

106. De '(major) shareholder exclusion' in de D & O-verzekering. Vallen ook voormalige aandeelhouders (altijd) daaronder?

MR. DR. W.C.T. WETERINGS, MR. R. SCHRIJVER EN PROF. DR. E. P.M. VERMEULEN

De Directors & Officers-verzekering ('D&O-verzekering') biedt een ruime dekking voor aansprakelijkheidsclaims jegens bestuurders en commissarissen van een vennootschap. Het is echter niet ongebruikelijk dat claims van aandeelhouders door middel van een zogenaamde '(major) shareholders exclusion' worden uitgesloten. In dit verband komt geregeld de vraag op of claims van voormalige aandeelhouders ook (altijd) onder deze dekkingsuitsluiting vallen. In deze bijdrage wordt naar voren gebracht dat dit niet het geval is als de claimant zijn schadeclaim niet instelt in zijn hoedanigheid van aandeelhouder en de claim ook niet is gebaseerd op een verminderde aandelenwaarde. De Directors & Officers-verzekering ('D&O-verzekering') biedt een ruime dekking voor aansprakelijkheidsclaims jegens bestuurders en commissarissen van een vennootschap. Het is echter niet ongebruikelijk dat claims van aandeelhouders door middel van een zogenaamde '(major) shareholders exclusion' worden uitgesloten. In dit verband komt geregeld de vraag op of claims van voormalige aandeelhouders ook (altijd) onder deze dekkingsuitsluiting vallen. In deze bijdrage wordt naar voren gebracht dat dit niet het geval is als de claimant zijn schadeclaim niet instelt in zijn hoedanigheid van aandeelhouder en de claim ook niet is gebaseerd op een verminderde aandelenwaarde.

1. Inleiding

Directeuren en commissarissen van ondernemingen worden steeds vaker persoonlijk aansprakelijk gesteld door derden (externe aansprakelijkheid) en/of de vennootschap (interne aansprakelijkheid). Zij lopen dan het risico van het uiteindelijk moeten betalen van een (aanzienlijke) schadevergoeding ten koste van hun privévermogen. In eerste instantie wordt de aangesproken bestuurder echter geconfronteerd met de kosten van verweer. Deze kosten lopen bij bestuurdersaansprakelijkheidsclaims al snel op, ook als de vordering niet leidt tot het moeten betalen van schadevergoeding.¹ Teneinde zich te beschermen tegen het

risico en de gevolgen van een bestuurdersaansprakelijkheidsclaim, verzoeken directeuren en commissarissen de vennootschap vaak voor hen een bestuurdersaansprakelijkheidsverzekering af te sluiten. Deze verzekering wordt vaak ook (in internationaal verband) de Directors & Officers liability-verzekering ('D&O-verzekering') genoemd.

Een D&O-verzekering geeft doorgaans een zeer ruime dekking.² Daarbij is sprake van een open verzekering; alles is gedekt, behalve wat is uitgesloten.³ In beginsel is voor

¹ A.S. Franssen van de Putte, 'Vrijwaring en verzekering', in: G. van Solingen en M. Holler (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2003-2004, Deventer: Kluwer 2004, p. 495.

² W.C.T. Weterings, 'De aansprakelijkheidsverzekering voor bestuurders en commissarissen in de (verzekerings)praktijk', *Verzekerings-Archief* 2010, p. 168.

³ Zie in dit kader B.B.A. Vroom, 'De aansprakelijkheidsverzekering voor bestuurders en commissarissen', *Onderneming & Financiering* 2001, p. 38. Zie ook J.H. Wansink, *De algemene aansprakelijkheidsverzekering*, Deventer: Kluwer 2006, p. 13 e.v. in het algemeen over de 'open' basisdekking bij aansprakelijkheidsverzekeringen.

de dekking van de eventuele persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder niet van belang wie de claimende partij is. In sommige D&O-verzekeringen is echter een 'shareholder exclusion' opgenomen. Claims afkomstig van aandeelhouders vallen dan niet onder de dekking. Daarbij is deze uitsluiting vaak beperkt tot claims van meerderheidsaandeelhouders (de 'major shareholder exclusion'). Geregeld doet zich in de D&O-praktijk de vraag voor, wat de ratio en strekking is van de '(major) shareholder exclusion'. Meer specifiek is er discussie over de vraag of onder deze uitsluiting ook (in alle gevallen) claims van *voormalige* aandeelhouders van de vennootschap moeten worden begrepen.

2. Opbouw en omvang dekking D&O-verzekering

2.1 Dekkingsrubrieken D&O-verzekering

Een D&O-polis bestaat uit meerdere dekkingsrubrieken. Bij de meeste D&O-verzekeringen is standaard sprake van zogenaamde Side A- en Side B-dekking. Side A-dekking

rechtstreeks tegen de vennootschap zelf worden ingesteld.⁷ De Side C-dekking komt voornamelijk voor bij beursgenoteerde bedrijven, zeker indien (ook) sprake is van een beursnotering in de Verenigde Staten.

Bij de Side A-dekking betreft het de bescherming van het privévermogen van de bestuurder, waar de D&O-verzekering oorspronkelijk ook voor was bedoeld. Bij de Side B- en Side C-dekking gaat het daarentegen om bescherming van het ondernemingsvermogen.

2.2 Ruime Side A-dekking

De Side A-dekking is doorgaans (zeer) ruim. Een voorbeeld van de dekking voor de persoonlijke aansprakelijkheid van een bestuurder, is de volgende – veelvoorkomende – definitie in Engelstalige D&O-polissen:

'The Insurer will pay on behalf of any Insured Person such financial loss as arises from or is a consequence of any Claim made against him or her during the Period of Insurance or the Extended Reporting Period (if applicable) by reason of a Wrongful Act, save to the extent that such Insured Person is indemnified by the Company.'

Daarbij wordt het begrip 'Insured Person' (verzekerde) meestal ruim gedefinieerd. Aanspraken tegen de huidige, voormalige én toekomstige directeurs, commissarissen en andere beleidsbepalers van de verzekeringnemer (de vennootschap) zijn gedekt. Ofschoon de term 'beleidsbepalers' al veel omvat, wordt soms daarnaast nog expliciet aangegeven dat risk managers en het hoofd juridische zaken ook als verzekerden worden gezien (als zij als een mede-beleidsbepaler hebben gehandeld). De dekking omvat in de regel niet alleen aanspraken tegen bestuurders van de moedervernootschap (verzekeringnemer), maar ook aanspraken tegen bestuurders van meerderheidsdeelnemingen.⁸

Ook het begrip 'claim' wordt vaak ruim omschreven, bijvoorbeeld:

'A written demand for compensation, monetary damages or non-monetary relief served or brought by a Third Party.'

Als gevolg daarvan vallen doorgaans niet alleen civiele claims en procedures, maar ook strafrechtelijke en administratiefrechtelijke aanspraken en procedures onder de dekking. Tevens wordt de groep van claimanten ruim gezien. Zo wordt vaak aangegeven dat claims van de vennootschap en derden zijn gedekt. 'Third Party' wordt dan gedefinieerd als:

'any person or entity other than the Company or Insured Person.'

Daarmee vallen schadeclaims van de vennootschap, een curator, een klant of een concurrent onder de dekking. Hetzelfde geldt voor een claim van een (voormalige)

Indien Nederlands recht van toepassing is, ligt het in de rede om bij de uitleg van polis(voorwaarden) waarover niet is onderhandeld, vooral betekenis toe te kennen aan objectieve factoren

omvat de dekking voor de persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder.⁴ Bij Side B-dekking (*corporate reimbursement* dekking) kan de vennootschap, als zij op grond van een afgegeven vrijwaring dient op te komen voor de verweerkosten en/of de schadevergoeding in verband met een bestuurdersaansprakelijkheidsclaim, deze kosten en schade onder de dekking van de D&O-verzekering brengen.⁵

Daarnaast bestaat de mogelijkheid om de D&O-verzekering uit te breiden met Side C-dekking (*corporate entity* dekking).⁶ Deze rubriek biedt dekking voor zogenaamde securities claims tegen de vennootschap. (Te) kort gezegd, gaat het dan om claims die door 'aandeelhouders'

4 T. Baker en S.J. Griffith, 'Predicting corporate governance risk: evidence from the directors' and officers' liability insurance market', *University of Chicago Law Review* 2007, p. 499.

5 M. de Kort-de Wolde en G. Potjewijd, 'Verzekering en vrijwaring', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 279, O.L.M. Heuts, 'De commissaris beschermt: Vrijwaring, exoneratie, verzekering en decharge als bescherming tegen aansprakelijkheid', *Onderneming & Financiering* 2005, p. 45 en A.S. Franssen van de Putte, 'Vrijwaring en verzekering', in: G. van Solinge en M. Holzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2003-2004, Deventer: Kluwer 2004, p. 495. Zie ook T. Baker en S.J. Griffith, *Ensuring Corporate Misconduct. How Liability Insurance Undermines Shareholder Litigation*, Chicago: The University of Chicago Press 2010, p. 46-47 en J.H. Mathias e.a. (red.), *Directors and officers liability: prevention, insurance and indemnification*, New York: Law Journal Press 2006, p. 6-18.

6 J.H. Mathias e.a. (red.), *Directors and officers liability: prevention, insurance and indemnification*, New York: Law Journal Press 2006, p. 6-18.

7 T. Baker en S.J. Griffith, *Ensuring Corporate Misconduct. How Liability Insurance Undermines Shareholder Litigation*, Chicago: The University of Chicago Press 2010, p. 47-48 en T. Baker en S.J. Griffith, 'Predicting corporate governance risk: evidence from the directors' and officers' liability insurance market', *University of Chicago Law Review* 2007, p. 499.

8 Zie W.C.T. Weterings, 'De aansprakelijkheidsverzekering voor bestuurders en commissarissen in de (verzekerings)praktijk', *Het Verzekerings-Archief* 2010, p. 168.

aandeelhouder. Een aandeelhouder kan niet worden gezien als een verzekerde persoon (en ook niet als de vennootschap) en moet derhalve als een derde worden beschouwd. Dat geldt ook indien die aandeelhouder tevens een oud-bestuurder is. De verweerkosten en eventuele uitkeringen in verband met de claim van een (voormalige) aandeelhouder tegen de directeuren en commissarissen van de vennootschap zijn dan ook in beginsel gedekt.

2.3 Side C-dekking

Er is geen dekking voor de vennootschap als de claim van de aandeelhouder (ook) is gericht tegen de vennootschap en er geen Side C-dekking is overeengekomen. Een claim van de aandeelhouder tegen de bestuurder is dan wel gedekt, maar een parallelle claim van de aandeelhouder tegen de vennootschap niet. Indien er wel sprake is van Side C-dekking hangt het af van de omschrijving van het begrip 'securities claim' of een aandeelhoudersclaim is gedekt. Er bestaan verschillende beschrijvingen, met uiteenlopende consequenties voor de dekking. Zeker in de Verenigde Staten, maar in toenemende mate ook in Nederland, zijn er geregeld discussies over de omvang van de Side C-dekking. Een eenvoudig voorbeeld van een Side C-dekking is de volgende clausule:

'The Insurer will pay the loss of each company arising from a securities claim.'

'Securities' worden dan vervolgens omschreven als:

'Any bond, debenture, note, share, stock or other equity or security for debt which is issued or given by the Company including any certificate of interest or participation in, receipt for, warrant or other right to subscribe to or to purchase, voting trust certificate relating to, or other interest in any of the foregoing items.'

'Securities Claim' wordt vervolgens weer gedefinieerd als:

'Securities Claim shall mean a Claim that is brought by a holder of securities of a Company: in his, her, or its capacity as a security holder of such Company, with respect to his, her, or its interest in securities issued by the company on behalf of or in the name of a Company (in the form of a shareholder derivative action or its equivalent) against an insured (...).'

Indien dergelijke definities wel in de polisvoorwaarden zijn opgenomen, maar geen Side C-dekking is overeengekomen, zijn aandeelhoudersclaims jegens de vennootschap zelf niet gedekt, maar deze definities kunnen wel mede van belang zijn voor de beoordeling of claims van aandeelhouders tegen bestuurders onder de rubriek Side A zijn gedekt en hoe een eventuele 'shareholder exclusion' in dat verband moet worden opgevat. Wij komen daar in het hiernavolgende nog op terug.

3. De 'shareholder exclusion' in geval van voormalige aandeelhouders

3.1 Restrictieve uitleg 'shareholder exclusion' bij voormalige aandeelhouders

Uit het voorgaande volgt dat de Side A-dekking ruim is

en in beginsel ook claims van aandeelhouders jegens bestuurders omvat. Er komen echter in dit verband specifieke uitsluitingen voor in de D&O-verzekeringspraktijk. Een voorbeeld van een 'shareholder exclusion' is:

'The Insurer shall not be liable under this Policy to make any payment for Financial Loss in respect of any Claim made against any Insured Person introduced by or on behalf of the physical person or entity being a shareholder of the Policyholder.'

De D&O-verzekeraar is volgens deze uitsluiting(bepaling) niet gehouden om uit te keren in geval van een claim tegen een verzekerde bestuurder ingesteld door of namens een aandeelhouder van de verzekeringnemer (= de vennootschap). Geregeld doet zich de vraag voor of een voormalige aandeelhouder kan worden aangemerkt als een 'shareholder' in de zin van deze uitsluiting. Bijvoorbeeld een aandeelhouder/bestuurder die is uitgekocht door de andere aandeelhouders/bestuurders van de vennootschap, komt er na enige tijd achter dat zijn overdragen aandelen voor aanzienlijk hogere bedragen zijn doorverkocht en stelt de bestuurder (en de vennootschap) aansprakelijk op grond van het feit dat er bij de koopovereenkomst te weinig is betaald voor de overgedragen aandelen en dat de verkoper op dat moment reeds wist dat de aandelen (veel) meer waard waren en voor een hogere waarde zouden worden doorverkocht.⁹ De verkoper meent dat er verkeerde informatie is verstrekt door de koper. De aangesproken bestuurder meldt de aanspraak onder de D&O-verzekering en verzoekt de verzekeraar de verweerkosten van een te benoemen advocaat te vergoeden. De D&O-verzekeraar doet daarop een beroep op de aandeelhoudersuitsluiting en weigert dekking (voor de verweerkosten). De bestuurder

De verweerkosten en eventuele uitkeringen in verband met de claim van een (voormalige) aandeelhouder tegen de directeuren en commissarissen van de vennootschap zijn in beginsel gedekt

betwist dit met de stelling dat hier sprake is van een claim van een voormalige aandeelhouder, hetgeen niet onder de dekkingsuitsluiting valt.

Een discussie tussen de D&O-verzekeraar en de aangesproken verzekerde bestuurder zal met name opkomen indien in de algemene verzekeringsvoorwaarden (definities) en in de bijzondere bepaling (uitsluiting) zelf geen definitie van het begrip 'shareholder' is opgenomen. Ook kan het zijn dat er wel een en ander over aandeelhouders is opgemerkt, maar niet is aangegeven of een voormalige aandeelhouder daar onder valt.

De vraag is dan ook hoe het begrip 'shareholder' en daarmee de (reikwijdte van de) clausule dient te worden uitgelegd. Indien Nederlands recht van toepassing is, ligt het in de

⁹ Vergelijk I. Youngman, *Directors' and Officers' Insurance*, Cambridge: Woodhead 1999, p. 8 en 55.

rede om bij de uitleg van polis(voorwaarden) waarover niet is onderhandeld, vooral betekenis toe te kennen aan objectieve factoren, zoals de bewoordingen waarin de bepalingen zijn gesteld, gelezen in het licht van de polisvoorwaarden als geheel en van een mogelijke toelichting.¹⁰ Daarbij is ook relevant, of de bepalingen – en dus ook de uitsluiting – door de verzekeraar dan wel door de verzekeringsmakelaar van de vennootschap zijn opgesteld. In het laatste geval komen onduidelijkheden eerder voor rekening voor de verzekerden (en andersom in het eerste geval). Het staat een verzekeraar vrij om de grenzen te bepalen waarbinnen hij dekking biedt (contractsvrijheid).¹¹ Hij heeft de vrijheid om binnen een samenhangend feitencomplex

Met betrekking tot de uitleg geldt voorts dat als een verzekeraar zich op een uitsluiting beroept, hij zal moeten stellen en bewijzen dat de uitsluiting in het concrete geval van toepassing is (bewijsrisico)

slechts aan bepaalde feiten of omstandigheden (rechts) gevolgen te verbinden en aan andere niet, of onderscheid te maken tussen gevallen die feitelijk zeer dicht bij elkaar liggen.¹² Daarbij is het wel van belang dat dit voor de verzekeringnemer/verzekerde op grond van objectieve factoren voldoende duidelijk is. Indien de D&O-verzekeraar heeft nagelaten om het begrip ‘shareholder’ te omschrijven en/of te benoemen dat onder het begrip ‘shareholder’ ook een voormalig aandeelhouder moet worden verstaan, dan brengt dit onzes inziens reeds met zich mee dat niet licht kan worden aangenomen dat ook is bedoeld om een claim van een voormalige aandeelhouder (altijd) uit te sluiten. Verder is met betrekking tot de uitleg ook het doel van de D&O-verzekering relevant.¹³ Het doel van de D&O-verzekering is bestuurders ruime dekking te bieden voor persoonlijke aansprakelijkheid. Daarbij vormt niet alleen het risico van claims van curatoren, de Belastingdienst, afnemers en andere derden, maar ook het risico van aanspraken van de vennootschap zelf en het risico van claims van aandeelhouders een belangrijke reden om een D&O-verzekering af te sluiten. De aandeelhoudersuitsluiting beoogt daarentegen aanspraken van aandeelhouders uit te sluiten. Zij houdt dan ook een substantiële beperking in van de dekking die de D&O-verzekering in beginsel biedt en grijpt fors in op de dekkingsomvang. Dit betekent naar ons idee dat de uitsluitingsbepaling zo eng mogelijk moet worden uitgelegd. Dit volgt ook uit de literatuur en rechtspraak over uitsluitingen in verzekeringsovereenkomsten.¹⁴ Met betrekking tot de uitleg geldt voorts dat als een

verzekeraar zich op een uitsluiting beroept, hij zal moeten stellen en bewijzen dat de uitsluiting in het concrete geval van toepassing is (bewijsrisico).¹⁵

Bij letterlijke lezing van een aandeelhoudersuitsluiting als de bovenstaande valt onzes inziens te bepleiten dat een voormalige aandeelhouder in beginsel niet onder de uitsluiting valt als de claimant op het moment dat de schadeclaim ontstaat geen aandeelhouder van de vennootschap meer is. Hij moet dan als een derde worden beschouwd in de zin van de polisvoorwaarden. Van belang zal echter met name zijn of de positie van de voormalige aandeelhouder anders is dan bij huidige aandeelhouders. In het voorbeeld is de claimant in het verleden wel een aandeelhouder geweest en de claim is ook gebaseerd op de waarde van de verkochte aandelen, maar dat is hier in zekere zin als een toevaligheid te beschouwen. Er is geen sprake van handelen in de hoedanigheid van aandeelhouder op het moment van de gestelde bestuurlijke fout, althans er is slechts een beperkte band.¹⁶ In feite is de claim van de voormalige aandeelhouder niet anders dan een claim van een andere derde die meent bij (de totstandkoming van) een overeenkomst benadeeld te zijn en daarvoor de bestuurders aanspreekt. Wij wijzen op bijvoorbeeld de zogenaamde Beklamelsituatie.¹⁷ Een bestuurder kan persoonlijk aansprakelijk zijn indien hij het moment dat hij namens de vennootschap een overeenkomst met een andere partij aangaat, weet of redelijkerwijs behoort te weten, dat de vennootschap gezien de financiële situatie deze verplichting niet (tijdig) zal kunnen nakomen en dat de vennootschap ook geen verhaal zal bieden voor de schade van de wederpartij als gevolg van niet-nakoming. Indien echter de positie van de voormalige aandeelhouders (meer) vergelijkbaar is met de huidige aandeelhouders (dan met derden), is er naar ons idee wel een goede kans dat een rechter, ondanks de onduidelijkheid en een beperkte uitleg van de uitsluiting, tot de conclusie komt dat de bepaling ook geldt voor voormalige aandeelhouders. Dat zou zich kunnen voordoen bij een groepsactie van huidige en voormalige aandeelhouders jegens de bestuurders op grond van het feit dat de bestuurders op een gegeven moment een onverantwoord risicovolle transactie zijn aangegaan waardoor de waarde van de aandelen zijn gekelderd. Deze aandelen zijn *daarna* door de voormalige aandeelhouders verkocht, doch op het moment van de beweerde bestuurlijke fout en het moment van het ontstaan van schade waren zij aandeelhouders en daarmee handelden zij bij de claim ook in hun hoedanigheid van aandeelhouder.

3.2 Ratio van de ‘shareholder exclusion’

10 HR 16 mei 2008, NJ 2008/4 (Chubb/Dagenstaed). Zie ook Asser/Wansink, Van Tiggele & Salomons 7-IX* 2012, nr. 361.

11 HR 9 juni 2006, NJ 2006/326 (Valschermzweeftoestel).

12 HR 16 mei 2008, NJ 2008/4 (Chubb/Dagenstaed).

13 Vergelijk Asser/Wansink, Van Tiggele & Salomons 7-IX* 2012, nr. 361 e.v.

14 Zie bijvoorbeeld Hof 's-Gravenhage 25 november 2008, ECLI:NL:GHSGR:2008:BG6250.

15 HR 22 september 2000, NJ 2000, 631. Zie in dit kader N. van Tiggele-Van der Velde, *Bewijsrechtelijke verhoudingen in het verzekeringsrecht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 283-284 en voorts M.L.H. Hendrikse en J.G.J. Rinckes, *Risicoverzaring in het verzekeringsrecht*, Deventer: Kluwer 2009, p. 38.

16 Vergelijk J.H. Mathias e.a., *Directors and Officers Liability. Prevention, Insurance and Indemnification*, New York: Law Journal Press 2006, p. 8-10 met betrekking tot de ‘Insured versus Insured’-clausule.

17 HR 6 oktober 1989, NJ 1990, 286.

D&O-verzekeraars nemen om verschillende redenen een aandeelhoudersuitsluiting op. Deze redenen bepalen mede de reikwijdte van de dekkingsuitsluiting. Allereerst is van belang om vast te stellen dat bepalingen waarin claims van aandeelhouders worden uitgesloten, zijn gericht op gevallen waarin een aandeelhouder van een (beursgenoteerde) vennootschap stelt dat als gevolg van verwijtbaar handelen van een bestuurder de koers/waarde van de aandelen is gedaald en hij daardoor schade heeft geleden. De vergelijking met de redenen voor een Side C-dekking bij een beursgenoteerde vennootschap (of het juist afhouden daarvan door de D&O-verzekeraar) dient zich aan. Deze situatie doet zich in het hiervoor genoemde eerste voorbeeld niet voor. Daar verwijt de claimant de bestuurder immers dat er willens en wetens een te lage koopprijs is betaald voor de overgedragen aandelen. In het tweede voorbeeld (groepsactie) is wel sprake van schade in de zin van een lagere aandeelhouderswaarde ten gevolge van gesteld ernstig verwijtbaar handelen van de bestuurders.

Voorts zet een D&O-verzekeraar een 'shareholder exclusion' binnen dit kader (aandeelhouder vordert van bestuurder schade wegens minder waard worden van aandelen) vooral in wanneer er slechts enkele (groot) aandeelhouders zijn (die mogelijk tevens bestuurder zijn). Vandaar dat in veel D&O-verzekeringen de uitsluiting wordt verkleind en er expliciet sprake is van een 'major shareholder exclusion'. De gedachte achter de uitsluiting is dan dat claims van aandeelhouders in zo'n situatie vaak eerder het gevolg zijn van persoonlijke conflicten tussen de aandeelhouders en het management dan het gevolg van foutief bestuurlijk handelen met betrekking tot belangrijke ondernemingsbeslissingen. Om deze redenen is een uitsluiting van claims van aandeelhouders ook wel terug te zien bij familiebedrijven, teneinde (onder meer) te voorkomen dat familieconflicten binnen het bedrijf onder de polis worden uitgevochten.¹⁸ Daar komt bij dat grootaandeelhouders vaak grote invloed binnen een bedrijf hebben en mogelijk ook op de bestuurders. De verzekeraar wil dan voorkomen dat de aandeelhouder een claim instelt waar hij mogelijk juist veel invloed heeft gehad op de besluitvorming door de bestuurders, of zelfs direct betrokken is geweest (bijvoorbeeld bij twee directeuren-grootaandeelhouders) bij de besluitvorming die ten grondslag ligt aan de claim jegens de bestuurders.

Bij internationale D&O-verzekeringen hebben de meeste aandeelhoudersuitsluitingen de vorm van de 'major shareholder exclusion'. Er wordt vaak aangegeven dat 'slechts' claims zijn uitgesloten van partijen die op het moment van het (vermeende) schadeveroorzakend handelen van de bestuurder meer dan een specifiek percentage van de stemrechten hadden (gewoonlijk 10%, 15% of 20%).¹⁹ Ook in Nederlandse D&O-polissen zijn

dergelijke uitsluitingen terug te zien:

'Voorts zijn van deze verzekering uitgesloten aanspraken ingesteld door (in) directe aandeelhouders en/of certificaathouders van verzekeringnemer met een belang van meer dan 20%.'

Soms wordt voor toepasselijkheid van de uitsluiting daarnaast ook nog als vereiste gesteld dat de meerderheidsaandeelhouder op het moment van de schade vertegenwoordiging in het bestuur had ('dual trigger' uitsluiting). Dat benadrukt nog meer wat de 'major shareholder' clausule *niet* zou moeten uitsluiten, namelijk claims van aandeelhouders die niet in het bestuur zitten en/of ook anderszins geen invloed op het bestuur hebben. Claims van (huidige) minderheidsaandeelhouders zijn dus wel gedekt en in het laatste geval ook nog claims van meerderheidsaandeelhouders die niet tevens bestuurder waren. Dit wijst eveneens op een ruime verzekeringsdekking en vormt een aanwijzing dat voormalige aandeelhouders niet al te snel onder de uitsluiting vallen.

In Nederlandstalige D&O-polissen ziet men ook wel dat niet de vereiste van 'het zijn' van een meerderheidsaandeelhouder is opgenomen, maar wel dat voor toepasselijkheid van de uitsluiting is vereist dat de claimant invloed heeft (gehad) op beslissingen van het bestuur. Een voorbeeld is:

'Niet verzekerd zijn aanspraken ingesteld door verzekerden in de hoedanigheid van aandeelhouder en/of certificaathouder van de rechtspersoon.'

Aangezien bestuurders de verzekerden onder een D&O-polis zijn, zijn bij deze uitsluiting van dekking claims van aandeelhouders die tevens bestuurder zijn uitgezonderd.

Bij voormalige aandeelhouders met een andere positie dan een huidige (groot)aandeelhouder speelt de hiervoor genoemde achtergrond – invloed op de besluitvorming van het bestuur die tot de gestelde schade heeft geleid – niet en is er dus minder snel reden om de uitsluiting toe te passen. Dat geldt zeker als de voormalige aandeelhouder zijn claim

Bij internationale D&O-verzekeringen hebben de meeste aandeelhoudersuitsluitingen de vorm van de 'major shareholder exclusion'

niet baseert op een lagere aandelenkoers ten gevolge van handelen van de bestuurder. In het eerste voorbeeld was de voormalige aandeelhouder juist de contractuele wederpartij bij (de onderhandelingen over) de uitkoopovereenkomst en kon hij derhalve als aandeelhouder geen invloed uitoefenen op de besluitvorming door en het handelen van de bestuurders. Ook ziet de claim niet toe op het kelderen van de aandelenkoers. Bij het tweede voorbeeld (groepsactie voormalige en huidige aandeelhouders) kán er wel sprake zijn geweest van invloed op de door de bestuurder genomen beslissing. Een voormalige aandeelhouder zal dan

18 K.A. Fleischhaker, *The Savvy Business Person's Guide to Property & Casualty Insurance*, Bloomington: AuthorHouse 2008, p. 470 en M. O'Leary, *Directors & Officers Liability Insurance Deskbook*, Chicago: ABA 2007, p. 151.

19 B.J. Reiter, *Directors' duties in Canada*, Toronto: CCH 2006, p. 550 en M. O'Leary, *Directors & Officers Liability Insurance Deskbook*, Chicago: ABA

2007, p. 151.

een aandeelhouder moeten zijn geweest op het moment van de feiten en omstandigheden die aanleiding tot de claim geven. Echter, ook dan zal er vaak geen (grote) invloed zijn geweest op de besluitvorming door het bestuur (die tot de claim heeft geleid).

3.3 'Insured versus Insured'-clausule

De vergelijking met (de uitleg van) de 'Insured versus Insured'-clausule dient zich aan. Deze standaarduitsluiting beoogt claims van de ene verzekerde tegen de andere verzekerde uit te sluiten.²⁰ Claims van bestuurders (of de vennootschap) tegen andere bestuurders zijn dan niet gedekt. De gedachte van D&O-verzekeraars is dat zij de directeuren en commissarissen beschermen tegen bedreigingen van buitenaf. Teneinde dit te benadrukken, wordt de 'Insured versus Insured' uitsluiting opgenomen. Het doel is te voorkomen dat bestuurders en commissarissen elkaar aanspreken en met de verzekeringsdekking vermogen voor de vennootschap creëren.²¹ Zonder deze uitsluiting zouden onderlinge afspraken kunnen worden gemaakt. Een vennootschap, althans haar bestuur, zou bijvoorbeeld een risicovolle ondernemingsstrategie kunnen volgen en als het fout gaat de verliezen onder de verzekeringsdekking kunnen brengen door (een deel van) de bestuurders aansprakelijk te stellen.²² Dat kan zich in theorie zeker voordoen bij (groot)aandeelhouders-bestuurders die zichzelf direct dan wel indirect aansprakelijk stellen. Een voorkomende uitsluiting is:

'The insurer shall not be liable to make any payment for loss which is based upon, or attributable to, any claim made against any director or officer by any director or officer or by the insured institution as defined in the policy, except for a shareholder derivative action brought by a shareholder of the insured institution which is instigated and continued totally independent of, and totally without the solicitation, assistance, active participation, or intervention of, any director or officer or the insured institution.'

Met de laatste zinsnede wordt aangeduid dat de D&O-verzekeraar 'vriendschappelijke' schadeclaims wil voorkomen. Ook bij deze uitsluiting speelt wel (en vaker) de discussie of *voormalige* verzekerden onder de uitsluiting vallen. Ook

dan komt bij de beoordeling vaak de vraag op, of het gaat om een probleem dat de claimant mede heeft gecreëerd dan wel waar hij invloed op heeft gehad. Als dat niet het geval is en hij uitsluitend in zijn hoedanigheid van aandeelhouder de claim heeft ingesteld, wordt in de Amerikaanse rechtspraak de uitsluiting niet van toepassing geacht. Daarbij wordt wel overwogen dat moet worden gekeken naar de aard van de onderliggende claim en de ratio van de uitsluiting.²³ In de zaak Conklin v. National Union Fire Insurance Company heeft de rechtbank bijvoorbeeld beslist dat een claim van een voormalige bestuurder die was gebaseerd op een verkeerde beëindiging van de arbeidsovereenkomst (onterecht ontslag) niet valt onder de reikwijdte van de uitsluiting, omdat deze claim vergelijkbaar was met een claim van een derde partij.²⁴

4. Conclusie

Claims van voormalige aandeelhouders jegens bestuurders zullen niet altijd onder een 'shareholder exclusion' in een D&O-verzekering vallen. Een verzekeraar heeft contractsvrijheid en het staat hem vrij om expliciet vast te (laten) leggen dat claims van ook voormalige aandeelhouders, met welke achtergrond dan ook, buiten de dekking vallen. Als de polisbepaling echter onzekerheid laat zien en daardoor ambigu is, valt er veel voor te zeggen – zeker als de bepaling door de D&O-verzekeraar zelf is opgesteld – dat de aandeelhoudersuitsluiting niet geldt voor gevallen waarin de claimant zijn schadeclaim niet instelt in zijn hoedanigheid van aandeelhouder en waarbij de claim ook niet is gebaseerd op een verminderde aandeelhouderswaarde. Alsdan zal de claimant ook geen invloed hebben gehad op het gewraakte bestuurshandelen, hetgeen vaak de reden is voor D&O-verzekeraars om een '(major) shareholder clause' op te nemen.

Over de auteurs

Mr. dr. Wim C.T. Weterings is advocaat bij Dirkwager Advocaten & Notarissen, sectie Aansprakelijkheid, Schade en Verzekeringen, Universitair Docent aan Tilburg University, vakgroep Business Law. Mr. Robin Schrijver is als advocaat werkzaam bij Dirkwager Advocaten & Notarissen N.V., sectie Aansprakelijkheid, Schade & Verzekering. Prof. dr. Erik P.M. Vermeulen is Professor Business en Financial Law aan Tilburg University.

20 D.E. Bordon, *Directors & Officers Liability Insurance Deskbook*, Chicago: ABA 1998, p. 127 e.v.

21 B.R. Ostrager en T.R. Newman, *Handbook on Insurance Coverage Disputes*, Wolters Kluwer 2013, p. 1589 en J.H. Mathias e.a., *Directors and Officers Liability. Prevention, Insurance and Indemnification*, New York: Law Journal Press 2006, § 8.02. Zie ook R.A. Robertson, *Fund Governance. Legal Duties of Investment Directors*, New York: ALM 2006, p. 5-58 en J.H. Mathias e.a., *Insurance Coverage Disputes*, New York: ALM 2006, p. 11-32.18.

22 J.N. Eisenberg, *Litigating Securities Class Actions*, Danvers: Matthew Bender 2010, § 6.05.

23 J.R. McFadden, *Annual Review of Developments in Business and Corporate Litigation 2007, Volume 1, Directors' and Officers' Liability Insurance*, Chicago: ABA 2007, p. 616.

24 Conklin v. National Union Fire Insurance Company, Civ. No. 4-86-860, 1987 WL 108957 (D. Minn. Jan. 28 1987).