeelhouders te beperken, verzwakt ook hun monitoringfunctie binnen de vennootschap. Dat komt de bestaande machtsbalans binnen een vennootschap niet ten goede.⁷³ De monitoringfunctie zou dan bovendien moeten worden opgevangen door een andere partij. In dit kader gaan onze gedachten al snel uit naar het introduceren van verdergaande mogelijkheden om het gedrag van de vennootschapsleiding voor te leggen aan een rechter. Wij kunnen ons moeilijk voorstellen dat zo een wijze van monitoring in alle gevallen wenselijk is. Zo staan rechters verder af van de vennootschap en zal rechterlijke toetsing veelal tot vertragingen in het interne besluitvormingsproces kunnen leiden. Indien daarentegen wordt voorgeschreven dat de aandeelhouders zich dienen te richten naar het vennootschappelijk belang, is het niet noodzakelijk de rol van aandeelhouders te beperken.⁷⁴ Ook aandeelhouders moeten in dat geval het bestendige succes van de onderneming bevorderen en zorgvuldigheid betrachten ten aanzien van de in aanmerking te nemen belangen. Het voorgaande roept evenwel de vraag op hoe de aandeelhouders kunnen worden ‘geprikkeld’ het belang van de vennootschap (daadwerkelijk) voor te laten gaan boven hun eigen belang.

Volgens Kemp kan deze vraag het beste worden benaderd vanuit de principaal-agentrelatie.⁷⁵ De principaal-agentrelatie dient te worden begrepen als een ‘*contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision*

68. J.M. de Jongh, ‘B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering’, *RMThemis* 2016, afl. 5, p. 279.

69. S.E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFOREEKS, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

70. J.M. de Jongh, ‘B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering’, *RMThemis* 2016, afl. 5, p. 279.

71. Wat de in par. 5 gesignaleerde belangentegenstelling betreft, wijzen wij in het bijzonder nog op het kenmerkende verschil tussen de eerste optie en de tweede optie: in de eerste optie mag in beginsel *het eigen belang van de aandeelhouder* in de vennootschap vooropstaan (oftewel: het individu) en vormt het vennootschappelijk belang hooguit een correctief op de handelingsvrijheid van de aandeelhouder, in de tweede optie moet echter *het vennootschappelijk belang* vooropstaan (oftewel: het collectief) en heeft de aandeelhouder handelingsvrijheid binnen de bandbreedte van dat vennootschappelijk belang. De vertrekpunten van beide opties zijn dus verschillend, zij vallen althans niet samen. Het vertrekpunt van de tweede optie komt overeen met de geldende gedragsnorm voor bestuurders (en commissarissen), waardoor het probleem van de belangentegenstelling – in ieder geval gedeeltelijk – wordt opgelost.

72. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 49.

73. M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 134), Deventer: Wolters Kluwer 2016, par. 3.2.

74. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 49.

75. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 49.

making authority to the agent'.⁷⁶ In de principaal-agenttheorie wordt ervan uitgegaan dat een principaal controle over bepaalde beslissingen delegeert aan een agent en daarbij wel een zekere mate van controle uitoefent op de agent (monitoring).⁷⁷ De ratio achter deze monitoring is erin gelegen dat een principaal – uiteraard – wenst te voorkomen dat de agent de aan hem gedelegeerde bevoegdheden aanwent om zijn eigen belang te dienen. Het is de principaal die het uiteindelijke doel van en de strategie achter de delegatie bepaalt.⁷⁸

De principaal-agentrelatie wordt tegenwoordig veel toegepast binnen het ondernemingsrecht.⁷⁹ In het ondernemingsrecht worden doorgaans drie principaal-agentrelaties onderscheiden, namelijk de relatie (i) tussen de aandeelhouders en de bestuurders, (ii) tussen de meerderheidsaandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders, en (iii) tussen de belanghebbenden van de vennootschap en de vennootschap zelf.⁸⁰ Recent heeft Kemp, in aanvulling op deze drie principaal-agentrelaties, aan de hand van de *Cancon*-beschikking twee nieuwe principaal-agentrelaties onderscheiden, welke relaties naar onze mening goed aansluiten op de in Nederland heersende opvattingen over de vennootschap.⁸¹ De eerste door Kemp onderscheiden principaal-agentrelatie betreft de relatie tussen de vennootschap (de principaal) en de leden van de vennootschapsorganen (de agenten).⁸² Op grond van deze principaal-agentrelatie dienen de aandeelhouders als agenten in het belang van de vennootschap als principaal te handelen. Dit betekent dat aandeelhouders zich bij de uitoefening van hun stemrecht (dus) ook moeten richten naar het belang van de vennootschap. Doen aandeelhouders dat niet, dan zal dat doorgaans tot zogenoem-

de *agency conflict costs* leiden. *Agency conflict costs* zijn – kort gezegd – kosten die voortkomen uit het handelen door de agent in zijn eigen belang in plaats van in het belang van de principaal.⁸³ Toegepast op de eerste principaal-agentrelatie betekent dit dat aandeelhouders die zich (louter) op hun eigen belang richten in plaats van op het vennootschappelijk belang, kosten creëren voor de vennootschap. Deze kosten hebben weer hun weerslag op het bestendige succes van de onderneming.⁸⁴ Vanuit de eerste principaal-agentrelatie bezien, is de huidige hoofdregel dat een aandeelhouder zijn eigen belang mag dienen een 'onwenselijke en kostbare vrijheid die de aandeelhouder wordt toegekend'.⁸⁵

De tweede principaal-agentrelatie betreft de relatie tussen de belanghebbenden van de vennootschap en haar onderneming (de principalen) en de leden van de vennootschapsorganen (de agenten).⁸⁶ Deze relatie biedt ruimte voor het scheppen van verantwoordelijkheid van de aandeelhouders als agenten ten opzichte van de belanghebbenden als principalen. Deze aandeelhoudersverantwoordelijkheid bestaat uit de verplichting zorgvuldigheid te betrachten ten aanzien van de belangen van deze belanghebbenden.⁸⁷ Voldoen de aandeelhouders niet aan deze zorgvuldigheidseis, dan zal dat – net zoals onder de eerste principaal-agentrelatie – tot *agency conflict costs* leiden, die ook weer hun weerslag hebben op het bestendige ondernemingssucces. Ook vanuit de tweede principaal-agentrelatie bezien betreft de huidige hoofdregel dat een aandeelhouder zijn eigen belang mag dienen dus een onwenselijke en kostbare vrijheid die de aandeelhouder wordt toegekend.

-
76. J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 74) (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Wolters Kluwer 2010, par. 7.2.1; M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *JFE* 1976, afl. 4, p. 308.
77. J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press 1991, p. 1-35.
78. J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press 1991, p. 56.
79. O.a. B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 49; B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 74) (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Wolters Kluwer 2010, par. 7.2.1.
80. Wij plaatsen een kritische noot bij de eerste principaal-agentrelatie. In die relatie wordt er namelijk van uitgegaan dat de aandeelhouder principaal is en de bestuurder agent. Deze kwalificaties passen naar onze mening niet bij de heersende opvattingen over de vennootschap, nu in par. 2 duidelijk is geworden dat de gezamenlijke aandeelhouders in de regel niet langer de hoogste macht vormen binnen de vennootschap en de bestuurders niet slechts kunnen worden gezien als de mandatarissen of lastnemers van de aandeelhouders. Zie in gelijke zin: B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 50. Wij laten deze drie principaal-agentrelaties verder onbesproken. Zie hierover uitgebreid: J. Armour, H. Hansmann & R. Kraakman, *Agency problems and legal strategies and enforcement*, 2009, p. 30 e.v.
81. Het gaat hier niet om een zeer strikte toepassing van de principaal-agentrelatie, maar veeleer om toepassing van de in de voorgaande alinea beschreven achterliggende gedachten.
82. Deze eerste relatie sluit aan op de overweging van de Hoge Raad dat bestuurders zich dienen te richten naar het bestendige succes van de onderneming: HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancon*), r.o. 4.2.1.
83. B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 55; Z. Goshen & R. Squire, 'Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance', *Columbia Law Review* (117) 2017, afl. 3, p. 93-94.
84. B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 51.
85. B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 51.
86. Deze relatie sluit aan op de overweging van de Hoge Raad dat de bestuurders zorgvuldigheid dienen te betrachten ten aanzien van de betrokken belanghebbenden: HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancon*), r.o. 4.2.2.
87. B. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 57.

Op basis van de door Kemp onderscheiden principaal-agentrelaties kan dan ook worden gesteld dat de gedragsnorm voor aandeelhouders meer zou moeten lijken op de hiervoor besproken tweede optie. Dat strookt tevens met de gedachte dat aandeelhouders, door te handelen met – in ieder geval – een overkoepelende gerichtheid op het vennootschappelijk belang, via hun aandelen toegevoegde waarde (bestaande uit een waardestijging van de aandelen en een verhoogd dividend) ontvangen doordat de vennootschap met een gerichte strategie succesvol activiteiten ontplooit.⁸⁸ Om te bewerkstelligen dat aandeelhouders daadwerkelijk een herziene – en op de tweede optie georiënteerde – rol oppakken, is het introduceren van een afdwingbare gedragsnorm naar onze mening de aangewezen weg. Dit wordt onderschreven door Kemp, die heeft overwogen dat een afdwingbare gedragsnorm ervoor kan zorgen dat de aandeelhouders zich ook daadwerkelijk richten op hetgeen door die gedragsnorm wordt voorgeschreven en niet slechts op hun eigen belang.⁸⁹ Indien aandeelhouders zich immers niet naar de voorgeschreven gedragsnorm richten, kan het gewenste gedrag door een belanghebbende (zoals dus ook de vennootschap zelf) bij de rechter worden afgedwongen.⁹⁰

7.4. De gedragsnorm

Het voorgaande roept de vraag op hoe de afdwingbare gedragsnorm als bedoeld onder de tweede optie er naar onze mening exact moet komen uit te zien. Wij merken hierbij direct op dat het onzes inziens te ver gaat de gedragsnorm voor aandeelhouders volledig gelijk te stellen aan de geldende gedragsnorm voor bestuurders en commissarissen.⁹¹ Onderkend moet namelijk worden dat de positie van de aandeelhouders – zeker vanuit historisch oogpunt – toch echt anders is dan de positie van de bestuurders en commissarissen.⁹² Een interessante aanzet voor een gedragsnorm is in 1976 door Van Schilfgaarde als volgt verwoord en verdedigd:

‘De aandeelhouder als uitsluitend eigen belang dienend rechtssubjekt is geen aanvaardbare rechtsfiguur meer (...). De individuele aandeelhouder heeft een eigen recht, dat is zeker, maar dat sluit niet uit dat hij verplicht wordt geacht dat recht te gebruiken onder afweging van alle bij de N.V. betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging zijn eigen belang een gewichtige rol mag spelen.’⁹³

Wij begrijpen deze omschrijving van Van Schilfgaarde (en later met hem Schoonbrood, Winter en Wezeman⁹⁴) aldus, dat een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn stemrecht in de regel is gehouden alle bij de vennootschap betrokken belangen af te wegen, waarbij hij aan zijn eigen belang wel een bepaald en relatief zwaar gewicht mag toekennen. Hoewel deze opvatting van Van Schilfgaarde gezien al het voorgaande reeds goed verdedigbaar en bepleitbaar is, zouden wij nog een stap(je) verder willen gaan. Het wordt ons namelijk niet helemaal duidelijk welke positie het vennootschappelijk belang en de belangen van de andere betrokkenen binnen de door Van Schilfgaarde verdedigde opvatting exact innemen. Staat een afweging van de betrokken belangen onder deze omschrijving (daadwerkelijk) voorop? En wat kan in een concrete situatie onder een ‘gewichtige rol’ van het eigen belang worden verstaan? Gezien deze onduidelijkheden plaatsen wij onze twijfels bij de praktische werkbaarheid van de gedragsnorm zoals die door Van Schilfgaarde is geformuleerd. Meer treffend lijkt ons de door Bartman geïntroduceerde omschrijving van de te gelden gedragsnorm:

‘Het eigen belang mag Leitmotiv zijn voor de aandeelhouder bij het uitbrengen van zijn stem, vooropgesteld dat zijn stemgedrag steeds in functie is van de continuïteit en verdere ontwikkeling van de vennootschap. Binnen dat kader mag de aandeelhouder naar eigen inzicht zijn positie optimaliseren.’⁹⁵

De omschrijving van Bartman raakt onzes inziens zonder meer de kern. Wij zouden wel aan deze reeds treffende omschrijving willen toevoegen dat aandeelhouders niet alleen oog dienen te hebben voor het belang van de vennootschap en de belangen van alle betrokkenen bij de vennootschap, maar ook voor de belangen van de bij de onderneming van die vennootschap betrokken belanghebbenden. Op die manier wordt verduidelijkt en bewerkstelligd dat aandeelhouders tevens oog dienen te hebben voor de belangen van – bijvoorbeeld – werknemers en crediteuren. Door de hierboven genoemde omschrijving van Bartman met onze toevoeging aan te nemen, heeft bovendien te gelden dat aandeelhouders (nog steeds) hun eigen belang kunnen dienen, maar wel – zoals omschreven onder de tweede optie – ingekaderd vanuit een overkoepelende gerichtheid op het vennootschappelijk belang en (daarmee op) de belangen van andere bij de vennootschap

88. S.E. Zijlstra, ‘Vier vervolgvragen’, in: A.F. Verdam & S. Dumoulin (red.), *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO-reeks, nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 3.2.

89. B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 52.

90. De enquêteprocedure biedt eveneens ruimte voor zo een verzoek. Let wel, niet alle belanghebbenden hebben toegang tot deze procedure: B. Kemp, ‘Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin’, *MvO* 2022, afl. 1/2, p. 52.

91. Dat wordt ook niet verwacht onder de tweede optie. Bij de tweede optie wordt er namelijk van uitgegaan dat nog steeds sprake is van een eigen recht van de aandeelhouder om met het stemrecht zijn belang in de vennootschap te dienen, maar wel – indirect, want – ingekaderd vanuit een overkoepelende gerichtheid op dat belang van de vennootschap.

92. Zie hiervoor par. 2 en uitgebreider: B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 129) (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 5.2 e.v.

93. P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Arnhem: Gouda Quint 1976, p. 109-110.

94. P. van Schilfgaarde/J.D.M. Schoonbrood, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, nr. 67.

95. S.M. Bartman, ‘Aandeelhoudersdemocratie à la Dworkin’, in: M.P. Nieuwe Weme & K.M. van Hassel (red.), *Willems’ wegen. Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 102), Deventer: Wolters Kluwer 2010, par. 3.6.

en haar onderneming betrokken belanghebbenden (zoals omschreven onder de tweede optie).

Voorts wensen wij nog te benadrukken dat de te gelden gedragsnorm dynamisch van aard moet zijn. Dit wordt ingegeven door de omstandigheid dat niet één type aandeelhouder bestaat. Aandeelhouders zijn er in verschillende soorten en maten. In dat kader heeft Van Schilfgaarde onzes inziens terecht opgemerkt dat het uitgangspunt van *Wennex* wel degelijk zijn verdienste kan hebben ‘voor minderheidsaandeelhouders zonder invloed of ambitie om invloed uit te oefenen, en dan speciaal voor zulke aandeelhouders bij beursvennootschappen’.⁹⁶ In het verlengde hiervan heeft Van den Ingh opgemerkt ‘dat het nauwelijks voorstelbaar is dat een particuliere belegger die vijf aandelen Shell bezit, beschuldigd zal worden van stemgedrag in strijd met het vennootschappelijk belang’.⁹⁷ Onzes inziens dient derhalve onderkend te worden, dat de te gelden gedragsnorm – onder bepaalde omstandigheden – voor het ene type aandeelhouder anders kan uitwerken dan voor het andere type aandeelhouder. Dit wordt onzes inziens bewerkstelligd door de bredere verantwoordelijkheid van een aandeelhouder aan de hand van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW afhankelijk te stellen van de omstandigheden van het geval.⁹⁸ Wij onderkennen dat deze koppeling aan de norm van de redelijkheid en billijkheid tot rechtsonzekerheid kan leiden, maar merken hierbij direct op dat deze eventuele rechtsonzekerheid ook weer niet moet worden overschat.⁹⁹ Er zijn in de literatuur namelijk factoren geformuleerd aan de hand waarvan invulling kan worden gegeven aan de verantwoordelijkheid van aandeelhouders.¹⁰⁰ Vooral de bijdrage van Koelemeijer spreekt ons in dit verband aan. Bij de beantwoording van de vraag of een aandeelhouder in een concrete situatie meer of minder verantwoordelijkheid draagt voor het laten meewegen van het vennootschappelijk belang en de andere betrokken belangen, speelt volgens Koelemeijer in ieder geval de grootte van

het aandelenbelang een rol.¹⁰¹ Naarmate het aandelenbelang groter wordt, groeit ook de verantwoordelijkheid van een aandeelhouder.¹⁰² Voorts acht Koelemeijer het zinnig om een onderscheid te maken tussen de verschillende rollen die een aandeelhouder bij verschillende typen vennootschappen kan vervullen. Bij een beursvennootschap kan een onderscheid worden gemaakt tussen de passieve aandeelhouder, de actieve aandeelhouder, de activistische aandeelhouder en de loyale aandeelhouder.¹⁰³ Daarbij geldt dat hoe meer betrokken en actiever een aandeelhouder is, hoe meer verantwoordelijkheid van hem mag worden verwacht ten aanzien van het vennootschappelijk belang en de belangen van andere betrokkenen bij de vennootschap en haar onderneming.¹⁰⁴ Bij besloten vennootschappen dient volgens Koelemeijer een onderscheid te worden gemaakt tussen de actieve of betrokken aandeelhouders enerzijds, en de passieve aandeelhouders anderzijds.¹⁰⁵ Ook daarbij heeft weer te gelden dat hoe meer betrokken en actiever een aandeelhouder is, hoe meer verantwoordelijkheid van hem mag worden verwacht.

Wat de verschillende typen vennootschappen betreft, verdient nog opmerking dat aandeelhouders in (meer) besloten verhoudingen in de regel meer betrokken zijn bij de vennootschap dan aandeelhouders bij beursvennootschappen. Dit wordt verklaard door het feit dat aandeelhouders in besloten verhoudingen elkaar meestal kennen en onderling vaak afspraken maken over hun samenwerkingsverhouding.¹⁰⁶ Een andere verklaring is gelegen in het feit dat de aandelen in besloten verhoudingen doorgaans niet vrij verhandelbaar zijn en er doorgaans ook geen markt is om de aandelen te verkopen. Dit kan voor

96. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).

97. F.J.P. van den Ingh, ‘Het stemgedrag van aandeelhouders’, in: J.B. Huizink e.a. (red.), *A-T-D, Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Wolters Kluwer 2000, p. 207.

98. Zie in dit kader de – in onze ogen – terecht opmerking van Olaerts dat ‘de algemeen gestelde vraag of de aandeelhouder gebonden is aan het vennootschappelijk belang, wordt gekenmerkt door de noodzaak tot differentiatie waarbij de omstandigheden van het geval een doorslaggevende rol spelen’: M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017, afl. 14, p. 631.

99. In het verlengde hiervan wijzen wij nog op de – onzes inziens – terecht opmerking van Assink en Timmerman dat de redelijkheid en billijkheid een grondnorm zijn ‘waarmee ons recht is doordrenkt’. In navolging van hen zijn wij van mening dat een vergelijkbare status niet ‘toekomt aan de voortdurende handhaving van Wennex’: B.F. Assink & L. Timmerman, ‘Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders’, *Ondernemingsrecht* 2019, afl. 16, p. 872.

100. O.a. M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017, afl. 14, p. 637; R. Abma, ‘Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder’, *WPNR* 2015, afl. 7048, p. 125; M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 67-69; H.K. Schrama, ‘Aandeelhouders en het vennootschappelijk belang’, *V&O* 2012, afl. 6, p. 101-106; S.T.E. Bakker, ‘Aandeelhouders: rekening houden met de vennootschap?’, *V&O* 2011, afl. 2, p. 39-42.

101. Het gaat daarbij volgens Koelemeijer vooral om de mate van zeggenschap en niet zozeer om het percentage van het aandelenbezit: M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 68.

102. Zie in dit verband ook Hof Amsterdam (OK) 10 februari 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:302 (*Funda*), r.o. 4.36: ‘(...) In zijn algemeenheid dient een aandeelhouder meer gewicht toe te kennen aan de eisen van redelijkheid en billijkheid *naarmate zijn invloed op de vennootschap en haar onderneming groeit en naarmate meer belangen van andere betrokkenen in het geding zijn (...)*’ (curs. LHF en ACWP).

103. M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 68-69. Dit onderscheid is in het verleden ook gemaakt door Van der Ende en Van der Krans: J. van der Ende & A. van der Krans, ‘Aandeelhouders: van “flitskapitaal” naar “geduldig kapitaal”’, *O&F* 2013, afl. 2, p. 44-46.

104. Zie hierover uitgebreid M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 68-69; J. van der Ende & A. van der Krans, ‘Aandeelhouders: van “flitskapitaal” naar “geduldig kapitaal”’, *O&F* 2013, afl. 2, p. 44-46.

105. Zie hierover uitgebreid M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 68-69.

106. M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 69.

aandeelhouders aanleiding zijn meer betrokken te willen zijn bij de gang van zaken van de vennootschap.¹⁰⁷

Gelet op al het voorgaande zouden wij voor het stemgedrag van de aandeelhouder tot de volgende norm willen komen:

‘Een aandeelhouder mag zich bij de uitoefening van zijn stemrecht richten op zijn eigen belang, vooropgesteld dat zijn stemgedrag – binnen de eisen van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW – in functie staat van het vennootschappelijk belang en daarbij – wederom binnen de eisen van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW – zorgvuldigheid wordt betracht ten aanzien van alle bij de vennootschap en – indien aanwezig – haar onderneming betrokken belangen.’

8. Conclusie

De Hoge Raad heeft in het *Wennex*-arrest geoordeeld dat aandeelhouders bij de uitoefening van hun stemrecht in beginsel hun eigen belang mogen behartigen. Het arrest is afkomstig uit 1944, een tijd waarin de contractuele leer nog de heersende leer was over het denken over de vennootschap. Op grond van deze contractuele opvatting werd de vennootschap beschouwd als een gekwalificeerde maatschap en werden de gezamenlijke aandeelhouders gezien als de hoogste (en centrale) macht binnen de vennootschap. De contractuele opvatting heeft in de loop der jaren plaatsgemaakt voor de thans heersende institutionele opvatting. Op grond van de institutionele opvatting wordt de vennootschap gezien als een verzelfstandigde deelrechtsorde, die wordt beheerst door haar eigen regels en waarbinnen een functionele scheiding van de taken en bevoegdheden van de verschillende vennootschapsorganen bestaat. Onder de institutionele opvatting staan niet de gezamenlijke aandeelhouders centraal, maar de vennootschap zelf; vandaar ook de gesignaleerde opkomst van het vennootschappelijk belang als zelfstandige grootheid en de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van het belangenpluralisme.

Het oordeel van de Hoge Raad in het *Wennex*-arrest past onzes inziens niet (langer) bij de verandering in het denken over de vennootschap en haar belangenverbreding. Wij hebben in dit kader verschillende argumenten aangedragen, die – kort gezegd – zijn gebaseerd op de gedachte dat een aandeelhouder thans toetreedt tot een instituut bestaande uit verschillende belangen waarop hij via het uitoefenen van zijn stemrecht een zekere invloed kan uitoefenen. Daarbij past naar onze mening ook wederkerigheid van de aandeelhouder ten opzichte van de vennootschap en de daarbij betrokken belangen. De hoofdregel dat het een aandeelhouder (in beginsel) vrijstaat alleen zijn eigen belang te behartigen, sluit daar onzes inziens niet (voldoende) op aan.

Gelet op deze bevindingen hebben wij betoogd dat een herbezinning op het *Wennex*-arrest wenselijk is, mits een goed alternatief voorhanden is. Wij hebben in dat kader drie opties besproken, waarbij de tweede optie ons – als alternatief – het meest juist voorkomt. De kerngedachte van deze tweede optie is dat een aandeelhouder zich steeds moet afvragen of de vennootschap bij een bepaalde wijze van stemuitoefening is gebaat en of daarmee – naar zijn verwachting – het bestendige succes van de onderneming (het meeste) wordt bevorderd. Daarbij dient de aandeelhouder altijd rekening te houden met de belangen van alle betrokkenen. In dat kader is het van belang te benadrukken dat het eigen belang van de aandeelhouder onder de tweede optie nog steeds een (belangrijke) rol speelt. Onder de tweede optie is namelijk sprake van een eigen recht van de aandeelhouder om met het stemrecht zijn belang in de vennootschap te dienen, welk stemrecht hij in beginsel naar eigen believen kan uitoefenen, maar wel ingekaderd vanuit een overkoepelende gerichtheid op dat vennootschappelijk belang. Aan de hand van deze tweede optie hebben wij uiteindelijk een norm geformuleerd voor het stemgedrag van aandeelhouders.

107.M. Koelemeijer, ‘De verantwoordelijke aandeelhouder’, *TvOB* 2015, afl. 2, p. 69.