

RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware

Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag

Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware

Judicial review of director conduct

Under Dutch and Delaware corporation law

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de rector magnificus

Prof.dr. S.W.J. Lamberts

en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden
op donderdag 6 september 2007 om 13:30 uur

door

Bastiaan Frans-Jozef Assink

geboren te Groningen



Promotiecommissie

Promotor: Prof.mr. L. Timmerman

Overige leden: Prof.mr. M.J. Kroeze
Prof.mr. H. Beckman
Prof.mr. M.L. Lennarts
Prof.mr. M.W. den Boogert
Prof.mr. H.M. Vletter-van Dort

Voor Ilse en Karel

“Lofredenen te schrijven is zeer gemakkelijk, somtijds zeer aangenaam: maar het is niet nuttig; gebreken aan te wijzen, het goede te prijzen en tevens aan te toonen waarom het goed is, daarentegen, is minder gemakkelijk, maar meer nuttig.”¹

1 Iets over het ontwerp van het Wetboek van Strafrecht, in: *Weekblad van het Regt* d.d. 2 december 1839, nr. 58, 1. Dit doet denken aan het Japanse begrip ‘*kaizen*’, door de Japanse autofabrikant Toyota als leidraad genomen voor haar beleid, dat zoiets betekent als een continu streven naar verbetering en innovatie.

Inhoudsopgave

Lijst van frequent gebruikte afkortingen	XV
---	----

Ten geleide	1
--------------------	---

HET EERSTE LUIK

Hoofdstuk I

Beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht

1. Inleiding	7
2. Bestuurlijke beleidsvrijheid <i>versus</i> bestuurlijke verantwoording	8
3. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag	14
3.a. Het ongrijpbare element van ondernemen	14
3.b. <i>Know how</i> a-symmetrie en economische scheiding der machten	17
3.c. De <i>hindsight bias</i>	19
3.d. Het gevaar van risicomijdend bestuurlijk gedrag	27
3.e. De relatief autonome positie van het bestuur binnen vennootschap en onderneming	31
3.f. Alternatieve disciplineringsmechanismen	41
4. Kanttekeningen bij het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing	43
4.a. ‘Marginale’ toetsing <i>versus</i> ‘volledige’ toetsing	44
4.b. Inhoud en strekking van ‘marginale’ toetsing	45
4.c. De redelijkheidstoets	53
4.d. Rationaliteit en redelijkheid	61
4.e. De redelijkheidstoets en de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag	63
4.f. Recente rechtspraak van de Hoge Raad	69

INHOUDSOPGAVE

HET TWEEDE LUIK

Hoofdstuk II

Achtergrondbeschouwingen bij het vennootschapsrecht van Delaware – Een terreinverkenning

5.	Inleiding	75
6.	Het algemene bestuursmodel in Delaware in vogelvlucht	76
7.	Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland en Delaware	78
7.a.	Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland	78
7.b.	Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Delaware	80
7.c.	Het gevolg van insolventie van de vennootschap	83
7.d.	De beschermingscontext	93
7.e.	De positie van de controlerende aandeelhouder	94
8.	De bestuurlijke fiduciaire plichten in Delaware	100
9.	Het mechanisme van de afgeleide actie in Delaware	111
9.a.	Directe actie en afgeleide actie	111
9.b.	Het theoretische uitgangspunt: beroep op het bestuur	117
9.c.	De praktijk: doorgaans geen beroep op het bestuur	120
9.d.	Consequenties van beroep op het bestuur	123
9.e.	Geen recht op <i>discovery</i> in de context van de afgeleide actie	125
9.f.	<i>Demand excused</i> vanwege <i>futility</i>	129
9.g.	<i>Demand wrongfully refused</i>	139
9.h.	De <i>special litigation committee</i> in de afgeleide actie	140

Hoofdstuk III

De bestuurlijke *fiduciary duties* in Delaware

10.	Inleiding	149
11.	De <i>duty of loyalty</i>	149
11.a.	<i>(Dis)interestedness</i>	157
11.b.	<i>(In)dependence</i>	165
11.c.	Vaststelling van <i>interestedness</i> en/of <i>dependence</i>	171
12.	De <i>duty of care</i>	175
12.a.	Toezicht op de gang van zaken binnen vennootschap en onderneming	176
12.b.	De voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging	186
13.	De <i>duty of good faith</i> en <i>Section 102(b)(7) DGCL</i>	195
13.a.	Het vereiste van subjectieve <i>bona fides</i>	197
13.b.	<i>Duty of loyalty/duty of good faith</i> en <i>Section 102(b)(7) DGCL</i>	204
14.	De <i>duty of disclosure</i>	216

Hoofdstuk IV

Het leerstuk van de *business judgment rule* in Delaware

15. Inleiding	225
16. De centrale positie van de <i>business judgment rule</i>	226
17. De <i>business judgment rule</i> en de ‘marginale’ redelijkheidstoets: een principieel onderscheid	233
17.a. De <i>business judgment rule</i>	233
17.b. De ‘marginale’ redelijkheidstoets	243
18. De <i>business judgment rule</i> , de <i>entire fairness test</i> en de <i>enhanced scrutiny test</i>	246
18.a. De verhouding tussen de <i>business judgment rule</i> en de <i>entire fairness test</i>	246
18.b. De <i>enhanced scrutiny test</i>	256
19. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de <i>business judgment rule</i>	264
19.a. Toetsing aan de <i>duty of loyalty</i>	264
19.b. Toetsing aan de <i>duty of care</i>	271
19.c. Toetsing aan de <i>duty of good faith</i>	288
19.d. Het effect van aandeelhoudersgoedkeuring	314
20. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de <i>entire fairness test</i>	328
21. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de <i>enhanced scrutiny test</i>	342
22. De plussen en minnen van de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek	365
22.a. Een kanttekening bij het onderscheid tussen de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm	368
22.b. Een kanttekening bij de <i>duty of loyalty</i> component van de <i>business judgment rule</i>	371
22.c. Een kanttekening bij de verbondenheid van de <i>business judgment rule</i> met de <i>entire fairness test</i>	375
22.d. Een kanttekening bij de verbondenheid van de <i>enhanced scrutiny test</i> met de <i>business judgment rule</i> en de <i>entire fairness test</i>	381

HET DERDE LUIK

Hoofdstuk V

De – verhouding tussen de – enquêterechtelijke kernbegrippen ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’

23. Inleiding	387
24. De achterliggende gedachte van het enquêterecht	388
24.a. De doeleinden van een enquête	389
24.b. Het toerekeningsmechanisme van het enquêterecht	393

INHOUDSOPGAVE

24.c. Ondermaats bestuurlijk gedrag en schuld binnen het enquêterecht	395
25. Drie normatieve kernbegrippen	397
26. Het begrip ‘wanbeleid’	404
26.a. Wetsgeschiedenis	404
26.b. Aanscherping in de rechtspraak	408
26.c. Frequent voorkomende verschijningsvormen van ‘wanbeleid’	413
27. ‘Wanbeleid’ en de sacrale formule ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’	419
27.a. De verhouding tussen ‘wanbeleid’ en ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’	419
27.b. ‘Strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en het vennootschappelijk beleid	424
27.c. De ‘evolutie’ van de ‘elementaire beginselen’ formule	429
28. De formule van de ‘elementaire beginselen’: een lege analytische huls?	439
28.a. Het mechanisme van de ‘elementaire beginselen’ formule	439
28.b. Geen analytische maar vooral een concluderende functie	444
29. Het begrip ‘onjuist beleid’	455
29.a. Wetsgeschiedenis	455
29.b. Rechtspraak van de Hoge Raad	456
29.c. Rechtspraak van de Ondernemingskamer	460
(a) Rechtspraak tot 2000	460
(b) Rechtspraak vanaf 2000	466
30. Het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’	473
30.a. Rechtspraak van de Hoge Raad	473
30.b. Rechtspraak van de Ondernemingskamer	478
(a) Rechtspraak tot 2000	478
(b) Rechtspraak vanaf 2000	487
31. De opmaat naar de hoofdstukken 6-7	499
31.a. Nuancering van het materiële enquête-instrumentarium	499
31.b. Ontwikkelingen in de literatuur	501

HET VIERDE LUIK

Hoofdstuk VI

Nuancering van het materiële enquête-instrumentarium

32. Inleiding	507
33. Inleiding bij de nuancering van het materiële enquête-instrumentarium	508
34. Stap 1: de twee pijlers van verantwoord bestuur: de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht	509
35. Stap 2: de primaire voor het bestuur geldende gedragsnormen	514
35.a. Algemene omlijning van de bestuurlijke taakopdracht	516
35.b. Specifiek bij het verstrekken van informatie en het verkrijgen van goedkeuring/instemming/advies	520
35.c. Specifiek bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen	525

36. Stap 3: de verhouding tussen schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’	526
37. Stap 4: de verhouding tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’	532
38. Stap 5: de Nederlandse <i>business judgment rule</i> in het enquêterecht	540
38.a. Mogelijke divergentie van de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in de context van zakelijke beleidsafwegingen	541
38.b. <i>Prima facie</i> loyaal en neutraal bestuur en de rationaliteitstoets: algemeen kader	543
38.c. De inhoud van de zakelijke beleidsafweging	548
38.d. De voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging	553
38.e. Niet-neutraal bestuur en de billijkheidstoets/redelijkheidstoets	557
38.f. Mogelijke correctie op de billijkheidstoets/redelijkheidstoets: neutraliserende goedkeuring	568
38.g. De werkmethode geschematiseerd	573
39. Stap 6: Het primaat van de redelijkheidstoets in een beperkt aantal gevallen	580
39.a. Bij het treffen door het bestuur van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname	580
39.b. Bij achterstelling door het bestuur van één of meer deelbelangen	586
39.c. Bij ongelijke behandeling door het bestuur van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders	588
39.d. Bij schending door het bestuur van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen	588
39.e. Afronding	589

Hoofdstuk VII

De werkmethode toegepast binnen het enquêterecht en ingepast in de systematiek van art. 2:9 BW

40. Inleiding	591
41. De werkmethode toegepast binnen het enquêterecht	591
41.a. Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen)	592
41.b. Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding)	597
41.c. Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding)	597
41.d. Ok. 7 maart 1996 (Verto)	599
41.e. Ok. 21 januari 2002 (HBG)	603
41.f. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus)	606
42. De werkmethode ingepast in de systematiek van art. 2:9 BW	607
42.a. Artikel 2:9 BW-rechtspraak van de Hoge Raad	607
42.b. De werkmethode ingepast	615
42.c. Verdeling van de stel- en bewijsplicht	626
42.d. Slotakkoord: de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW	628

INHOUDSOPGAVE

Ten uitgeleide	635
Samenvatting	645
Summary	667
Lijst van aangehaalde wetsgeschiedenis en literatuur	673
Rechtspraakregister	689
Trefwoordenregister	717
Dankwoord	721
Curriculum vitae	723

Lijst van frequent gebruikte afkortingen

1 st Cir.	United States Court of Appeal for the First Circuit
2 nd Cir.	United States Court of Appeal for the Second Circuit
3 rd Cir.	United States Court of Appeal for the Third Circuit
4 th Cir.	United States Court of Appeal for the Fourth Circuit
6 th Cir.	United States Court of Appeal for the Sixth Circuit
7 th Cir.	United States Court of Appeal for the Seventh Circuit
9 th Cir.	United States Court of Appeal for the Ninth Circuit
11 th Cir.	United States Court of Appeal for the Eleventh Circuit
A.	Atlantic Reporter
A.2d	Atlantic Reporter (Second Series)
A-G	Advocaat-Generaal
AC	Appeal Cases
ACLCL	Australian Company Law Cases
ACLRL	Australian Company Law Reports
AktG	Aktiengesetz
ArA	Arbeidsrechtelijke Annotaties
Ark.	Supreme Court of Arkansas
ARO	Actuele Rechtspraak Ondernemingspraktijk
art.	artikel
BCC	British Company Law Cases
BCLC	Butterworths Company Law Cases
BGH	Bundesgesetzhof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BR	Bankruptcy Reporter
BW	Burgerlijk Wetboek
C.A. No.	Civil Action Number
Cal.	Supreme Court of California
Cal.App.3d	California Appellate Reports (Third Series)
Cal. App. Ct.	Appellate Court of California
Cal.Rptr.2d	California Reporter (Second Series)
Ch.	Chancery Division
Ch.D.	Chancery Division
CLR	Company Law Reports
Conn.	Supreme Court of Connecticut

FREQUENT GEBRUIKTE AFKORTINGEN

D. D.C.	District of Washington D.C.
D. Del.	District of Delaware
D. Mass.	District of Massachusetts
D. Nev.	District of Nevada
D. N.J.	District of New Jersey
De NV	Maandblad De Naamloze Vennootschap
Del.	Supreme Court of Delaware
Del. Ch.	Court of Chancery of Delaware
DGCL	Delaware General Corporation Law
diss.	dissertatie
E.D. Mich.	United States District Court for the Eastern District of Michigan
e.v.	en verder
F.2d	Federal Reporter (Second Series)
F.3d	Federal Reporter (Third Series)
F.R.D.	Federal Rules Decisions
F.Supp.	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement (Second Series)
Gh.	Gerechtshof
GHJ	Gemeenschappelijk Hof van Justitie van de Nederlandse Antillen en Aruba
HR	Hoge Raad der Nederlanden
Ill. App. Ct.	Appellate Court of Illinois
Ind. App. Ct.	Appellate Court of Indiana
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming en Recht
Kan.	Supreme Court of Kansas
LJN	Rechtspraak gepubliceerd op www.rechtspraak.nl
m. nt.	met noot
Mass.	Supreme Court of Massachusetts
Me.	Supreme Court of Maine
Mich.	Supreme Court of Michigan
Minn. App. Ct.	Appellate Court of Minnesota
N.D. Cal.	United States District Court for the Northern District of California

FREQUENT GEBRUIKTE AFKORTINGEN

N.D. Ill.	United States District Court for the Northern District of Illinois
N.D. Ohio	United States District Court for the Northern District of Ohio
N.D. Tex.	United States District Court for the Northern District of Texas
N.E.2d	North Eastern Reporter (Second Series)
N.J.	Supreme Court of New Jersey
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
N.W.	North Western Reporter
N.W.2d	North Western Reporter (Second Series)
N.Y.	Supreme Court of New York County
N.Y.	New York Reports
N.Y.2d	New York Reports (Second Series)
N.Y.S.	New York Reports (Supplement)
N.Y.S.2d	New York Reports (Supplement Second Series)
o.a.	onder andere(n)
O&F	Onderneming en Financiering
Ohio App. Ct.	Appellate Court of Ohio
Ok.	Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam
P.2d	Pacific Reporter (Second Series)
P-G	Procureur-Generaal
Pa.	Supreme Court of Pennsylvania
plv.	plaatsvervangend
q.q.	qualitate qua
Rb.	Rechtbank
rn.	rekestnummer
ro.	rechtsoverweging
RO	Wet op de Rechterlijke Organisatie
Rv.	Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering
S.D. Ga.	United States District Court for the Southern District of Georgia
S.D. N.Y.	United States District Court for the Southern District of New York
S.D. Tex.	United States District Court for the Southern District of Texas
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SMA	Sociaal Maandblad Arbeid
TvI	Tijdschrift voor Insolventierecht
TvO	Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur
TVVS	TVVS, Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen

FREQUENT GEBRUIKTE AFKORTINGEN

U.S.	Supreme Court of the United States
U.S.	United States Reports
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
v.	versus
Va.	Supreme Court of Virginia
Vgl.	Vergelijk
W.D. Pa.	United States District Court for the Western District of Pennsylvania
WL	Westlaw Citations
WOR	Wet op de Ondernemingsraden
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
WvK	Wetboek van Koophandel

Ten geleide

De rechter begeeft zich al snel op glad ijs bij beantwoording van de vraag of het bestuur op toereikende wijze invulling heeft gegeven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap, met name in de context van het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid.¹ Hier zitten diverse haken en ogen aan. Dit geldt vooral wanneer het gaat om incidenteel bestuurlijk gedrag – waaronder ik gemakshalve ook beleids- en belangenafwegingen versta², en het niet een bestendige – hoogst – bedenkelijke bestuurlijke gedragslijn betreft. In deze studie zie ik, geïnspireerd door met name het vennootschapsrecht van Delaware³, of het voor de rechter mogelijk is toetsing van dergelijk bestuurlijk gedrag op een systematische(r) wijze te benaderen en daarmee het risico op een uitglijder te verkleinen.

Deze studie heeft tot doel het verkrijgen van meer grip op rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag door het ontwikkelen van een werkmethode. Het onderzoek beoogt kort gezegd om bestaande inzichten in en gedachten over rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag een stap verder te brengen en van impulsen te voorzien, door gezichtspunten in kaart te brengen die het mogelijk maken op een genuanceerde en gestructureerde wijze invulling te geven aan rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid.

Omwille van de overzichtelijkheid breng ik een duidelijke afbakening aan in het onderzoeksveld binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Ik beperk mij

-
- 1 Omdat ik in deze studie de nadruk leg op het gedrag van het bestuur van naamloze en besloten vennootschappen gebruik ik het begrip ‘vennootschap’, niet het bredere begrip ‘rechtspersoon’.
 - 2 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.5-3.6. In de rechtspraak wordt wel een onderscheid gemaakt in bijvoorbeeld gedragingen en beslissingen. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.1.
 - 3 Hét Amerikaanse vennootschapsrecht bestaat niet, nu – onder meer – het vennootschapsrecht in hoofdzaak niet op federaal niveau maar op deelstatelijk niveau vorm en inhoud krijgt. Hier geldt de zogeheten *internal affairs* doctrine. Vgl. in Delaware o.a. *VantagePoint Venture Partners 1996 v. Examen, Inc.* (Del. 2005): “It is now well-established that only the law of the state of incorporation governs and determines issues relating to a corporation’s internal affairs.” Het vennootschapsrecht van Delaware neemt zonder twijfel een leidende positie in binnen het Amerikaanse vennootschapsrecht. Ik heb gekozen voor het vennootschapsrecht van Delaware, omdat daarin de gedachten over het aanbrengen van structuur in de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag vrij ver zijn ontwikkeld. Deze gedachten vormen een inspirerende bron van vergelijking.

TEN GELEIDE

tot het enquêterecht, als geregeld in Titel 8 afdeling 2 van Boek 2 BW, en de context van bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.⁴ De opzet van de studie bestaat uit vier luiken.

Het eerste luik

- Ik vang aan in hoofdstuk 1 met de frictie die bestaat tussen bestuurlijke beleidsvrijheid en bestuurlijke verantwoording, de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag en het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing als gehanteerd binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Daarbij verwijst ik ter illustratie onder meer naar vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Nederland en Delaware.⁵

Het tweede luik

- Dat het vennootschapsrecht van Delaware, meer dan het Nederlandse vennootschapsrecht, een gestructureerde benadering van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag kent zet ik uiteen in de hoofdstukken 2-4. Daarbij speelt de rechtsfiguur *business judgment rule* een centrale rol.⁶

Het derde luik

- Vervolgens komt het Nederlandse vennootschapsrecht weer in beeld, meer in het bijzonder het enquêterecht. De inhoud van en verhouding tussen de enquêterechtelijke kernbegrippen ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ontleed ik – als opmaat naar hoofdstuk 6 – in hoofdstuk 5. Daarbij komt, naast de wet, de wetsgeschiedenis en de literatuur, vooral de rechtspraak aan bod.⁷

Het vierde luik

- Daarna bepleit ik in hoofdstuk 6, geïnspireerd door mijn bevindingen in de hoofdstukken 1-5, in zes (denk)stappen een nuancering van het materiële enquête-instrumentarium. Daarbij formuleer ik onder meer een werkmethode voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met gemaakte zakelijke beleidsafwegingen binnen het enquêterecht. Daarvan

4 Wellicht vul ik hiermee – goeddeels – de door Geerts (2004), 17 gesignaleerde lacune.

5 Nummers 1-4.

6 Nummers 5-22.

7 Nummers 23-31.

maakt deel uit de Nederlandse variant van de *business judgment rule* als door mij bepleit. In hoofdstuk 7 pas ik deze werkmethode vervolgens toe op een zestal enquêtebeschikkingen van de Ondernemingskamer. Ten slotte waaier ik uit naar de systematiek van art. 2:9 BW, pas ik de werkmethode – inclusief de Nederlandse variant van de *business judgment rule* – daarin in en rond ik af met een beschouwing over de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.⁸

Ik probeer de analyse telkens zoveel mogelijk in te bedden in jurisprudentie.⁹ Over het enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid wordt veel geschreven. Ik heb dit bestudeerd maar ervoor gekozen mijn eigen analyse te maken en waar relevant kort te verwijzen naar literatuur.

Getracht wordt zoveel mogelijk de essentie van de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware bloot te leggen.¹⁰ Ik doe dat om verscheidene redenen. Niet alleen verschaffen de relevante kernoverwegingen van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware het beste inzicht in het vennootschapsrecht van Delaware dat ziet op rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, deze kernoverwegingen illustreren ook de zelfstandige en rechtsvormende positie die binnen het vennootschapsrecht van Delaware toekomt aan de uitspraken van deze rechterlijke instanties, welke ik – hoewel zeker niet zaligmakend – mede ten grondslag leg aan de door mij bepleite systematiek.¹¹ De *corporate equity case law* van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware vormt de primaire bron van waaruit de rechtsontwikkeling van bijvoorbeeld de *business judgment rule* kan worden verkend. Als praktisch voordeel heeft bovendien te gelden

8 Nummers 32-42.

9 In de opgenomen citaten zijn de oorspronkelijke nummering in rechtsoverwegingen en de verwijzingen naar voetnoten niet weergegeven. Met rechtspraak van buiten Delaware doel ik op buitenlandse jurisprudentie die niet van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware afkomstig is. In de hoofdstukken 1-4 wordt, uit praktische overwegingen, per hoofdparagraafnummer alleen de eerste keer een voetnoot geplaatst bij een uitspraak van binnen of buiten Delaware die in de hoofdtekst wordt aangehaald.

10 Graag zou ik ook het vennootschapsrecht van Duitsland en Australië hebben vergeleken, omdat daarin vrij recent bij wet een variant van de *business judgment rule* is ingevoerd. Ik heb hiervan om twee redenen afgezien. Ten eerste omdat deze varianten in wezen zijn gebaseerd op de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde *business judgment rule* die ik uitvoerig behandel. Ten tweede omdat deze studie anders niet op korte termijn zou zijn afgerond. Deze aanvullende aspecten bewaar ik voor een nadere gelegenheid tot studie.

11 Zie o.a. Veasey (2005), 1401 over “the world’s most respected business trial court” onder verwijzing naar de *Court of Chancery* van Delaware. Veasey was van 1992 tot 2004 *Chief Justice* in de *Supreme Court* van Delaware. Ik wijs in dit verband ook op Jacobs (2007), 80-85 en Steele (2007), 6-7. Jacobs was *Vice Chancellor* in de *Court of Chancery* van Delaware en heeft inmiddels als *Justice* zitting in de *Supreme Court* van Delaware. Steele was zowel *Vice Chancellor* in de *Court of Chancery* van Delaware als *Justice* in de *Supreme Court* van Delaware en heeft inmiddels als *Chief Justice* zitting in de *Supreme Court* van Delaware (als opvolger van Veasey).

TEN GELEIDE

dat de lezer op deze wijze – in ieder geval in enige mate – direct toegang heeft tot de essentie van de door mij aangehaalde rechtspraak.¹²

Bij bestudering van vennootschapsrechtelijke jurisprudentie van de *Court of Chancery* van Delaware vallen overigens de stijlverschillen op met de Nederlandse vennootschapsrechtelijke jurisprudentie, die vaak wat soberder en formeler van opzet lijkt. Een lezenswaardig voorbeeld uit de opinie van – niet verrassend – *Vice Chancellor Strine* betreffende *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation*¹³ wil ik de lezer niet onthouden: “The defendants other than ML/EQ have the bewilderingly similar and unpronounceable names characteristic of limited partnerships. Defendant EREIM Managers Corp. is the managing general partner of ML/EQ (...) and the managing venturer of the Joint Venture. As one would also fear, EREIM Managers is a wholly-owned subsidiary of defendant Equitable Real Estate Investment Management, Inc. (...), which in turn is a wholly-owned, indirect subsidiary of defendant Equitable Life Assurance Society of the United States. Helpfully to clear thinking, Equitable also owns defendant EREIM LP Corp., which happens to be the co-General Partner, along with Equitable itself, of defendant EREIM LP Associates. Before the reader gets too much insight into what it must feel like to be ex-heavyweight champion George Foreman, I hope to cut through this” om ten aanzien van de Foreman analogie te vervolgen in een voetnoot: “Each of whose several sons is also named George Foreman, with a different numerical suffix. The possibility of differentiating his sons by use of entity suffixes (George Foreman, L.P.; George Foreman, L.L.C.; George Foreman, L.L.P.; George Foreman, P.A., etc.) may have been nixed by Mr. Foreman’s managers, who no doubt feared that it would limit his flexibility to undertake his various business ventures, such as the marketing of (it is claimed) fat-reducing hamburger grills.”

Het manuscript is zo laat mogelijk afgesloten: op 21 mei 2007. Met ontwikkelingen en publicaties van na deze datum is geen rekening gehouden.

12 Zie voor de – recentere – vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware o.a. de officiële *website* van de gerechten in Delaware (<http://courts.delaware.gov/>). Daarnaast vormen de *weblogs* van bijvoorbeeld bekende Amerikaanse hoogleraren vennootschapsrecht, zoals Stephen Bainbridge (www.professorbainbridge.com) en Gordon Smith (www.theconglomerate.org), interessante bronnen.

13 *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation* (Del. Ch. 1999).

HET EERSTE LUIK

Hoofdstuk I

Beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht

“Elke rechterlijke toetsing, elke rechterlijke controle is een grenscontrole. Bij elke rechterlijke toetsing is aan de orde de vaststelling of de grens van het rechtens toelaatbare is overschreden. Aanvaarding van rechterlijke toetsing betekent aanvaarding van grenzen. Het wekt slechts verwarring, indien men de rechterlijke toetsing in het algemeen als marginale toetsing bestempelt. Het gebruik van de term marginale toetsing heeft slechts zin, indien deze term wordt gebezigd in de gevallen waarin de rechterlijke toetsing beperkt is. De term marginale toetsing moet worden gesteld tegenover volledige toetsing.”¹

1. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

2. bestuurlijke beleidsvrijheid *versus* bestuurlijke verantwoording;
3. de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag;
 - 3.a. het ongrijpbare element van ondernemen;
 - 3.b. *know how* a-symmetrie en economische scheiding der machten;
 - 3.c. de *hindsight bias*;
 - 3.d. het gevaar van risicomijdend bestuurlijk gedrag;
 - 3.e. de relatief autonome positie van het bestuur binnen vennootschap en onderneming;
 - 3.f. alternatieve disciplineringsmechanismen;
4. kanttekeningen bij het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing;
 - 4.a. ‘marginale’ toetsing *versus* ‘volledige’ toetsing;
 - 4.b. inhoud en strekking van ‘marginale’ toetsing;
 - 4.c. de redelijkheidstoets;
 - 4.d. rationaliteit en redelijkheid;
 - 4.e. de redelijkheidstoets en de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag;
 - 4.f. recente rechtspraak van de Hoge Raad.

¹ Van der Grinten (1969), 109.

HOOFDSTUK I

2. Bestuurlijke beleidsvrijheid *versus* bestuurlijke verantwoording

Behoudens beperkingen in de statuten is het bestuur belast met het besturen van de vennootschap. Het bestuur vertegenwoordigt de vennootschap, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit. Deze wettelijke omschrijvingen, te vinden in art. 2:129/239 lid 1 BW respectievelijk art. 2:130/240 lid 1 BW, zeggen op zichzelf weinig over wat het besturen van de vennootschap inhoudt. Het is lastig hiervan een precieze omschrijving te geven, omdat dit afhankelijk is van onder meer de aard, omvang en positie – binnen de groep – van de vennootschap alsmede de omstandigheden waaronder deze moet functioneren. Een zekere vaagheid valt daarom op deze plaats niet te vermijden. Ik geef een korte schets.

Het bestuur behoort het centrale punt binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) te zijn voor alle beleidsvoorbereidende, -vaststellende en -uitvoerende aspecten. Daaronder valt dat het bestuur conform het vennootschappelijk doel beslissingen neemt en de te varen koers uitzet voor zowel de dagelijkse gang van zaken op de korte(re) termijn als het – strategische – beleid op de lange(re) termijn en de daarbij horende – financiële – risico's, in dat verband dirigeert, delegeert en in beginsel namens de vennootschap in het maatschappelijk verkeer optreedt. Daarbij dient het bestuur de vennootschappelijke middelen te beheren en alloceren, alsmede de vennootschappelijke administratie te – doen – voeren en bewaren. Ook heeft het bestuur een taak ten aanzien van het functioneren van de organisatieregels binnen vennootschap en onderneming, bijvoorbeeld waar het gaat om informatieverschaffing aan, om verkrijging van goedkeuring door en om het doen plaatsvinden van de algemene vergadering van aandeelhouders. Van het bestuur wordt tevens verwacht dat hij zich adequaat informeert over de gang van zaken binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en).²

Onderscheid kan worden gemaakt in enerzijds het vennootschappelijk beleid en anderzijds het ondernemingsbeleid. Het vennootschappelijk beleid ziet op het beleid betreffende de inwendige structuur van de rechtspersoon. Daarvan maakt het krachtenveld deel uit waarin het bestuur, de algemene vergadering van aandeelhouders en de raad van commissarissen (indien aanwezig) ten opzichte van elkaar functioneren. Het ondernemingsbeleid betreft het beleid ten aanzien van de met de vennootschap verbonden onderneming(en), waarbij het bestuur zich manifesteert als de uiteindelijke ondernemingsleiding, als de *entrepreneur*.

Onder besturen in de zin van ondernemen versta ik kort gezegd alle bestuurlijke gedragingen die samenhangen met het initiëren van – in meer of mindere mate risicovol – ondernemingsbeleid, met als uiteindelijke doel het realiseren ten

2 Vgl. naast art. 2:10 BW over kortweg de administratieplicht o.a. art. 2:141/251 lid 2 BW. Daarin is bepaald dat het bestuur in ieder geval eenmaal per jaar de raad van commissarissen schriftelijk dient te informeren over de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's alsmede het beheers- en controlesysteem van de vennootschap.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

behoefte van de vennootschap van optimaal rendement uit gedane investeringen op de lange(re) termijn, op basis van kennis en inzicht maar ook onzekere factoren en incomplete informatie, in een doorgaans concurrerende en moeilijk controleerbare omgeving zonder heldere protocollen.³ Keuzes die het bestuur daarbij moet maken noem ik *zakelijke beleidsafwegingen*.

Bij het vervullen van zijn rol in het kader van het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid dient het bestuur zich verantwoord te gedragen. Dit brengt allereerst mee dat het bestuur daarbij binnen de grenzen van zijn bevoegdheden dient te opereren. Wendt het bestuur een bevoegdheid aan, dan dient hij dit op deugdelijke wijze te doen. Daarnaast dient het bestuur vanzelfsprekend te voldoen aan de overige, bijvoorbeeld uit de wet en de statuten voortvloeiende, plichten die op hem rusten.

Dat het bestuur ten aanzien van het vennootschappelijk en/of ondernemingsbeleid naar de letter genomen in overeenstemming handelt met de wet en de statuten neemt niet weg dat het bestuur zich desondanks toch in strijd met de in art. 2:8 BW vervatte vennootschapsrechtelijke grondnorm van de redelijkheid en billijkheid kan gedragen.⁴ Met name daarin kunnen breed maatschappelijk gedragen opvattingen – in de zin van art. 3:12 BW – in corrigerende zin doorwerken.

Samengevat heeft het bestuur tot taak op een deugdelijke wijze aan zijn bevoegdheden invulling te geven, zowel ten aanzien van het vennootschappelijk beleid als het ondernemingsbeleid, en ook overigens aan zijn plichten te voldoen.

In kwesties betreffende rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in het kader van het ondernemingsbeleid gaat het doorgaans niet om de vraag of het

3 Zie o.a. Schuit (2007), 8 e.v.

4 Vgl. o.a. HR 9 juli 1990 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis), ro. 3.3. Vgl. over de in art. 2:8 BW vervatte norm o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4, 3.6. Vgl. in de context van art. 2:15 BW o.a. HR 26 oktober 1984 (Sjardin/Sjartec), ro. 3.2 over de “geldende regels van de wet en de statuten en de in dit verband tevens in acht te nemen eisen van de goede trouw.” Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 29 november 1996 (Van Andel/Chipshol Forward), ro. 3.3 e.v.; HR 8 november 1991 (Nimox/Van den End q.q.), ro. 3.3.1; en HR 4 januari 1963 (Scholten/W.A. Scholten’s Aardappelmeelfabrieken). Vgl. in Delaware o.a. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003) onder verwijzing naar *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.* (Del. 1971): “One of the most venerable precepts of Delaware’s common law corporate jurisprudence is the principle that “inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible””; *Williams v. Geier* (Del. 1996): “At its core, the Delaware General Corporation Law is a broad enabling act which leaves latitude for substantial private ordering, provided the statutory parameters and judicially imposed principles of fiduciary duty are honoured. (...) absent a showing of inequitable conduct on the part of the board, compliance with the applicable corporate governance regime (be it statute or bylaw) will generally shield corporate action from judicial interference”; *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “(...) inequitable action may not be taken under the guise of law”; en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985): “The subversion of corporate democracy by manipulation of corporate machinery will not be countenanced under Delaware Law.” Zie o.a. Steele (2007), 6-7; Strine (2005), 877 e.v.; en Veasey (2005), 1497.

HOOFDSTUK I

bestuur de bevoegdheid toekomt een zakelijke beleidsafweging te maken, maar om de vraag of het daartoe bevoegde bestuur zich bij het maken van die zakelijke beleidsafweging al dan niet op een – schuldig – ondermaatse wijze heeft gedragen.

Binnen het vennootschapsrecht van Delaware wordt wel onderscheid gemaakt in *corporation law* en *corporate law*. Ik laat Allen, Jacobs en Strine aan het woord: “By ‘corporation law’ we mean ‘equity’ cases, where the issue is whether corporate directors and/or officers have satisfied their fiduciary duties in a specific situation, as distinguished from corporate law cases that involve ‘legal’ issues such as whether the disputed corporate action was authorized by statute and/or by the corporation’s governing instruments. The issue in the equity corporate cases is not whether corporate fiduciaries had the power to take the challenged corporate action, but whether they exercised that power properly.”⁵

Met name ten aanzien van het ondernemingsbeleid komt het bestuur in beginsel een zekere mate van beleidsvrijheid toe, wat correspondeert met een beperkte rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag in dat verband.

In beginsel. Beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag ligt – kort gezegd – met name niet in de rede wanneer de bestuurlijke oordeelsvorming gekleurd wordt door een vennootschapsvreemd belang, waardoor het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap ontstaat. Ik laat dit voor nu buiten beschouwing, omdat dit hoofdstuk ziet op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag en het in dat verband binnen het Nederlandse vennootschapsrecht gehanteerde begrip ‘marginale’ toetsing.⁶

Deze beleidsvrijheid, indien en voor zover aanwezig, is evenals de rechterlijke toetsingsvrijheid niet oneindig of absoluut. Dit dient mijns inziens in de kern niet meer maar ook niet minder te betekenen dan dat, als het ondernemende bestuur voldoet aan de bij de invulling van de hem toekomende beleidsvrijheid in acht te nemen minimumvereisten, het bestuur voor het overige een veilige haven creëert waarbinnen de wijze waarop hij aan die beleidsvrijheid invulling heeft gegeven niet voor rechterlijke toetsing in aanmerking komt.

Een aardig dwarsverband biedt de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*⁷: “The decisionmakers entrusted by shareholders must act out of loyalty to those shareholders. They must in good faith act to make informed decisions on behalf of the shareholders, untainted by self-interest. Where they fail to do so, this Court stands ready to remedy breaches of fiduciary duty.

5 Allen/Jacobs/Strine (2001), 1292. Allen heeft de functie van *Chancellor* bekleed in de *Court of Chancery* van Delaware, een positie die nu wordt ingenomen door Chandler. Strine is *Vice Chancellor* in de *Court of Chancery* van Delaware.

6 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38 en hoofdstuk 7 – nummer 42.

7 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Even where decision-makers act as faithful servants, however, their ability and the wisdom of their judgment will vary. The redress for failures that arise from faithful management must come from the markets, through the action of shareholders and the free flow of capital, and not from this Court. Should the court apportion liability based on the ultimate outcome of decisions taken in good faith by faithful directors or officers, those decisionmakers would necessarily take decisions that minimize risk, not maximize value. The entire advantage of the risk-taking, innovative, wealth-creating engine that is the Delaware corporation would cease to exist, with disastrous results for shareholders and society alike. That is why, under our corporate law, corporate decision-makers are held strictly to their fiduciary duties, but within the boundaries of those duties are free to act as their judgment and abilities dictate, free of *post hoc* penalties from a reviewing court using perfect hindsight. Corporate decisions are made, risks are taken, the results become apparent, capital flows accordingly, and shareholder value is increased.”⁸

Hier is sprake van wat men binnen het vennootschapsrecht van Delaware een bestuurlijke *safe harbor* noemt en binnen het vennootschapsrecht van Duitsland een bestuurlijke *sicheren Hafen* of *Haftungsfreiraum* waar het gaat om interne bestuurdersaansprakelijkheid.

Daarbij teken ik nog aan dat de bestuurlijke beleidsvrijheid – indien en voor zover aanwezig – voorts in meer feitelijke zin beperkt kan worden, met name door het uitoefenen door de algemene vergadering van aandeelhouders en/of de raad van commissarissen (indien aanwezig) van de aan deze organen toekomende bevoegdheden, zoals het niet verlenen van de door het bestuur verzochte goedkeuring van een bestuursbesluit. Het enkele feit dat het al dan niet ondernemende bestuur een besluit conform wet en/of statuten ter goedkeuring voorlegt aan het daartoe aangewezen vennootschapsorgaan brengt immers niet automatisch mee dat die goedkeuring verkregen wordt.⁹

De machts- en vertrouwenspositie van het bestuur brengt onder meer mee dat hij tegenover de rechter verantwoording moet kunnen afleggen over de wijze waarop door hem vorm en inhoud is gegeven aan het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid en in dat verband het belang van de vennootschap is behartigd. Dit zal in versterkte mate gelden naarmate de aandeelhouders zich minder met het ondernemingsbeleid bemoeien.¹⁰

8 Zie o.a. Veasey (2000), 8 e.v.

9 De bestuurlijke beleidsvrijheid kan bijvoorbeeld ook in feitelijke zin beperkt worden doordat een eenmaal gekozen strategische koers het kostbaar en lastig – of zelfs praktisch onmogelijk – maakt bepaalde zakelijke beleidsafwegingen te maken. Vgl. in Delaware o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996): “(...) business decisions are not an abdication of directorial authority merely because they limit a board’s freedom of future action. A board which has decided to manufacture bricks has less freedom to decide to make bottles. In a world of scarcity, a decision to do one thing will commit a board to a certain course of action and make it costly and difficult (indeed, sometimes impossible) to change course and do another. This is an inevitable fact of life and is not an abdication of directorial duty.”

10 Vgl. o.a. Ok. 9 maart 2000 (Willem III Meubilering Beheer), ro. 3.7 e.v. en Ok. 5 januari 1989 (Johan van Dijk), ro. 4.1. Vgl. buiten Delaware o.a. *Francis v. United Jersey Bank* (N.J. 1981).

HOOFDSTUK I

Zoals de Nederlandse wetgever overweegt ten tijde van de herziening van het enquêterecht: “In ons economisch stelsel waarin de productie in hoofdzaak in particuliere ondernemingen geschiedt, heeft de ondernemer behoefte aan een grote mate van vrijheid; hij immers bepaalt – binnen de perken van het maatschappelijk bestel – welke goederen in zijn onderneming zullen worden voortgebracht en hij kiest de middelen en de werkwijze. Een hoge mate van vrijheid vereist een hoge mate van verantwoordelijkheidsgevoel tegenover degenen die hun arbeidskracht of vermogen voor het productieproces in de onderneming beschikbaar stellen. Men mag aannemen dat in het algemeen de Nederlandse ondernemer deze verantwoordelijkheid juist aanvoelt, dit neemt niet weg, dat een rechtsorde die aan onze economische orde beantwoordt, de mogelijkheid tot opening van zaken moet verschaffen, wanneer twijfel aan het beleid in een onderneming rijst, en de mogelijkheid tot correctie, wanneer die twijfel gegrond blijkt. Een zodanige waarborg is gelegen in de toepassing van het zgn enquêterecht (...).”¹¹

Hier bestaat een even evident als onvermijdelijk spanningsveld, nu het in versterkte mate afleggen van verantwoording door met name het ten behoeve van de vennootschap ondernemende bestuur tegenover de rechter noodzakelijkerwijs ten koste gaat van de bestuurlijke beleidsvrijheid dienaangaande en *vice versa*.

Aardig is in dit verband hetgeen buiten Delaware wordt overwogen in *Waltuch v. Conticommodity Services, Inc.*¹²: “The power to hold to account is the power to interfere and, ultimately, the power to decide. If stockholders are given too easy access to courts, the effect is to transfer decision making power from the board to the stockholders, or, more realistically, to one or a few stockholders whose interests may not coincide with those of the larger body of stockholders. By limiting judicial review of board decisions, the business judgment rule preserves the statutory scheme of centralizing authority in the board of directors. In doing so, it also preserves the value of centralized decision-making for the stockholders and protects them against unwarranted interference in that process by one of their number. Although it is customary to think of the business judgment rule as protecting directors from stockholders, it ultimately serves the more important function of protecting stockholders from themselves.”¹³

11 Memorie van Toelichting (1967-1968), 4. Zie buiten Delaware o.a. *Justice Pollock in Francis v. United Jersey Bank* (N.J. 1981): “A director is not an ornament, but an essential component of corporate governance. Consequently, a director cannot protect himself behind a paper shield bearing the motto, ‘dummy director’. (...) Thus, all directors are responsible for managing the business and affairs of the corporation. (...) With power comes responsibility.”

12 *Waltuch v. Conticommodity Services, Inc.* (S.D. N.Y. 1993).

13 Vgl. in Delaware o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996) en *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993). Zie o.a. Veasey (2005), 1415: “As I see it, the courts have at least seven key obligations. They are (i) be clear; (ii) be prompt; (iii) be balanced; (iv) have a coherent rationale; (v) render decisions that are stable in the overall continuum; (vi) be intellectually honest; and (vii) properly limit the function of the court. (...) The tension between deference to director flexibility in decision making and the need for judicial oversight is often a defining tension. The complexity of the issues and the variety of highly textured fact specific situations require a delicate balance in fiduciary duty jurisprudence.”

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Ik laat Davies aan het woord: “The arguments in favour of giving the centralised management a broad power to run the company are essentially arguments of efficiency. At the same time, the grant of a broad discretion creates a real risk that the powers will be exercised by the directors other than for the purpose for which they were conferred, and in particular will be exercised more in the interests of the senior management themselves than of anyone else. A central part of company law is thus concerned with providing a framework of rules which, on the one hand, constrains the abuse by directors of their powers, whilst on the other hand does not so constrain the directors that the efficiency gains from having a strong centralised management are dissipated. This is an age-old problem for company law and one that is constantly re-visited by successive generations of rule-makers, for no one approach can be shown to have struck the balance in an appropriate manner. Just as it has been remarked that armies are usually well set up to fight the last war (rather than the war they will actually have to fight), so there is a danger that rule-makers will constantly change company law so as to address the last corporate scandal rather than successfully identify where the next challenge will come from.”¹⁴

Het vinden van de juiste balans tussen bestuurlijke beleidsvrijheid en rechterlijke toetsingsvrijheid vormt binnen het internationale vennootschapsrecht een (twist)punt van voortdurende aandacht. Dit manifesteert zich logischerwijs vooral binnen het gevoerde ondernemingsbeleid.¹⁵

Een zekere mate van beleidsvrijheid voor het ondernemende bestuur vereist een zekere soepelheid van de toetsende rechter. Uitgangspunt daarbij dient mijns inziens te zijn dat de rechter in beginsel niet te sterk aan de hand van een objectief oordeel¹⁶ in het subjectieve oordeel van een op zichzelf adequaat functionerend bestuur dient te treden, laat staan zijn objectieve oordeel onverkort voor het subjectieve oordeel van dat bestuur in de plaats dient te stellen.¹⁷ In lijn daarmee ligt de gedachte dat de rechter het doen en laten van het ondernemende bestuur in beginsel het voordeel van de zelfs ernstige twijfel dient te gunnen: *in dubio abstinere*.¹⁸ Dit komt mij uit praktisch en principieel oogpunt juist voor.

14 Gower/Davies (2003), 370.

15 Illustratief is Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v. Illustratief in Delaware is *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003). De integriteit van het bestuur en zijn adviseurs speelt daarbij een sleutelrol. Zie o.a. Veasey (1997), 406. Timmerman (2006 b), 335-336 verwijst in dat verband terecht naar het niet eenvoudig te vinden evenwicht tussen het bevorderen van waardecreërende handelingen door het bestuur en het voorkomen van waardevernietigende handelingen door het bestuur.

16 Met objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag bedoel ik kort gezegd de beantwoording door de rechter van de vraag of het bestuurlijk gedrag naar – slechts ten dele in de wet gestolde – maatschappelijke opvattingen door de beugel kan, zoals door de maatschappij van het bestuur wordt verwacht. De subjectieve perceptie van het bestuur is dan niet maatgevend. De maatschappij verwacht ook dat het bestuur zich op subjectief *bona fide* wijze gedraagt in het belang van de vennootschap. De subjectieve perceptie van het bestuur is dan wel maatgevend.

17 Vgl. in Delaware o.a. *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation* (Del. Ch. 1999). Zie o.a. Veasey (1997), 393, 402.

18 Zie o.a. plv. P-G Mok in 3.4.5.2 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer).

HOOFDSTUK I

3. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag

Ik noem enkele belangrijke en verwante argumenten die in dat verband hout snijden.¹⁹ Daarbij teken ik aan dat de gedachten over rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het gevoerde ondernemingsbeleid binnen bijvoorbeeld het vennootschapsrecht van Delaware verder ontwikkeld lijken te zijn dan binnen het vennootschapsrecht van Nederland.²⁰ Zo wordt in vennootschapsrechtelijke uitspraken aldaar doorgaans veel meer aandacht besteed aan de fiduciaire positie van het ondernemende bestuur en de *raison d'être* van de hem in dat verband in beginsel toekomende – zij het niet ongeclausuleerde – beleidsvrijheid.²¹ Om deze reden illustreer ik ieder argument telkens met vennootschapsrechtelijke uitspraken uit onder meer Delaware.

3.a. *Het ongrijpbare element van ondernemen*

Ten eerste zijn zakelijke beleidsafwegingen doorgaans in belangrijke mate gestoeld op minder grijpbare aspecten als visie, fantasie, creativiteit, ervaring, slagvaardigheid, durf, intuïtie, gevoel voor de markt, inschattingen van en geloof in onzekere en niet goed voorspelbare ontwikkelingen. Het bestuur moet daarbij als ondernemer vaak inschattingen maken van variabelen, toekomstige situaties taxeren, mogelijkheden en kansen op waarde schatten. Dit brengt logischerwijs risico's met zich.²² Daarin schuilt het wezen van het ondernemen. De door een ondernemer te maken keuzes zijn daarom niet te vergelijken met de bijvoorbeeld door een automobilist te maken keuzes, die doorgaans veel eenduidiger van aard zijn en worden gekleurd door het feit dat automobilisten zich juist risicomijdend en voorzichtig dienen op te stellen.²³ Het ondernemende bestuur zal in de regel

19 Sommige van deze argumenten – zoals de *know how* a-symmetrie en de *hindsight bias* – zijn ook relevant buiten de context van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

20 Zie o.a. Strine (2002), 1371 e.v.

21 Zie o.a. Kroeze (2004), 124.

22 Vgl. in Delaware o.a. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “It is easy, of course, to fault a decision that ends in a failure, once hindsight makes the result of that decision plain to see. But the essence of business is risk – the application of informed belief to contingencies whose outcomes can sometimes be predicted, but never known.”

23 Hier geldt een ander (aansprakelijkheids)regime. Vgl. o.a. HR 29 januari 1999 (Filipovic/Interpolis Schade), ro. 3.3.4 en HR 15 januari 1993 (Puts/Ceha), ro. 3.3. Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “While it is often stated that corporate directors and officers will be liable for negligence in carrying out their corporate duties, all seem agreed that such a statement is misleading. (...) Whereas an automobile driver who makes a mistake in judgment as to speed or distance injuring a pedestrian will likely be called upon to respond in damages, a corporate officer who makes a mistake in judgment as to economic conditions, consumer tastes or production line efficiency will rarely, if ever, be found liable for damages suffered by the corporation. (...) Whatever the terminology, the fact is that liability is rarely imposed upon corporate directors or officers simply for bad judgment (...)” Zie o.a. Farrar (2005), 128.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

juist het onzekere voor het zekere moeten nemen, terwijl de uitkomst van een gemaakte keuze daarbij veel minder gemakkelijk valt te voorspellen.²⁴

De (bedrijfs)economische ‘juistheid’ op voorhand van dergelijke zakelijke beleidsafwegingen laat zich moeilijk meten en verifiëren. Hiervoor staat de rechter geen fijnmazig geheel van objectieve, zwart-wit criteria ter beschikking.²⁵ Ondernemen is geen exacte wetenschap.²⁶

In de woorden van de *Court of Appeals* in de Australische zaak *Daniels v. Anderson*²⁷: “The courts have recognised that directors must be allowed to make business judgments and business decisions in the spirit of enterprise untrammelled by the concerns of a conservative investment trustee. Any entrepreneur will rely upon a variety of talents in deciding whether to invest in a business venture. These may include legitimate but ephemeral, political insights, a feel for future economic trends, trust in the capacity of other human beings. Great risks may be taken in the hope of commensurate rewards. If such ventures fail, how is the undertaking of it to be judged against an allegation of negligence by the entrepreneur?”²⁸

Dit onderkent ook de *Court of Appeals* van New York County in *Auerbach v. Bennett*²⁹: “It appears to us that the business judgment doctrine, at least in part, is grounded in the prudent recognition that courts are ill equipped and infrequently called on to evaluate what are and must be essentially business judgments. The authority and responsibilities vested in corporate directors both by statute and decisional law proceed on the assumption that inescapably there can be no available objective standard by which the correctness of every corporate decision may be measured, by the courts or otherwise. Even if that were not the case, by definition the responsibility for business judgments must rest with the corporate

24 Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 4 februari 1999 (Koninklijke Luchtvaartmaatschappij), ro. 3.3.

25 Zie o.a. De Wulf (2002), 494.

26 Vgl. o.a. Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.18. In bijvoorbeeld de medische professie lijkt het handelen in beduidend hogere mate door richtlijnen/protocollen te worden bepaald. Instructief zijn A-G De Vries Lentsch-Kostense in 8 voor HR 2 maart 2001 (Stichting M./H.) en Van Wijmen in zijn noot bij deze uitspraak. Daarbij past de aantekening dat enerzijds afwijking van het protocol door een arts moet kunnen worden beargumenteerd, anderzijds dat het volgen van het protocol niet zonder meer betekent dat de arts juist heeft gehandeld. Vgl. o.a. HR 1 april 2005 (X./Onderlinge Waarborgmaatschappij ZAO Zorgverzekeringen), ro. 3.4. Vgl. buiten Delaware o.a. *Osborn v. Irwin Memorial Blood Bank* (Cal. Ct. App. 1992): “(...) compliance with accepted practice is generally taken as conclusive evidence of due care.” Zie o.a. Eisenberg (1993), 444.

27 *Daniels v. Anderson* (1995).

28 Vgl. in Delaware o.a. *Saxe v. Brady* (Del. Ch. 1962): “A court is confronted with inherent difficulties in determining whether payments for services are ‘reasonable’ or ‘excessive’. The value of services is obviously a matter of judgment on the part of the person who must pay for them. Thus, courts are often shielded by presumptions which wisely cause them to defer to decisions of directors or stockholders. Nevertheless, (...) compensation payments may grow so large that they are unconscionable.” Zie o.a. Farrar (2005), 131-133 en Veasey/Manning (1980), 919.

29 *Auerbach v. Bennett* (N.Y. 1979).

HOOFDSTUK I

directors; their individual capabilities and experience peculiarly qualify them for the discharge of that responsibility. Thus, absent evidence of bad faith or fraud (of which there is none here) the courts must and properly should respect their determinations. (...) As with other questions of corporate policy and management, the decision whether and to what extent to explore and prosecute (...) claims lie within the judgment and control of the corporation's board of directors. Necessarily such decision must be predicated on the weighing and balancing of a variety of disparate considerations to reach a considered conclusion as to what course of action or inaction is best calculated to protect and advance the interests of the corporation. This is the essence of the responsibility of the board of directors, and courts may not intrude to interfere."

Het moet voor een deel ook simpelweg 'mee zitten'. Zo leidt een goed idee alleen nog niet tot succesvol ondernemen. Daarbij spelen meer factoren een rol, zoals de stand van de techniek. Een mooie relativering biedt *Vice Chancellor Strine in Finkelstein v. Liberty Digital*³⁰: "If Chuck Berry had envisioned the iPod in 1955, he would have had a good idea but no way to make money off it absent technological innovations decades away; thus, he was far better off giving us the gift of *Maybellene*."

Het is mijns inziens ook illustratief dat de *corporate governance* ontwikkeling zich zowel buiten als binnen het Nederlandse vennootschapsrecht toespitst op beter beheersbare aspecten zoals het houden van toezicht en het bevorderen van transparantie, wat bijvoorbeeld blijkt uit de inrichting van de Nederlandse *corporate governance* code.

Daarbij komt dat ook het binnen het Nederlandse vennootschapsrecht centraal staande begrip 'belang van de vennootschap', welk belang het ondernemende bestuur met het maken van dergelijke zakelijke beleidsafwegingen – als het goed is – primair beoogt te behartigen, niet een grootheid met een dusdanig vaste inhoud is dat de rechter de toetsing van het bestuurlijk gedrag hierop vrij eenvoudig kan baseren.³¹ Dit is niet een eenduidige en zelfstandig hanteerbare toetssteen, maar een richtsnoer voor het bestuur bij het voeren van het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid, alsmede een juridisch instrumenteel begrip dat door de rechter kan worden gehanteerd indien het – ondernemende – bestuur tegenover hem verantwoording dient af te leggen. Het is een zinvol maar nogal abstract vertrekpunt voor verdere analyse, waarbij – uitgaande van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid – mijns inziens het algemene uitgangspunt kort gezegd dient te zijn het streven naar realisering van optimaal rendement uit gedane investeringen op de lange(re) termijn, ten behoeve van met name de aandeelhouders en de werknemers. De belangen van deze belanghebbenden binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) kun-

³⁰ *Finkelstein v. Liberty Digital* (Del. Ch. 2005).

³¹ Zie o.a. De Wulf (2002), 529 en Honée (1996), 280: "Wat dit belang concreet voor het beleid betekent, ligt niet op voorhand vast. Beleid maken, omvat mede het maken van keuzes waarbij persoonlijke inzichten en inschattingen een rol spelen. Vrijwel nimmer is het zo dat slechts één van de mogelijke keuzes de toets van het vennootschappelijk belang kan doorstaan, al de andere niet."

nen parallel lopen maar ook met elkaar strijden. Dit kan bijvoorbeeld tot uiting komen in het dividendbeleid of in een reorganisatie binnen de onderneming.³²

Dit argument hangt samen met de onvermijdelijke complexiteit van de economische realiteit³³: één kenbare objectieve waarheid bestaat hier in de regel niet, doorgaans is in dit verband niet slechts één keuze op voorhand de goede te noemen.

3.b. *Know how a-symmetrie en economische scheiding der machten*

Ten tweede ontberen rechters, die vaak achteraf maar altijd vanaf de zijlijn en juridisch oordelen, afdoende (bedrijfs)economische *know how*³⁴ en een daarop gebaseerd beoordelingsvermogen om zich in toereikende mate in het ondernemende bestuur te kunnen verplaatsen.³⁵ Rechters kunnen daardoor niet op een verantwoorde wijze alle facetten van het bestuurlijk handelen en nalaten in detail beoordelen.

Instructief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Solash v. The Telex Corporation*³⁶: “Because businessmen and women are correctly perceived as possessing skills, information and judgment not possessed by reviewing courts and because there is great social utility in encouraging the allocation of assets and the evaluation and assumption of economic risk by those with such skill and information, courts have long been reluctant to second-guess such decisions when they appear to have been made in good faith.”

Het feit dat rechters in de regel zelf geen ervaring hebben met het leiden van een onderneming wordt in de wetsgeschiedenis van het enquêterecht erkend.³⁷

Ik wijs in dit verband ook op de wetsgeschiedenis van art. 2:138/248 BW, tevens relevant voor art. 2:9 BW: “Onbetwistbaar houdt het ondernemen het nemen van risico’s in en de leden van de C.D.A.-fractie stellen dan ook terecht, dat de marge tussen een later als onjuist

32 Zie o.a. Mok (2006), 409.

33 Vgl. o.a. Ok. 22 maart 2006 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.2; HR 4 februari 2005 (Landis Group), ro. 3.3.4: “Uitgangspunt daarbij moet tevens zijn dat de strekking van het enquêterecht meebrengt dat het bij de toepassing daarvan uiteindelijk vooral aankomt op de economische werkelijkheid”; en HR 6 juni 2003 (Scheipar), ro. 3.5.2. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 4 februari 1999 (Koninklijke Luchtvaartmaatschappij), ro. 3.3.

34 Vgl. o.a. Ok. 2 augustus 2005 (Denkers TNG Beheer), ro. 3.11 over “kennis, ervaring en relaties.”

35 Zie o.a. de *concurring/dissenting opinion* van Judge Cardamone bij *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “It is a truism that judges *really* are not equipped either by training or experience to make business judgments because such judgments are intuitive, geared to risk-taking and often reliant on shifting competitive and market criteria. (...) Reasons of practicality and good sense strongly suggest that business decisions be left to businessmen.”

36 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

37 Zie Memorie van Antwoord (1968-1969), 15.

HOOFDSTUK I

te beschouwen beslissing en later ‘als getuigend van groot ondernemerschap genomen risico’s’ in vele gevallen uiterst klein is. De vraag of er van onbehoorlijk bestuur sprake is moet (dan ook) worden beantwoord *naar het moment waarop de desbetreffende bestuurshandelingen werden verricht*. Getoetst moet worden of de desbetreffende bestuurshandelingen (of nalatigheden) op dat moment als onbehoorlijk moeten worden beschouwd. Bij de benadering van deze vraag moet de rechter uiteraard steeds rekening houden met alle omstandigheden van het geval en tot een redelijk en billijk oordeel komen. Van de rechter kan echter niet worden gevraagd dat hij op de stoel van de ondernemer plaats neemt.”³⁸

Men zou, met dezelfde wetsgeschiedenis van het enquêterecht in de hand, evenwel kunnen betogen dat hieraan tegemoet gekomen wordt doordat de Ondernemingskamer niet alleen is samengesteld uit juristen en in zekere zin over een ‘bijzondere deskundigheid’ beschikt, waardoor een verantwoorde (bedrijfs)economische(r) toetsing wél mogelijk moet worden geacht.

“De behandeling van verzoeken tot het instellen van een enquête en tot het nemen van maatregelen naar aanleiding van de uitslag daarvan stelt aan de rechter hoge eisen. Niet alleen wordt van de rechter veel tact verlangd – alleen reeds het feit dat een onderzoek wordt gedaan, betekent dat de onderneming in opspraak wordt gebracht – ook wordt (...) van de rechter een deskundig inzicht in de behoeften van en de verhoudingen in het bedrijfsleven gevergd. Om deze reden beveelt de commissie aan, de behandeling van de onderhavige onderzoeken te concentreren bij de ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (...). Verwacht mag worden dat deze kamer èn door haar samenstelling èn door haar ervaring zal beschikken over een bijzondere deskundigheid op het onderhavige gebied.”³⁹

Voor de Hoge Raad gaat dat tegenargument niet op nu dit college wél is samengesteld uit alleen maar juristen, die zich niet enkel en alleen bezighouden met rechtsgebieden waarvoor de Ondernemingskamer als bevoegde rechter is aangewezen. Voorts miskent dat tegenargument dat het simpelweg niet de taak is van de rechter – een buitenstaander die in wezen aan niemand verantwoording schuldig is – een dergelijk (bedrijfs)economisch oordeel te vellen. Ook niet van de Ondernemingskamer. Vergaande rechterlijke bemoeienis met het vennootschappelijk beleid en – vooral – het ondernemingsbeleid zou op gespannen voet staan met de inrichting van de Nederlandse samenleving, waarvan de vrije markteconomie een belangrijke component vormt.⁴⁰ Dit is in overeenstemming met de recentere wetsgeschiedenis van het enquêterecht.

38 Memorie van Antwoord (1983-1984), 21.

39 Memorie van Toelichting (1967-1968), 5.

40 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 556.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

“De ondernemingskamer heeft het marginale karakter van de haar opgedragen toetsing van de vraag of sprake is van wanbeleid tot uiting gebracht, door wanbeleid te karakteriseren als een handelen ‘in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. De SER is van mening dat de aard van die toetsing niet moet worden gewijzigd. Die toetsing sterker toe te spitsen op de inhoud van het beleid van de ondernemer zou met zich mee brengen dat de ondernemingskamer niet meer als rechter optreedt, maar als instantie die aan de hand van overwegingen van doelmatigheid het gevoerde beleid beoordeelt en dat toetst aan het beleid van haar eigen voorkeur. De rechter zou op de stoel van de ondernemer plaats nemen en dat zou – zo is de SER terecht van oordeel – zich niet verdragen met de taak en de positie van de rechter in het Nederlandse rechtsbestel.”⁴¹

Kortom, de rechterlijke toets moet juridisch blijven, niet (bedrijfs)economisch worden.

Dit argument hangt samen met de wenselijkheid van een zuivere en praktische maatschappelijke ordening: een economische scheiding der machten, die eraan moet bijdragen dat het vrije ondernemerschap voldoende ruimte krijgt en de daarvoor benodigde beslissingen in beginsel in de *boardroom* worden genomen door personen die daarvoor het best geëquipeerd zijn, niet in de rechtszaal door de rechter.⁴²

3.c. *De hindsight bias*

Ten derde geldt dat – niet alleen kardinale – bestuurlijke inschattingfouten voor de rechter, een relatieve buitenstaander, in retrospectief al snel echt aan te rekenen missers kunnen lijken als hij eenmaal bekend is met inmiddels ingetreden nadelige gevolgen van die inschattingfouten. Het gaat dan om het fenomeen dat in de wetenschap de *hindsight bias* wordt genoemd.

Uit psychologische onderzoeken volgt onder meer dat als mensen eenmaal weten dat een bepaalde handeling heeft geresulteerd in nadelige gevolgen, het buitengewoon lastig – zo niet onmogelijk – is dergelijke wetenschap daadwerkelijk buiten beschouwing te laten bij de *ex post* beoordeling van de geoorlooftheid van die handeling. Mensen hebben dan sterk de neiging de mate van voorzienbaarheid van de nadelige gevolgen fors te overdrijven. Doordat die wetenschap de

41 Memorie van Toelichting (1991-1992), 8.

42 Vgl. buiten Delaware o.a. *Kamin v. American Express Co.* (N.Y. 1976): “A complaint which alleges merely that some course of action other than that pursued by the Board of Directors would have been more advantageous gives rise to no cognizable cause of action. Courts have more than enough to do in adjudicating legal rights and devising remedies for wrongs. The directors’ room rather than the courtroom is the appropriate forum for thrashing out purely business questions which will have an impact on profits, market prices, competitive situations, or tax advantages. As stated by Cardozo, J., (...) the substitution of someone else’s business judgment for that of the directors “is no business for any court to follow”.”

HOOFDSTUK I

beoordeling dan – onbewust – op deze wijze ‘kleurt’, zijn mensen veel eerder bereid de ongeoorloofdheid van de handeling aan te nemen. Het blijkt dat mensen zich niet goed aan dit effect kunnen onttrekken. Dit geldt ook voor rechters, zelfs als zij bekend zijn met dit verraderlijke fenomeen. Het tentoonspreiden door de rechter van wijsheid achteraf ten koste van het ondernemende bestuur dreigt hierdoor.

Hierover is vrij veel literatuur voorhanden.⁴³ Eisenberg vat de problematiek van de *hindsight bias* als volgt samen: “People view what has happened as relatively inevitable. Accordingly, people who know that a bad *outcome* resulted from a decision overestimate the extent to which the outcome was *predictable* and, therefore, the extent to which the decisionmaker was at fault for making the decision that led to the outcome. Essentially, people find it difficult or even impossible to disregard information they possess about an outcome. That information, in turn, renders the circumstances that pointed to the outcome more salient in their minds, because those circumstances can be integrated into a cohesive story that ends with the actual outcome, while circumstances pointing in other directions cannot.”⁴⁴ Veasey spreekt over “the concept of the ‘hindsight bias’, the human tendency to view decisions as having been obviously poor ones *after* having learned that the outcome was poor.”⁴⁵

Het reële gevaar van de *hindsight bias* wordt in Delaware door de rechter erkend, bijvoorbeeld in de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*⁴⁶: “(...) there is the real danger that a factfinder, in view of hindsight bias and its knowledge of the fact that the directors’ business strategy did not pan out, will conclude that the directors have acted with less than due care, even if they did not.”

Ik wijs ook op hetgeen de *Supreme Court* van New York County overweegt in *Litwin v. Allen*⁴⁷: “Finally, in order to determine whether transactions approved by a director subject him to liability for negligence, we must “look at the facts as they exist at the time of their occurrence, not aided or enlightened by those which subsequently take place.” (...) “A wisdom developed after an event, and having it and its consequences as a source, is a standard no man should be judged by.” (...) Prescience is always desirable, but the failure to foresee what at best is uncertain does not give rise to liability. (...) The facts upon which the exercise of the judgment of directors is to be tested can only be the facts existing or available

43 Zie o.a. Kroeze (2005), 4, 17-18 met waardevolle verwijzingen.

44 Eisenberg (2005), 542-543 met waardevolle verwijzingen.

45 Veasey (2005), 1424. Zie o.a. Riley (1999), 697 en Veasey/Manning (1980), 932: “Ex post determinations of reasonableness would be made with the benefit of 20/20 hindsight.”

46 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

47 *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940).

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

to them when the loans were made, not those of subsequent occurrence. (...) Wisdom after the event is not the test of responsibility.”⁴⁸

Wijsheid achteraf geeft geen blijk van een voor het ondernemende bestuur redelijke benadering. Hiervoor dient te worden gewaakt.

Uit haar enquêterechtspraak volgt dat de Ondernemingskamer op zichzelf oog heeft voor dit gevaar en probeert zich – weliswaar achteraf toetsend – zoveel mogelijk te verplaatsen in de omstandigheden ten tijde van de gewraakte gedraging(en) (i.e. een *ex ante* perspectief).

Ik geef enkele voorbeelden.

Uit de *VBB*-eindbeschikking⁴⁹ van de Ondernemingskamer: “Bij de beoordeling van de stelling dat het aannemen van het werk in Algerije lichtvaardig is geschied en dat daarom het op het werk geleden, inderdaad zeer aanzienlijke, verlies als (een symptoom van) wanbeleid moet worden beschouwd, wordt vooropgesteld dat zich hier een geval voordoet waarbij moet worden gewaakt tegen het ten toon spreiden van wijsheid achteraf. De zeer aanzienlijke verliezen op het project doen weliswaar de vraag rijzen of de aan het project verbonden risico’s wel voldoende onder ogen zijn gezien, maar zij zijn op zichzelf onvoldoende om de conclusie te wettigen dat het aangaan van de transactie van een onjuist beleid getuigt.”

Uit de *Noro-Nachtegaal*-beschikking⁵⁰ van de Ondernemingskamer: “Het voorgaande betekent onder meer dat de stelling van verzoekers inhoudende dat reeds het enkele feit dat er in Rabo-Noro als gevolg van het gevoerde beleid grote verliezen zijn geleden, reden vormt om aan een juist beleid te twijfelen, moet worden verworpen. Die stelling berust slechts op beoordeling van eerst achteraf bekende omstandigheden. Hetzelfde geldt voor de op verschillende plaatsen ingenomen stellingen dat de “voorspiegelingen van de directie van de Vennootschap op drijfzand waren gebouwd” en waarderungen “ongefundeerd” waren respectievelijk dat “vele participaties (...) op roekeloze en onverantwoorde wijze genomen” zijn, en meer in het algemeen dat op de individuele beleggingen verlies is gele-

48 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “(...) courts recognize that after-the-fact litigation is a most imperfect device to evaluate corporate business decisions. The circumstances surrounding a corporate decision are not easily reconstructed in a courtroom years later, since business imperatives often call for quick decisions, inevitably based on less than perfect information. The entrepreneur’s function is to encounter risks and to confront uncertainty, and a reasoned decision at the time made may seem a wild hunch viewed years later against a background of perfect knowledge.” Zie in Engeland o.a. reeds Gower (1957), 498: “The judges have faced one further difficulty. Whereas their training and experience make them well equipped to adjudicate on questions of loyalty and good faith, they move with less assurance among complicated problems of economics and business administration. Hence, they display an understandable reluctance to interfere with the directors’ business judgment – a reluctance of which many examples will be found throughout the whole area of company law. Perhaps too, they are conscious of the possible unfairness of attempting to substitute their hindsight for the directors’ foresight, and are therefore unwilling to condemn directors even though events have proved them wrong.”

49 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.1.

50 Ok. 20 april 1995 (Noro-Nachtegaal), ro. 5.1.

HOOFDSTUK I

den, althans voorzover verzoekers daartoe de “voorspiegelingen” en “waarderingen” vergelijken met latere waarderingen en/of het resultaat van de betrokken belegging. Het achteraf blijkende teleurstellende resultaat van de onderscheiden beleggingen vormt – zeker gezien het gekozen beleggingsdoel van Rabo-Noro en daarmee van Noro-Nachtegaal – op zich zelf geen aanwijzing voor een onjuist beleid. Verzoekers hebben ook niet aangegeven op grond waarvan bepaalde beslissingen of taxaties – op basis van de vooraf bekende omstandigheden en met inachtneming van het beleggingsdoel – onjuist waren. Tenslotte overweegt de ondernemingskamer in dit verband dat ook andere stellingen van verzoekers slechts berusten op beoordeling op basis van achteraf bekende omstandigheden, bijvoorbeeld het verwijt dat “veel participaties te maken hadden met een slecht management.” Verzoekers hebben – mede in het licht van het verweer van Noro-Nachtegaal – onvoldoende toegelicht op grond waarvan de onderscheiden keuzes ook op basis van de vooraf bekende omstandigheden te wensen overlieten.”

En uit de *Getronics*-beschikking⁵¹ van de Ondernemingskamer: “Het vorenoverwogene neemt niet weg dat duidelijk is dat het nieuwe bestuur een andere perceptie had van de mate van bezorgdheid bij de klanten en, met name, van wat de gevolgen daarvan voor Getronics waren of konden zijn. Achteraf kan mogelijk gezegd worden dat de perceptie van het oude bestuur niet de juiste was (...), maar als grond voor twijfel aan een juist beleid is dat onvoldoende.”⁵²

Hetzelfde geldt voor de Hoge Raad. Daarbij doel ik met name op zijn *Ogem Holding*-beschikking⁵³: “Onderdeel a en de aanhef van onderdeel b falen derhalve, terwijl, anders dan in het slot van onderdeel b wordt betoogd, de OK daarbij niet uit het oog heeft verloren dat de betrokken beslissingen moeten worden beoordeeld naar de omstandigheden ten tijde van die beslissingen en met inachtneming van de taak waarvoor bestuurders en commissarissen van Ogem toen stonden.”⁵⁴

51 Ok. 2 september 2004 (*Getronics*), ro. 3.28.

52 Vgl. o.a. reeds Ok. 3 mei 1972: “(...) O. dat de vennootschap, die voor 1970 zeer behoorlijke winsten maakte, in genoemd jaar een aanzienlijk verlies leed, nl. ten bedrage van f 439.000, welke situatie zich in 1971 voortzette, zij het dat in laatstgenoemd jaar het verlies aanzienlijk minder bedroeg, nl. naar schatting rond f 120.000; dat zulks niet behoef te wijzen op een onjuist beleid, doch mede kan zijn veroorzaakt door de van algemene bekendheid zijnde conjuncturele en structurele invloeden; O. dat, zoals uit de feiten blijkt, de directie der vennootschap tijdig adviezen inwon van daartoe geschikte organisatie-bureaus en voorts een diepgaand onderzoek deed instellen door de in de branche, waarin zij werkzaam was, deskundige C.; O. dat naar aanleiding in het bijzonder van het door laatstgenoemde uitgebrachte rapport een aantal maatregelen werden getroffen, zoals onder de feiten vermeld; O. dat het Hof van oordeel is, dat weliswaar achteraf is gebleken, dat sommige der getroffen maatregelen, zoals bijv. het stopzetten van de productie van rode dakpannen, het aanstellen van een administratieve kracht op SPD-niveau en het verbeteren van de productiegang beter enige jaren eerder hadden kunnen worden genomen, doch hiervan de directie geen verwijt kan worden gemaakt, daar enerzijds conjuncturele en structurele veranderingen veelal moeilijk voorspelbaar zijn en anderzijds maatregelen niet steeds van de ene op de andere dag gerealiseerd kunnen worden; O. dat uit het vorenoverwogene volgt, dat naar 's Hofs oordeel niet is gebleken van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen (...).”

53 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3.

54 Zie o.a. plv. P-G Mok in 3.2.2.2 voor HR 31 mei 2000 (*Vie d'Or*) en Glasz (1995), 54.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Dit strookt met de binnen het vennootschapsrecht van Delaware consequent uitgedragen gedachte dat gedurfde zakelijke beleidsafwegingen die slecht uitpakken voor de vennootschap lang niet altijd ook slechte zakelijke beleidsafwegingen zijn op het moment dat ze gemaakt worden.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Shamrock Activist Value Fund, L.P. v. iPass, Inc.*⁵⁵: “Credible evidence of mismanagement (...) requires more than a divergence between forward-looking statements and subsequent results. Predictions of the consequences of implementing corporate decisions (*i.e.*, the taking of risk) and the failure of those predictions to materialize do not, without more, share a logical nexus with mismanagement. Something more must be tendered by the stockholder to bridge the gap between unfulfilled projections and mismanagement”; in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*⁵⁶: “(...) the mere fact of a business failure does not mean that a plaintiff can state claims against the directors, officers, and advisors on the scene just by pointing out that their business strategy did not pan out. If simple failure gave rise to claims, the deterrent to healthy risk taking by businesses would undermine the wealth-creating potential of capitalist endeavors. For that reason, our law defines causes of action that may be pled against business fiduciaries (...) with care, in order to balance society’s interest in promoting good-faith risk-taking and in preventing fiduciary misconduct”; in *Litt v. Wycoff*⁵⁷: “The exercise of business judgment cannot be evaluated, as the Plaintiff seems to suggest, merely by looking at the results of that business judgment. While challenges are seldom, if ever, made to business judgments that turn out well, the simple fact that the business decision caused significant loss does not dictate how that decision should be classified or evaluated”; en in *Harbor Finance Partners v. Huizenga*⁵⁸: “Risk and reward are both elements of capitalism, and the former goes with the opportunity for the latter. The fact that a purchase transaction did not yield hoped-for returns does not mean that the assets purchased were valueless at the time of the purchase.”⁵⁹

Ik laat Easterbrook en Fischel aan het woord: “Behind the business judgment rule lies recognition that investors’ wealth would be lower if managers’ decisions were routinely subjected to strict judicial review. (...) How can the court know whether a poor outcome of a business decision is attributable to poor management (inputs) or to the many other things that affect firms? A decision is good to the extent it has a high *expected* value, although it

55 *Shamrock Activist Value Fund, L.P. v. iPass, Inc.* (Del. Ch. 2006).

56 *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006).

57 *Litt v. Wycoff* (Del. Ch. 2003).

58 *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999).

59 Vgl. in Delaware o.a. *Kahn v. Roberts* (Del. 1996): “If the actions of the board were motivated by a sincere belief that the buying out of the dissident stockholder was necessary to maintain what the board believed to be proper business practices, the board will not be held liable for such decision, even though hindsight indicates the decision was not the wisest course.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Kamin v. American Express Co.* (N.Y. 1976): “It is not enough to allege (...) that the directors made an imprudent decision (...). More than imprudence or mistaken judgment must be shown.”

HOOFDSTUK I

may also have a high variance. To observe that things turned out poorly *ex post*, perhaps because of competitors' reactions, or regulations, or changes in interest rates, or consumers' fickleness, is not to know that the decision was wrong *ex ante*. Only after learning all the possible outcomes, and the probability attached to each, could the court determine the wisdom of the decision at the time it was made. Occasionally the decision will be a howler, making inquiry easy. More often it will be hard to reconstruct possible outcomes. Businesses rarely encounter 'sure things'. Often managers must act now and learn later; delay for more study may be the *worst* decision: the market will decide whether the decision was good. Competition pares away the unsuccessful choices. Only in retrospect, observing which decisions were fruitful and which were not, can we say which was best. Yet because failure does not show that the decision was inferior when made, a court lacks the information to decide."⁶⁰

Anders gezegd: voor – schuldig – ondermaats ondernemerschap is meer nodig dan een verwezenlijkte kwade kans alleen.

Aardig is de hiermee in lijn liggende signalering van het Gerechtshof 's-Hertogenbosch in een recent art. 2:9 BW-arrest⁶¹: "Het moge zo zijn dat achteraf is gebleken dat [geïntimeerde] (de bestuurder, BFA) met zijn vertrouwen in [de klant] mogelijk een beoordelingsfout heeft gemaakt, doch dat leidt niet tot het oordeel dat het voortzetten van de verkopen destijds niet in het belang van de vennootschap was."⁶² Het Gerechtshof Leeuwarden maakt in dezelfde context⁶³ een soortgelijke kanttekening: "Het hof merkt bij het hiervoor overwogene nog op dat de enkele omstandigheid dat een optreden of nalaten van een bestuurder wellicht heeft geleid tot schade voor de vennootschap, nog niet met zich brengt dat geen redelijk oordelend ondernemer zou twijfelen aan de ontoereikendheid van het bestuurlijk handelen of nalaten. Het vorenstaande geldt te meer voor afgeleide kosten, zoals door bestuurlijk handelen of nalaten wellicht veroorzaakte extra kosten van een accountant." Relevant is ook hetgeen de Rechtbank Haarlem overweegt in zijn *Snouckaert van Schauburg q.q./R.-vonnis*⁶⁴ in de context van art. 2:138/248 BW: "Voor de beoordeling van de vraag of van kennelijk onbehoorlijk bestuur door R. sprake is, geldt als uitgangspunt

60 Easterbrook/Fischel (1991), 98-99.

61 Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006, ro. 4.13.

62 Vgl. o.a. in de context van art. 6:162 BW o.a. Rb. Zutphen 18 april 2002 (Ontvanger/X.), ro. 5.19: "Overigens zijn beleidsbeslissingen die achteraf gezien wellicht beter achterwege hadden kunnen blijven, niet reeds om die reden onrechtmatig wanneer een redelijk handelend bestuurder in de omstandigheden van het geval en de situatie waarin de vennootschap op dat moment verkeert, daarvan geen verwijt kan worden gemaakt." Zie o.a. Raaijmakers (2006), 278: "Afgezien van de veelheid van externe oorzaken, maken de levensverhalen van grote ondernemers duidelijk dat, achteraf kwalificerend, het verschil tussen een van groot ondernemerschap getuigend dan wel als een regelrechte blunder aan te merken optreden, vaak vliesdun is! Moedig en met doorzettingsvermogen volharden is niet gemakkelijk te onderscheiden van uitzichtloos 'doormodderen'. Succes is nimmer verzekerd en op korte termijn ook niet goed meetbaar."

63 Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (Jaarsma/Skipper Club Charter), ro. 12.

64 Rb. Haarlem 26 juli 2006 (Snouckaert van Schauburg q.q./R.), ro. 4.14.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

dat de bepaling van artikel 2:248 BW niet ziet op aansprakelijkheid voor onjuiste beleidsbeslissingen. Deze kunnen immers gerekend worden tot de normale risico's van het ondernemen. In geval van kennelijk onbehoorlijk bestuur moet sprake zijn van een in het oog springende onbehoorlijkheid van de taakvervulling: geen redelijk denkend bestuurder zou zo hebben gehandeld. Of daarvan sprake was moet worden beoordeeld naar hetgeen R. voorzag of kon voorzien op het moment dat hij zijn taak vervulde, niet naar hetgeen later bekend is geworden. De stellingen van de Curator dienen dan ook in dat licht te worden bezien.”

Ik wijs in dit verband ook op de wetsgeschiedenis van art. 2:138/248 BW, tevens relevant voor art. 2:9 BW: “Onbetwistbaar houdt het ondernemen het nemen van risico's in en de leden van de C.D.A.-fractie stellen dan ook terecht, dat de marge tussen een later als onjuist te beschouwen beslissing en later ‘als getuigend van groot ondernemerschap genomen risico's’ in vele gevallen uiterst klein is. De vraag of er van onbehoorlijk bestuur sprake is moet (dan ook) worden beantwoord *naar het moment waarop de desbetreffende bestuurshandelingen werden verricht*. Getoetst moet worden of de desbetreffende bestuurshandelingen (of nalatigheden) op dat moment als onbehoorlijk moeten worden beschouwd. Bij de benadering van deze vraag moet de rechter uiteraard steeds rekening houden met alle omstandigheden van het geval en tot een redelijk en billijk oordeel komen. Van de rechter kan echter niet worden gevraagd dat hij op de stoel van de ondernemer plaats neemt. Daarnaast moet worden bedacht dat de grens tussen onbehoorlijk bestuur en bestuur dat weliswaar nadelig (...) is uitgekapt, doch dat niet als onbehoorlijk bestuur mag worden aangemerkt, niet steeds even gemakkelijk is te trekken. Er is dus als het ware een ‘grijze zone’. De erkenning van dit feit mag er echter niet toe leiden dat de toetsing vervlakt en dat alleen in gevallen van *uitzonderlijk* onbehoorlijk bestuur aansprakelijkheid van de bestuurders wordt aangenomen. (...) Onbehoorlijk moet overigens wél worden onderscheiden van ‘onzakelijk’, ‘ondoordacht’, ‘onverstandig’ of ander voor de (schuldeisers van de) vennootschap nadelig uitgevallen bestuur dat op zich zelf niet onbehoorlijk behoeft te zijn. In de term ‘onbehoorlijk’ moet vooral het element van ‘verwijtbaarheid’ worden gelezen. (...) Bij onbehoorlijk bestuur gaat het om gedragingen of nalatigheden die als schuldige verwaarlozing van de bestuurstaak kunnen worden aangemerkt (...) en is niet bedoeld de bestuurders een verwijt te maken van fouten, misrekeningen of achteraf beschouwd onjuiste beoordelingen van feiten en omstandigheden die voor het bepalen van het bestuursbeleid van belang zijn.”⁶⁵

Het is daarbij van belang te onderstrepen dat het bestuur geen verzekeraar is van succesvol ondernemingsbeleid. Hij kan er niet voor instaan altijd een ‘gelukkige hand’ te hebben bij het maken van – (zeer) riskante – zakelijke beleidsafwegingen.⁶⁶ Het gaat in wezen om keuzes waarvan gehoopt moet worden dat ze goed zullen uitpakken, waarbij externe – buiten de invloedssfeer van het bestuur val-

⁶⁵ Memorie van Antwoord (1983-1984), 21.

⁶⁶ Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Haarlem 26 juli 2006 (Snouckaert van Schauburg q.q./R.), ro. 4.20: “Dat het door R. gevoerde beleid niet tot het gewenste resultaat heeft geleid, kan niet slechts om die reden tot zijn aansprakelijkheid leiden. Een bestuurder staat immers niet in voor het resultaat van zijn beleid.” Zie o.a. Veasey (2005), 1502.

HOOFDSTUK I

lende – en niet altijd op voorhand bekende omstandigheden een rol zullen spelen.⁶⁷ Dat valt niet in regeltjes te vatten, zoals ook blijkt uit de praktijk waarin het failleren van vennootschappen een niet bijzonder verschijnsel is. In zoverre is het realiseren van florerend ondernemingsbeleid een kunst.

Dit onderkent de *Supreme Court* van Pennsylvania in *Selheimer v. Manganese Corp. of America*⁶⁸: “In determining the personal liability of the directors in the case at bar we bear in mind certain well established principles: (a) the directors of a business corporation are not insurers that their actions will result in pecuniary profit and they are, in the course of their duties, called upon to undertake certain calculated “business risks”; (b) for errors in judgment, exercised in good faith, the directors of a corporation should not be penalized; (c) “what may be negligence in one case may not be want of ordinary care in another, and the question of negligence is therefore ultimately a question of fact, *to be determined under all the circumstances*”.”⁶⁹

Zoals de *Supreme Court* van New York County overweegt in *Litwin v. Allen*: “Not being insurers, directors are not liable for errors of judgment or for mistakes while acting with reasonable skill and prudence. It has been said that a director is required to conduct the business of the corporation with the same degree of fidelity and care as an ordinarily prudent man would exercise in the management of his own affairs of like magnitude and importance. General rules, however, are not altogether helpful. In the last analysis, whether or not a director has discharged his duty, whether or not he has been negligent, depends upon the facts and circumstances of a particular case, the kind of corporation involved, its size and financial resources, the magnitude of the transaction, and the immediacy of the problem presented. A director is called upon ‘to bestow the care and skill’ which the situation demands. (...) The law recognizes that the most conservative director is not infallible, and that he will make mistakes (...)”⁷⁰

67 Zie o.a. Kroeze (2005), 16 en Balotti/Hanks (1993), 1343: “(...) what directors do is engage, more or less continuously, in a process of reading, thinking, discussing, inquiring, deliberating and, in the end, deciding. Because the decision that is the end result of this process looks forward (...) the ‘rightness’ or ‘wrongness’ of the decision cannot be judged until sometime in the future, maybe several years hence or even longer.”

68 *Selheimer v. Manganese Corp. of America* (Pa. 1966).

69 Vgl. buiten Delaware o.a. *Francis v. United Jersey Bank* (N.J. 1981): “Individual liability of a corporate director for acts of the corporation is a prickly problem. Generally directors are accorded broad immunity and are not insurers of corporate activities” en *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944): “A director is not an insurer. On the one hand, he is not called upon to use an extraordinary degree of care and prudence; and on the other hand it is established by the cases that it is not enough for a director to be honest, that fraud is not the orbit of his liability. The director may not act as a dummy or a figurehead.”

70 Zie o.a. Kroeze (2004), 190. Dat mensen niet onfeilbaar zijn wordt in een andere context onderkend door Justice Jackson in zijn *concurring opinion* bij *Brown v. Allen* (U.S. 1953): “Whenever decisions of one court are reviewed by another, a percentage of them are reversed. That reflects a difference in outlook normally found between personnel comprising different courts. However, reversal by a higher court is not proof that justice is thereby better done. There is no doubt that if there were a super-Supreme Court, a substantial proportion of our reversals of state courts would also be reversed. We are not final because we are infallible, but we are infallible only because we are final.”

In die zin kan men mijns inziens zeggen dat op het bestuur slechts een inspanningsverplichting rust. Hij is niet van rechtswege gehouden tot het realiseren van een florerend ondernemingsbeleid en het boeken van (bedrijfs)economische successen. Dat is een streven. Het uitblijven daarvan of zelfs het lijden van verliezen door de vennootschap dient niet min of meer automatisch te resulteren in de vaststelling dat sprake is van ondermaats gedrag van het ondernemende bestuur, en van daaruit bijvoorbeeld in de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW of interne bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 2:9 BW.⁷¹

Dit argument hangt samen met de onvermijdelijke complexiteit van de psychologische realiteit: ook rechters zijn mensen en vatbaar voor de in psychologische onderzoeken aangetoonde menselijke neiging om datgene wat is gebeurd – zeker wanneer het gaat om zeer nadelige gevolgen – met wijsheid achteraf ten onrechte als goed voorspelbaar te beschouwen.

3.d. *Het gevaar van risicomijdend bestuurlijk gedrag*

Ten vierde geldt dat wanneer de rechter het ondernemende bestuur – naar verwachting – vrij gemakkelijk op de vingers tikt als het dubbeltje onverhoopt de verkeerde kant op valt, dit waarschijnlijk meebrengt dat het ondernemende bestuur zich zekerheidshalve risicomijdend(er) gaat opstellen. Het nemen van risico’s waarbij zich uiteindelijk niet alleen de goede maar ook de kwade kans kan verwezenlijken is inherent aan ondernemen in het belang van de vennootschap en daarmee aan de bestuurstaak.

Een uitgangspunt dat de *Supreme Court* van New York County als volgt verwoordt in *Bayer v. Beran*⁷²: “The director of a business corporation is given a wide latitude of action. The law does not seek to deprive him of initiative and daring and vision. Business has its adventures, its bold adventures; and those who in good faith, and in the interests of the corporation they serve, embark upon them, are not to be penalized if failure, rather than success, results from their efforts. The law will not permit a course of conduct by directors, which would be applauded if it succeeded, to be condemned with a riot of adjectives simply because it failed. Directors of a commercial corporation may take chances, the same kind of chances that a man would take in his own business. Because they are given this wide latitude, the law will not hold directors liable for honest errors, for mistakes of judgment. The law will not interfere with the internal affairs of a corporation so long as it is managed by its directors pursuant to a free, honest exercise of judgment uninfluenced by personal, or by any considerations other than the welfare of the corporation. To encourage freedom of action on the part of directors, or to put it another way, to discourage interference with the

71 Ik teken hierbij aan dat de Ondernemingskamer in Ok. 5 januari 1995 (Verlo), ro. 4.2.2. overweegt dat het in de rede ligt dat beleid of een beslissing waaruit een zeer aanzienlijk verlies voortvloeit veroorzaakt zal zijn door een als zeer onjuist te kwalificeren wijze van schatten en afwegen van omstandigheden of te verwachten gevolgen. Vgl. o.a. Ok. 3 januari 2006 (LCI-Technology Group), ro. 3.4. Genuanceerder is Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.1.

72 *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

HOOFDSTUK I

exercise of their free and independent judgment, there has grown up what is known as the 'business judgment rule'. (...) "Questions of policy of management, expediency of contracts or action, adequacy of consideration, lawful appropriation of corporate funds to advance corporate interests, are left solely to their honest and unselfish decision, for their powers therein are without limitation and free from restraint, and the exercise of them for the common and general interests of the corporation may not be questioned, although the results show that what they did was unwise or inexpedient." (...) Indeed, although the concept of 'responsibility' is firmly fixed in the law, it is only in a most unusual and extraordinary case that directors are held liable for negligence in the absence of fraud, or improper motive, or personal interest."⁷³

Een té strikt en rigide model van rechterlijk toezicht leidt onder meer tot een persoonlijke aansprakelijkheidsrisico dat als een zwaard van Damocles boven het hoofd van het ondernemende bestuur hangt en daarmee al snel tot door 'angst voor de val' ingegeven indekgedrag, hetgeen op de lange(re) termijn zeer waarschijnlijk eerder averechts en contra-productief werkt ten detrimente van vennootschap en onderneming dan omgekeerd. Een dergelijke benadering *stiffles innovation*.⁷⁴ Teneinde voor het ondernemende bestuur een werkbaar kader te behouden dient de rechter ruim om deze klip heen te zeilen, onder meer door het reële gevaar van de *hindsight bias* niet – voorzienbaar – te miskennen.

Vergroting van de kans op – mogelijk astronomisch hoge – aansprakelijkheid in privé wegens onsuccesvol ondernemingsbeleid kan bovendien het aantrekken van gekwalificeerde bestuurders belemmeren. De vruchten die het bestuur plukt van – soms zelfs zeer⁷⁵ – risicovol ondernemingsbeleid dat goed uitpakt zijn in beginsel relatief beperkt nu deze primair de vennootschap toekomen, terwijl dit beperkte persoonlijke voordeel al snel niet meer in verhouding staat tot aansprakelijkheid in privé voor de schade die de vennootschap lijdt door – zeer – risicovol ondernemingsbeleid dat niet goed uitpakt.⁷⁶ Het persoonlijke aansprakelijk-

73 Vgl. buiten Delaware o.a. *Air Line Pilots Ass'n v. UAL Corp.* (N.D. Ill. 1989): "Commonly cited support for this proposition is the speculation that if the stricter liability were imposed on directors, the founders of McDonalds' Corporation who put \$3 million at risk to patent a novel hamburger manufacturing technique might never have made this profitable decision"; *Kamin v. American Express Co.* (N.Y. 1976); en *Miller v. AT&T Co.* (3rd Cir. 1974): "The sound business judgment rule (...) expresses the unanimous decision of American courts to eschew intervention in corporate decision-making if the judgment of directors and officers is uninfluenced by personal considerations and is exercised in good faith. (...) Underlying the rule is the assumption that reasonable diligence has been used in reaching the decision which the rule is invoked to justify (...)." Zie o.a. Strine (2002), 1376; Johnson (2000), 639 e.v.; en Balotti/Hanks (1993), 1339.

74 Vgl. buiten Delaware o.a. *Rosenfield v. Metals Selling Corp.* (Conn. 1994): "For efficiency reasons, corporate decision makers should be permitted to act decisively and with relative freedom from a judge's or jury's subsequent second guessing. It is desirable to encourage directors and officers to enter new markets, develop new products, innovate, and take other business risks."

75 Vgl. o.a. Ok. 20 april 1995 (Noro-Nachtegaal), ro. 5.

76 Zie o.a. Eisenberg (1993), 445.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

heidsrisico neemt dan draconische proporties aan. Het bestuurderschap verwordt zo tot een weinig aantrekkelijke en benijdenswaardige functie. Capabele bestuurders die nog wel bereid zijn een bestuurspositie in te nemen zullen dat risico – waaronder ik ook vat reputatieverlies – waarschijnlijk verdisconteerd willen zien in hun beloning, waardoor het voor vennootschappen duurder wordt dergelijke personen aan te trekken.⁷⁷

Interessant is in dit verband de volgende signalering van de *Court of Chancery* van Delaware in *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*⁷⁸: “Shareholders can diversify the risks of their corporate investments. Thus, it is in their economic interest for the corporation to accept in rank order all positive net present value investment projects available to the corporation, starting with the highest risk adjusted rate of return first. Shareholders don’t want (or shouldn’t rationally want) directors to be risk averse. Shareholders’ investment interests, across the full range of their diversifiable equity investments, will be maximized if corporate directors and managers honestly assess risk and reward and accept for the corporation the highest risk adjusted returns available that are above the firm’s cost of capital. But directors will tend to deviate from this rational acceptance of corporate risk if in authorizing the corporation to undertake a risky investment, the directors must assume some degree of personal risk relating to *ex post facto* claims of derivative liability for any resulting corporate loss. Corporate directors of public companies typically have a very small proportionate ownership interest in their corporations and little or no incentive compensation. Thus, they enjoy (as residual owners) only a very small proportion of any ‘upside’ gains earned by the corporation on risky investment projects. If, however, corporate directors were to be found liable for a corporate loss from a risky project on the ground that the investment was too risky (foolishly risky! stupidly risky! egregiously risky! – you supply the adverb), their liability would be joint and several for the whole loss (with I suppose a right of contribution). Given the scale of operation of modern public corporations, this stupefying disjunction between risk and reward for corporate directors threatens undesirable effects. Given this disjunction, only a very small probability of director liability based on ‘negligence’, ‘inattention’, ‘waste’, etc., could induce a board to avoid authorizing risky investment projects to any extent! Obviously, it is in the shareholders’ economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimal proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss.”⁷⁹

77 Zie o.a. Kroeze (2005), 5 en Parijs (2003), 229.

78 *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996).

79 Vgl. in Delaware o.a. *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996): “(...) one wonders on what moral basis might shareholders attack a *good faith* business decision of a director as ‘unreasonable’ or ‘irrational’. Where a director in fact exercises a good faith effort to be informed and to exercise appropriate judgment, he or she should be deemed to satisfy fully the duty of attention. If the shareholders thought themselves entitled to some other quality of judgment than such a director produces in the good faith exercise of the power of office, then the shareholders should have elected other directors.”

HOOFDSTUK I

Veasey verwoordt dit als volgt: “Stockholders expect a board that is not risk averse. (...) It is very much in the stockholders’ interest that the law not encourage directors to be risk averse. Some opportunities offer the prospect of great profit at the risk of very substantial loss, while the alternatives offer less risk of loss but also less potential profit. (...) Investor interests will be advanced if corporate directors and managers honestly assess risk and reward, cost and benefit. In their strategic vision, directors should pursue with integrity the highest available risk-adjusted returns that exceed the corporation’s cost of capital. But directors may tend to be risk averse if they must assume a substantial degree of exposure to personal risk relating to *ex post* claims of liability for any resulting corporate loss occasioned by a business decision gone bad. They need not worry under Delaware law about liability if they exercise loyalty to the good faith pursuit of the best interest of the corporation.”⁸⁰

Hetzelfde geldt in essentie voor vergroting van de kans op bijvoorbeeld de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ in een enquêteprocedure en de daarmee doorgaans samenhangende diffamatie van het bestuur. Daarop zitten bestuurders niet te wachten.

Met Kroeze ben ik daarom van mening dat juridische regels zo zouden moeten zijn dat zij ertoe bijdragen dat bestuurders op het vlak van het enquêterecht of aansprakelijkheid in privé niet meer te vrezen hebben van een risicovolle, maar economisch optimale beslissing dan van een weinig of zelfs geen risicovolle, maar economisch sub-optimale beslissing.⁸¹

In het verlengde hiervan ligt de gedachte dat aandeelhouders door het innemen van die positie in een bepaalde vennootschap tot op zekere hoogte vrijwillig het risico aanvaarden dat hun investering niet het verwachte rendement oplevert.⁸² Risico’s waarbij niet in de laatste plaats de aandeelhouders – via de band van de vennootschap – uiteindelijk gebaat kunnen zijn, gelet op de mogelijk daarmee corresponderende opbrengsten en het wettelijke uitgangspunt ex art. 2:105/216 lid 1 BW dat voor zover bij de statuten niet anders is bepaald de winst de aandeelhouders ten goede komt.⁸³ Hetzelfde gaat in andere vorm op voor de

80 Veasey (2005), 1422, 1424-1425. Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 450 e.v.; Strine (2002), 1375; en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1298.

81 Kroeze (2005), 9.

82 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “(...) shareholders to a very real degree voluntarily undertake the risk of bad business judgment. Investors need not buy stock, for investment markets offer an array of opportunities less vulnerable to mistakes in judgment by corporate officers. Nor need investors buy stock in particular corporations. In the exercise of what is genuinely a free choice, the quality of a firm’s management is often decisive and information is available from professional advisors. (...) shareholders can and do select among investments partly on the basis of management (...).”

83 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “(...) because potential profit often corresponds to the potential risk, it is very much in the interest of shareholders that the law not create incentives for overly cautious corporate decisions. Some opportunities offer great prof-

→

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

werknemers, nu de werkgelegenheid doorgaans gebaat zal zijn bij succesvol ondernemingsbeleid. Dit strookt voorts met het door de Hoge Raad binnen het leerstuk van art. 6:162 BW gehanteerde uitgangspunt voor externe bestuurdersaansprakelijkheid dat derden niet te gemakkelijk door de vennootschap heen moeten kunnen breken naar de bestuurders in privé. Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders ligt hier niet heel snel op de loer.⁸⁴

Andersom geldt dat door een daadwerkelijk terughoudende objectieve toetsing de rechter zich in die gevallen waarin hij tot de slotsom komt dat het ondernemende bestuur schuldig ondermaats gedrag heeft vertoond minder bezwaard hoeft te voelen in bijvoorbeeld een enquêteprocedure tot – bestuurlijke verantwoordelijkheid voor – ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW te concluderen of in een art. 2:9 BW-procedure persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap aan te nemen.

Dit argument hangt samen met het belang van erkenning van de inhoud en strekking van de bestuurstaak: besturen is meer dan ‘op de winkel passen’ in de zin van beheren alleen, in het domein van het ondernemerschap zijn zekerheden betrekkelijk zeldzaam en staat het nemen van risico’s in het belang van de vennootschap voorop. Dat dient niet te worden ontmoedigd, juist in het belang van de vennootschap.

3.e. De relatief autonome positie van het bestuur binnen vennootschap en onderneming

Ten vijfde dient voorkomen te worden dat ontevreden (minderheids)aandeelhouders en/of vertegenwoordigers van werknemers, zoals een vereniging van werknemers (vgl. art. 2:347 BW) of de ondernemingsraad (vgl. art. 26 WOR), te snel op succesvolle wijze de gang naar de rechter kunnen maken om het door het bestuur uitgestippelde ondernemingsbeleid te kunnen doorkruisen.⁸⁵ Dit speelt met name in het kader van het enquêterecht. Het uitgangspunt van het Nederlandse vennootschapsrecht is dat het bestuur de vennootschap bestuurt en naar eigen inzicht namens de vennootschap onderneemt in haar belang, niet (minder-

its at the risk of very substantial losses, while the alternatives offer less risk of loss but also less potential profit. Shareholders can reduce the volatility of risk by diversifying their holdings. In the case of the diversified shareholder, the seemingly more risky alternatives may well be the best choice since great losses in some stocks will over time be offset by even greater gains in others. Given mutual funds and similar forms of diversified investment, courts need not bend over backwards to give special protection to shareholders who refuse to reduce the volatility of risk by not diversifying. A rule which penalizes the choice of seemingly riskier alternatives thus may not be in the interest of shareholders generally.”

⁸⁴ Vgl. o.a. HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5-3.6; HR 6 juni 2003 (Kuijpers/Wentink), ro. 3.4; HR 8 februari 2002 (Beverwijk/Maarssens Bouwbedrijf), ro. 3.4-3.5; HR 18 januari 2002 (Steins/Textile Company), ro. 3.4.2; HR 18 februari 2000 (New Holland Belgium/Oosterhof), ro. 3.4.1; en HR 8 januari 1999 (Pelco/Sturkenboom), ro. 3.6 e.v.

⁸⁵ Een andersluidende opvatting zou waarschijnlijk ook de – vaak toch al onder druk staande – doorlooptijd van een enquêteprocedure negatief beïnvloeden.

HOOFDSTUK I

heids)aandeelhouders en/of vertegenwoordigers van werknemers via interventie door de rechter.

Zoals de Ondernemingskamer overweegt in haar *Stork*-beschikking⁸⁶: “De standpuntbepaling van Centaurus c.s. is gebaseerd op een diepgaand verschil van inzicht omtrent de door Stork in haar onderneming te voeren strategie. Het is, in beginsel, niet aan de Ondernemingskamer te beslissen welke strategie een vennootschap met betrekking tot haar ondernemingsbeleid dient te volgen of welke visie in geval van verschil van inzicht daaromtrent de juiste is. Discussies daaromtrent dienen te worden gevoerd in het kader van het Nederlandse vennootschapsrecht en heersende opvattingen omtrent corporate governance, die er kort gezegd op neer komen dat het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten (...).”⁸⁷

In haar *ABN AMRO Holding*-beschikking⁸⁸ vaart de Ondernemingskamer in essentie dezelfde koers: “Bij de beoordeling van de vraag hoe te dezen de bevoegdheden van het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders van ABN AMRO Holding zich tot elkaar verhouden stelt de Ondernemingskamer het volgende voorop. Bij een verschil van inzicht tussen de genoemde organen van een vennootschap over de in haar onderneming te voeren strategie, dienen de discussies daaromtrent te worden gevoerd in het kader van het Nederlandse vennootschapsrecht en heersende opvattingen omtrent corporate governance die, zoals de Ondernemingskamer eerder overwoog, er kort gezegd op neerkomen dat het bepalen van de strategie van de vennootschap in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. In dat stelsel is de besluitvorming over (de uiteindelijke eigendom van) aandelen en de daaraan verbonden rechten exclusief voorbehouden aan de houder van de desbetreffende aandelen. Weliswaar kan deze daarbij, onder omstandigheden, gehouden zijn bepaalde andere belangen dan – uitsluitend – de zijne in aanmerking te nemen, doch de besluitvorming terzake behoort als zodanig steeds en in beginsel tot zijn domein. Eventuele verschillen van inzicht tussen de onderscheiden (uiteindelijke) aandeelhouders van eenzelfde vennootschap dienen te worden beslecht in het daartoe bestemde forum, de algemene vergadering van aandeelhouders.”

86 Ok. 17 januari 2007 (*Stork*), ro. 3.14.

87 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (*KPNQwest*), ro. 3.37; Ok. 8 december 2006 (*VTI*), ro. 3.28; Ok. 19 december 2005 (*Lambers Beheer*), ro. 3.3; Ok. 2 augustus 2005 (*De Hasker Appelhof Holding*), ro. 3.4; Ok. 22 juli 2005 (*Arthromed*), ro. 3.5; Ok. 4 april 2005 (*Audilux*), ro. 3.9; HR 21 februari 2003 (*HBG*), ro. 6.6.4; Ok. 4 juli 2001 (*HBG*), ro. 3.5; en Ok. 9 maart 2000 (*Willem III Meubilering Beheer*), ro. 3.6. Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. reeds HR 21 januari 1955 (*Van Toorn/Schouten*).

88 Ok. 3 mei 2007 (*ABN AMRO Holding*), ro. 3.17.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Hierbij past dat het bestuur de ten aanzien van het ondernemingsbeleid te varen koers – inclusief het tijdpad – uitzet, niet dat de onderneming wordt geleid vanuit bijvoorbeeld een door één of meer aandeelhouders opgedrongen korte termijn visie die met name de gemiddelde belegger kenmerkt en doorgaans minder in het belang zal zijn van de binnen de door de vennootschap gedreven onderneming(en) werkzame personen. De strategiebepaling valt in beginsel binnen het domein van het bestuur.

Een interessante parallel biedt de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*⁸⁹: “On the level of legal doctrine, it is clear under Delaware law, directors are under no obligation to act so as to maximize the immediate value of the corporation or its shares, except in the special case in which the corporation is in a ‘Revlon mode’. (...) Thus, Delaware law does recognize that directors, when acting deliberately, in an informed way, and in the good faith pursuit of corporate interests, may follow a course designed to achieve long-term value even at the cost of immediate value maximization”⁹⁰, met daarbij in een voetnoot: “It is this recognition that, in part, permits a corporation to make reasonable charitable contributions, to grant scholarships or take other action that will not have a direct or immediate positive impact upon the financial performance of the firm”, en: “(...) The value of a shareholder’s investment, over time, rises or falls chiefly because of the skill, judgment and perhaps luck – for it is present in all human affairs – of the management and directors of the enterprise. When they exercise sound or brilliant judgment, shareholders are likely to profit; when they fail to do so, share values likely will fail to appreciate. In either event, the financial vitality of the corporation and the value of the company’s shares is in the hands of the directors and managers of the firm. The corporation law does not operate on the theory that directors in exercising their powers to manage the firm, are obligated to follow the wishes of a majority of shares. In fact, directors, not shareholders, are charged with the duty to manage the firm. (...) In the decision they have reached here, the Time board may be proven in time to have been brilliantly prescient or dismayingly wrong. In this decision, as in other decisions affecting the financial value of their investment, the shareholders will bear the effects for good or ill. That many, presumably most, shareholders would prefer the board to do otherwise than it has done does not, in the circumstances of a challenge to this type of transaction, afford a basis to interfere with the effectuation of the board’s business judgment.”

In deze zaak overweegt de *Supreme Court* van Delaware als volgt over “where the power of corporate governance lies”⁹¹: “(...) Delaware law imposes on a board of directors the duty to manage the business and affairs of the corporation. (...) This broad mandate includes a conferred authority to set a corporate course of action, including time frame, designed to enhance corporate profitability. Thus, the question of ‘long-term’ versus ‘short-term’ values is largely irrelevant because directors, generally, are obliged to charter a course

89 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. Ch. 1989).

90 Zie hoofdstuk 4 – nummer 21 over de *Revlon/QVC*-doctrine waarnaar de *Court of Chancery* van Delaware verwijst.

91 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990).

HOOFDSTUK I

for a corporation which is in its best interest without regard to a fixed investment horizon. (...) a board of directors, while always required to act in an informed manner, is not under any *per se* duty to maximize shareholder value in the short term, even in the context of a takeover. (...) Delaware confers the management of the corporate enterprise to the stockholders' duly elected board representatives. 8 Del.C. § 141(a). The fiduciary duty to manage a corporate enterprise includes the selection of a time frame for achievement of corporate goals. That duty may not be delegated to the stockholders. (...) Directors are not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy."⁹²

Dit uitgangspunt is vervat in art. 2:129/239 lid 1 BW: behoudens beperkingen volgens de statuten is het bestuur belast met het besturen van de vennootschap, waaronder ook valt het ondernemen namens de vennootschap.

Het uitgangspunt van bestuursautonomie keert vaak terug in uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware. Daarbij staat *Section 141(a)* DGCL centraal, dat voor zover relevant luidt: "The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such per-

92 Vgl. in Delaware o.a. *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007): "A corporation's affairs are not static. Because they evolve with time and reflect new circumstances, a board must be able to respond accordingly"; *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams* (Del. Ch. 1997): "(...) it is entirely up to the board to exercise judgment over what time-frame the corporation's resources are to be developed and how"; *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996): "In the absence of facts casting a legitimate shadow over the exercise of business judgment reflected in compensation decisions, a court, acting responsibly, ought not to subject a corporation to the risk, expense and delay of derivative litigation, simply because a shareholder asserts, even sincerely, the belief and judgment that the corporation wasted corporate funds by paying far too much"; en *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994): "The General Corporation Law of the State of Delaware (...) and the decisions of this Court have repeatedly recognized the fundamental principle that the management of the business and affairs of a Delaware corporation is entrusted to its directors, who are the duly elected and authorized representatives of the stockholders. (...) Under normal circumstances, neither the courts nor the stockholders should interfere with the managerial decisions of the directors. The business judgment rule embodies the deference to which such decisions are entitled." Vgl. buiten Delaware o.a. *Shlensky v. Wrigley* (Ill. App. Ct. 1968): "(...) it cannot be said that directors, even those of corporations that are losing money, must follow the lead of the other corporations in the field. Directors are elected for their business capabilities and judgment and the courts cannot require them to forego their judgment because of the decisions of directors of other companies. Courts may not decide these questions in the absence of a clear showing of dereliction of duty on the part of the specific directors and the mere failure 'to follow the crowd' is not such a dereliction" en *Corbus v. Alaska Treadwell Gold Mining Co.* (U.S. 1903): "It is not a trifling thing for a stockholder to attempt to coerce the directors of a corporation to an act which their judgment does not approve, or to substitute his judgment for theirs." Zie o.a. Strine (2002), 1402. Zie in Engeland o.a. Gower/Davies (2003), 388-389.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

son or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.” Illustratief zijn *Aronson v. Lewis*⁹³: “A cardinal precept of the General Corporation Law of the State of Delaware is that directors, rather than shareholders, manage the business and affairs of the corporation. (...) The existence and exercise of this power carries with it certain fundamental fiduciary obligations to the corporation and its shareholders” en *Quickturn Design Systems v. Shapiro*⁹⁴: “One of the most basic tenets of Delaware corporate law is that the board of directors has the ultimate responsibility for managing the business and affairs of a corporation. Section 141(a) requires that any limitation on the board’s authority be set out in the certificate of incorporation. (...) In discharging the statutory mandate of Section 141(a), the directors have a fiduciary duty to the corporation and its shareholders.”⁹⁵

De positie van het bestuur binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) is daardoor een relatief autonome.

Ik maak hierbij twee kanttekeningen. Allereerst wijs ik op art. 2:129/239 lid 4 BW. Daaruit volgt dat de statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een vennootschapsorgaan die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen. Men zou hier kunnen spreken van een beperkt instructierecht. Daarnaast wijs ik op de realiteit dat wanneer een aandeelhouder vanwege zijn controlerende positie bij machte is de algemene vergadering van aandeelhouders het bestuur te doen ontslaan ex art. 2:134/244 BW, het bestuur zich *de facto* moeilijk zal kunnen onttrekken aan de wensen van deze aandeelhouder omtrent het te voeren ondernemingsbeleid. Men zou hier kunnen spreken van instructiemacht.⁹⁶ Dit speelt met name in concernverhoudingen. Daarbij geldt dat op het bestuur van de vennootschap die aan het hoofd van het concern staat in het algemeen de plicht rust het concern centraal te leiden.⁹⁷

Dit neemt niet weg dat het bestuur verantwoording zal moeten kunnen afleggen over het gevoerde vennootschappelijk en ondernemingsbeleid.

In de eerste plaats binnen de vennootschap tegenover de algemene vergadering van aandeelhouders en de raad van commissarissen (indien aanwe-

93 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

94 *Quickturn Design Systems v. Shapiro* (Del. 1998).

95 Vgl. in Delaware o.a. *Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation* (Del. Ch. 2007): “Once elected, directors alone direct the management of the company, and stockholders may express dissatisfaction only through the electoral check” en *In re The MONY Group, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2004): “This court, relying on the General Assembly’s determination [in Section 141(a)] (...) in most circumstances defers to decisions made by boards of directors in how to run the corporation’s affairs.”

96 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 9.3. Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. HR 21 december 2001 (SOBI/Hurks), ro. 5.3.8.3 en HR 4 december 1992 (Meijers/Mast Holding), ro. 3.3.

97 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 9.2. Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 136-137 en Bartman/Dorresteyn (2006), 98 e.v.

HOOFDSTUK I

zig).⁹⁸ Die stap dient in beginsel niet overgeslagen te worden. In haar enquête-rechtspraak geeft de Ondernemingskamer er blijk van hiervoor oog te hebben.

Illustratief is de *Uni-Invest*-beschikking⁹⁹ van de Ondernemingskamer: “Naar het oordeel van de Ondernemingskamer is het (al) dus – in de eerste plaats – aan de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap de in aanmerking komende belangen af te wegen. Voor ingrijpen door de Ondernemingskamer daaraan voorafgaand zou slechts plaats zijn indien reeds thans zodanige aanwijzingen voorhanden zouden zijn dan wel zodanige feiten zouden vaststaan of aannemelijk zijn geworden, dat op voorhand duidelijk althans te verwachten zou zijn dat de algemene vergadering van aandeelhouders tot besluitvorming zou komen die – mede gelet op de belangen van minderheidsaandeelhouders – hetzij naar haar wijze van totstandkoming hetzij naar haar inhoud in het licht van alle in aanmerking te nemen belangen in redelijkheid niet zou mogen plaatsvinden.”¹⁰⁰

Het belang van functioneel intern toezicht – en de bepalende rol die institutionele investeerders daarbij als (groot)aandeelhouder kunnen spelen – dient niet uit het oog verloren of gebagatelliseerd te worden. Hantering van een evenwichtig systeem van *checks and balances* via intra-vennootschappelijke structuren, in moderne termen – verbeterde – *corporate governance*, kan bijdragen aan de bevordering van verantwoord bestuur.¹⁰¹ Hierbij teken ik wel aan dat naarmate de vennootschap een grotere en minder besloten groep aandeelhouders kent waarbij een dominante aandeelhouder ontbreekt en de aandeelhouders elkaar op incidentelere basis treffen, de slagkracht van de door de aandeelhouders te maken vuist tegenover het bestuur wellicht minder groot zal zijn.¹⁰² Juist in dergelijke gevallen, die zich doorgaans voor zullen doen bij houders van beursgenoteerde toonderaandelen, dreigt het gevaar dat de algemene vergadering van aandeelhouders verwordt tot een formalisme.

98 Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. HR 4 december 1992 (Meijers/Mast Holding), ro. 3.2 waaruit volgt dat “hoezeer het bestuur berust bij de bestuurders gezamenlijk, iedere bestuurder afzonderlijk voor zijn aandeel in het bestuur en dus in dit beleid verantwoordelijk is tegenover de algemene vergadering van aandeelhouders.”

99 Ok. 19 december 2000 (Uni-Invest), ro. 3.16-3.17.

100 Vgl. o.a. Ok. 21 maart 2007 (Kel Development), ro. 3.6; Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.13; en Ok. 26 juni 2002 (Laurus), ro. 3.11.

101 Zie o.a. Veasey (2005), 1406 en Strine (2002), 1402.

102 Zie o.a. Den Boogert (2005), 252 e.v. Vgl. in Delaware o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2006): “Shareholders rarely speak with one voice because of so-called ‘collective action problems’”; *Stroud v. Grace* (Del. 1992): “Realities of modern corporate life have all but gutted the myth that shareholders in large publicly held companies personally attend their annual meetings”; en *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988): “It has, for a long time, been conventional to dismiss the stockholder vote as a vestige or ritual of little practical importance. It may be that we are now witnessing the emergence of new institutional voices and arrangements that will make the stockholder vote a less predictable affair than it has been. Be that as it may, however, whether the vote is seen functionally as an unimportant formalism, or as an important tool of discipline, it is clear that it is critical to the theory that legitimates the exercise of power by some (directors and officers) over vast aggregations of property that they do not own. Thus, when viewed from a broad, institutional perspective, it can be seen that matters involving the integrity of the shareholder voting process involve consideration not present in any other context in which directors exercise delegated power.”

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Dit vennootschappelijk en ondernemingsbeleid zal in volle omvang door de algemene vergadering van aandeelhouders en/of de raad van commissarissen beoordeeld kunnen worden.¹⁰³ Deze rol dient de rechter niet in afgeleide vorm over te nemen.¹⁰⁴

In de literatuur wordt wel gesteld dat de raad van commissarissen zich daarbij zou moeten beperken tot een terughoudende beoordeling.¹⁰⁵ Dit zou mijns inziens niet alleen leiden tot een vreemde discrepantie, nu de algemene vergadering van aandeelhouders indien daartoe in de gelegenheid gesteld het bestuurlijk beleid dan nog steeds zonder terughoudendheid mag beoordelen (zij het niet zozeer in het licht van het ‘vennootschappelijk belang’ als wel primair in het licht van de persoonlijke voorkeur van de individuele aandeelhouders, een en ander binnen de grenzen van met name art. 2:8 BW), maar ook leiden tot miskennis van de zelfstandige toezichthoudende en adviserende rol die de wetgever de raad van commissarissen op de voet van art. 2:140/250 lid 2 BW heeft toebedeeld in het huidige *two tier* model, die onder omstandigheden een actieve opstelling van dit vennootschapsorgaan vereist (en waarbij de raad van commissarissen telkens zelf dient te handelen in het belang van de vennootschap).¹⁰⁶ De mogelijkheid van een ‘volle’ beoordeling is daaraan welbeschouwd inherent, hetgeen onverlet laat dat de raad van commissarissen de zienswijze van het bestuur in beginsel zwaar zal moeten laten wegen. Aantasting van die mogelijkheid betekent in belangrijke mate een afvlakking van de rol van de raad van commissarissen. De hier gesignaleerde ratio van beperkte *rechterlijke* toetsing van bestuurlijk gedrag noopt daar niet direct toe.

Voor zover de rol van de raad van commissarissen beoordeling van bestuurlijke beleidsinitiatieven meebrengt heeft dit primair een ‘blokkerend’ karakter, met name in gevallen waarin het bestuur op grond van de wet en/of de statuten de goedkeuring dient te verkrijgen van de raad van commissarissen.¹⁰⁷ Dat laatste is echter lang niet altijd het geval, maar

-
- 103 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.41-3.49 en Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.1-3.16.
- 104 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 557-558.
- 105 Zie o.a. Buijs (2006), 119-124 en Honée (1996), 280-281. Anders o.a. Timmerman (2006 b), 337 en Timmerman (2003 c), 557-558.
- 106 Hieraan wordt in toenemende mate gewicht toegekend. Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.41 e.v.; Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.6 e.v.; HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.9-4.10.1; en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 10.2, 12.3. Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. Gh. Arnhem 2 december 1997 (Brijder/Pasma q.q.), ro. 2.1. e.v.; HR 28 juni 1996 (Pasma q.q./Brijder), ro. 3.5-3.6; en Rb. Breda 1 mei 1990 (Gerritse q.q./D.).
- 107 Vgl. in de context van art. 2:15 BW o.a. Gh. 's-Gravenhage 25 augustus 1998 (Euro Motorcycles Group/Bosman), ro. 4.3. Zie o.a. Asser/Maeijer (2000), 475-476. Het is in beginsel niet aan de raad van commissarissen zelf beleidsinitieënd op te treden en in zoverre de bestuurs-taak naar zich toe te trekken, voor zover dit meer behelst dan toezicht houden en adviseren als bedoeld in art. 2:140/250 lid 2 BW. Vgl. in de context van art. 2:149/259 BW o.a. HR 28 juni 1996 (Pasma q.q./Brijder), ro. 3.5. Zie o.a. Principe III.1 e.v. van de Nederlandse *corporate governance* code. In Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.47-3.48 lijkt de Ondernemingskamer de raad van commissarissen tot op zekere hoogte wel een meer beleidsinitieërende taak toe te dichten.

HOOFDSTUK I

doorgaans pas bij majeure beslissingen.¹⁰⁸ Dat de raad van commissarissen zich in dergelijke gevallen desgewenst ook in minder beperkte mate kan laten gelden komt mij niet onverdedigbaar voor. Iets anders is natuurlijk in hoeverre de raad van commissarissen in de praktijk in staat is daadwerkelijk ‘vol’ te beoordelen.¹⁰⁹

Daarbij kunnen deze vennootschapsorganen de aan hen bij wet en statuten toebedeelde bevoegdheden uitoefenen. Zo kan, afhankelijk van de verdeling van bevoegdheden ex art. 2:132/242 BW en 2:134/244 BW en mits aan de eventueel daaraan bij statuten nader gestelde voorwaarden is voldaan, de algemene vergadering van aandeelhouders of de raad van commissarissen in het uiterste geval het bestuur ontslaan en een nieuw bestuur benoemen.¹¹⁰

De *Court of Chancery* van Delaware heeft bij herhaling onderstreept dat in rechte veel waarde wordt toegekend aan het stemrecht dat verbonden is aan het aandeelhouderschap. Ik noem ter illustratie de uitspraken inzake *Openwave Systems, Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd.*¹¹¹: “This court and Delaware law are especially solicitous of the franchise rights of stockholders and “are vigilant in policing fiduciary misconduct that has the effect of impeding or interfering with the effectiveness of a stockholder vote.” As the Delaware Supreme Court stated in *MM Cos. v. Liquid Audio, Inc.*, “[t]his is particularly the case in matters relating to the election of directors (...)””; *Perlegos v. Atmel Corporation*¹¹²: “A stockholder’s vote is one of the most fundamental rights of owning stock. Although such a vote may be seen by some as a “vestige or ritual of little practical importance”, it is clear that it is the “ideological underpinning upon which the legitimacy of directorial power rests.” Along with the right to vote, the forum in which shareholders exercise this right plays a fundamentally important role in the corporate governance structure established under the DGCL. In short, a stockholders meeting is an important event on the corporate calendar”; en *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*¹¹³: “The shareholder franchise is the ideological underpinning upon which the legitimacy of directorial power rests. Generally, shareholders have only two protections against perceived inadequate business performance. They may sell their stock (which, if done in sufficient numbers, may so affect security prices as to create an incentive for altered managerial performance), or they may

108 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.1 e.v.

109 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 18. Welbeschouwd beantwoordt Buijs (2006), 121-124 de vraag hoe streng de raad van commissarissen daarbij mag zijn slechts gedeeltelijk door te concluderen dat de raad van commissarissen *de facto* in velerlei opzicht niet anders kan dan ‘marginaal’ beoordelen.

110 Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. HR 4 december 1992 (Meijers/Mast Holding), ro. 3.2. Voor ontevreden aandeelhouders van met name beursgenoteerde vennootschappen bestaat natuurlijk altijd de mogelijkheid ‘met de voeten’ te stemmen. Vgl. in Delaware o.a. *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966).

111 *Openwave Systems, Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd.* (Del. Ch. 2007).

112 *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007).

113 *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988).

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

vote to replace incumbent board members. (...) The theory of our corporation law confers power upon directors as the agents of the shareholders; it does not create Platonic masters.”

Ik wijs erop dat aan de uitoefening door deze vennootschapsorganen van hun bevoegdheden in het vennootschappelijk kader wel grenzen worden gesteld. Daarbij springen met name in het oog de maatstaven van redelijkheid en billijkheid als neergelegd in art. 2:8 BW.

Illustratief is de *Stork*-beschikking¹¹⁴ van de Ondernemingskamer. Daarbij gaat het om de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders, neergelegd in art. 2:161a/271a BW, het vertrouwen op te zeggen in de raad van commissarissen: “De standpuntbepaling van Centaurus c.s. is gebaseerd op een diepgaand verschil van inzicht omtrent de door Stork in haar onderneming te voeren strategie. Het is, in beginsel, niet aan de Ondernemingskamer te beslissen welke strategie een vennootschap met betrekking tot haar ondernemingsbeleid dient te volgen of welke visie in geval van verschil van inzicht daaromtrent de juiste is. Discussies daaromtrent dienen te worden gevoerd in het kader van het Nederlandse vennootschapsrecht en heersende opvattingen omtrent corporate governance, die er kort gezegd op neer komen dat het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten, waaronder sinds 1 oktober 2004 in geval van een structuurvennootschap het recht het vertrouwen in de raad van commissarissen op te zeggen. Dat neemt niet weg dat uitoefening van rechten en bevoegdheden kan worden getoetst, ook in rechte. Voor zover de discussie tussen Centaurus c.s. enerzijds en het bestuur en de raad van commissarissen van Stork anderzijds de juistheid en superioriteit van ieders visie op de gewenste strategie van Stork betreft, leidt deze discussie in dit geding tot het, in het kader van de vraag of een onderzoek dient te worden bevolen, reeds impliciet gegeven oordeel dat de strategie van Stork geen aanleiding is voor twijfel aan een juist beleid. Daarmee is de hier aan de orde zijnde vraag evenwel nog niet beantwoord. De Ondernemingskamer kan niet anders dan vaststellen dat sinds het aantreden van Vollebregt als voorzitter van het bestuur van Stork de door Stork gevolgde strategie vruchten afwerpt. Zulks is kenbaar uit, ook in dit geding gepresenteerde, openbare bronnen en gegevens en met name ook uit het verloop van de koers van de aandelen in Stork ter beurze. De Ondernemingskamer kan verder niet anders dan vaststellen dat het bestuur van Stork zeer brede steun ondervindt voor het gevoerde en te voeren beleid. Behalve Centaurus c.s. en (de moedervernootschap van) Marel HF, die in de bepaling van haar positie als aandeelhouder van Stork kennelijk een eigen ondernemingsbelang heeft, wordt dat beleid gesteund door de raad van commissarissen van Stork, de COR van Stork, de werknemers van Stork, de werknemersorganisaties en de zakelijke relaties van Stork, maar ook door een de belangen van aandeelhouders behartigende organisatie als VEB, die in het algemeen is gekant tegen het gebruik van beschermingsconstructies, maar dat gebruik in dit geval niettemin kan billijken in verband met het ver-

114 Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.14-3.20.

HOOFDSTUK I

trouwen dat zij stelt in de huidige leiding van Stork. Stork heeft er voorts – onweersproken – op gewezen dat andere houders van aandelen in haar kapitaal dan Centaurus c.s., zoals gerespecteerde institutionele beleggers als DeltaLloyd, Robeco en Arlington Investors, het beleid van het bestuur van Stork breed dragen. Zelfs in het geheel niet direct bij Stork of bij deze zaak betrokken, vanwege hun deskundigheid bekend staande derden als ISS Corporate Services en Glass Lewis hebben hun cliënten geadviseerd tegen de voorstellen van Centaurus c.s., zoals deze aan de orde zijn in de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 18 januari 2007, te stemmen. Tegen de achtergrond van dit een en ander lijkt moeilijk te ontkomen aan de conclusie dat niet alleen niet gezegd kan worden dat het strategisch beleid van Stork de toets der kritiek niet kan doorstaan, maar mag er van worden uitgegaan dat dat beleid als deugdelijk en op goede argumenten gebaseerd moet worden beschouwd. Dat laatste kan niet althans niet zonder meer worden gezegd van de strategie die Centaurus c.s. voorstaan. Tegenover de gemotiveerde uiteenzetting van Stork dat en waarom het volgen van de wensen van Centaurus c.s., althans in ieder geval op de korte termijn, grote risico's voor alle bij Stork betrokken belangen in zich bergt, hebben Centaurus c.s. in dit geding geen althans in ieder geval onvoldoende toetsbare argumenten aangevoerd op grond waarvan tot het oordeel kan worden gekomen dat niet van zodanige risico's sprake is onderscheidenlijk dat de door haar voorgestane strategie de voorkeur verdient. Het door haar in dit verband als productie 15 in het geding gebrachte stuk ten behoeve van de gedachtewisseling in de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 12 oktober 2006 kan wel gelden als presentatie maar niet als zodanige argumentatie. Zulks is overigens mede het gevolg van de wijze waarop Centaurus c.s. deze presentatie ter kennis hebben gebracht van het bestuur, de raad van commissarissen en de andere aandeelhouders van Stork, immers door het desbetreffende stuk eerst ter vergadering uit te reiken en toe te lichten. Zulks sloot een zinvolle gedachtewisseling in die vergadering welhaast op voorhand uit. Ten slotte moet worden vastgesteld dat Centaurus c.s. zich tot voor kort met het beleid van Stork hebben kunnen verenigen. Zij hebben immers in de algemene vergadering van aandeelhouders van 10 maart 2006 ingestemd met dat beleid en het bestuur en de raad van commissarissen toen decharge verleend voor het door dezen – tot en met het boekjaar 2005 – gevoerde beleid. De slotsom van dit alles moet dan ook zijn dat, ook bij een uiterst terughoudende toetsing van de (beoogde) bevoegdheidsuitoefening door Centaurus c.s. aan de, ook door aandeelhouders in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW, niet, althans niet reeds thans of zonder beoordeling van de uitkomsten van het in deze te verrichten onderzoek, kan worden aanvaard, zulks in verband met de daaraan verbonden, mogelijk grote risico's, dat Stork wordt gedwongen haar strategie te verlaten en te kiezen voor die van Centaurus c.s. De Ondernemingskamer acht het dan ook geboden er in te voorzien dat Stork voorshands niet gedwongen kan worden tot een min of meer radicale wijziging van haar strategische koers enkel omdat in verband met het bepaalde in artikel 2:161a BW de algemene vergadering – al of niet met vertraging – haar daartoe zou kunnen dwingen. Dat in aanmerking nemende en lettend op de zonder twijfel als onstabiel en onzeker aan te merken toestand die bij Stork zal ontstaan als de algemene vergadering van aandeelhouders het vertrouwen in haar raad van commissarissen zou opzeggen, alsmede in aanmerking nemende het belang dat er in is gelegen dat spoedig wordt gewerkt aan sanering en herstel van de goede verhoudingen binnen Stork, zal de Ondernemingskamer in de eerste plaats de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

van 18 januari 2007 verbieden te stemmen over de hiervoor (...) weergegeven voorstellen van Centaurus c.s. met betrekking tot het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen en het doen onderwerpen van grote (des)investeringen aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders en daarover besluiten te nemen en in de tweede plaats drie commissarissen benoemen aan wie bij uitsluiting de bevoegdheid toekomt tot het vaststellen van de agenda van de algemene vergaderingen van aandeelhouders en die een doorslaggevende stem hebben met betrekking tot aangelegenheden betreffende de strategie van Stork en van aangelegenheden die Stork en Centaurus c.s. verdeeld houden, zulks ter beoordeling van deze commissarissen.”

Deze bevoegdhedenverdeling laat onverlet dat het *bestuur* is belast met het besturen van de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en).

Dit argument hangt samen met de institutionele opvatting over de positie van het bestuur binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en): door de Nederlandse wetgever is aan het bestuur een bepaalde taak toebedeeld, wat meebrengt dat het bestuur in de gelegenheid dient te worden gesteld die taak uit te oefenen zonder oneigenlijke inmenging van buitenaf.

3.f. *Alternatieve disciplineringsmechanismen*

Ten zesde geldt dat – het vooruitzicht van – intern toezicht (i.e. het afleggen van verantwoording binnen de vennootschap tegenover de algemene vergadering van aandeelhouders en/of de raad van commissarissen (indien aanwezig)) en extern toezicht (i.e. het afleggen van verantwoording buiten de vennootschap tegenover – bijvoorbeeld – de rechter), met het daaraan inherente afbreuk- en persoonlijke aansprakelijkheidsrisico, niet de enige remedies zijn tegen – schuldig – ondermaats bestuurlijk presteren *vis-à-vis* de vennootschap. Daarbij past ook de kanttekening dat rechterlijk toezicht uit meer bestaat dan het enquêterecht alleen, dat het recht van enquête niet hét panacee vormt voor alle denkbare vennootschapsrechtelijke kwalen.¹¹⁵ Er bestaan alternatieve disciplineringsmechanismen, andere drijfveren voor bestuurders om hun best te doen in het belang van de vennootschap (buiten het, hopelijk aanwezige, authentieke – in de zin van niet-instrumentele – verlangen van bestuurders hun werk zo goed mogelijk te doen).¹¹⁶

Zo valt te wijzen op – breed gedragen – opvattingen over deugdelijk ondernemerschap, bijvoorbeeld tot uiting komend in interne of externe *corporate governance codes*.¹¹⁷ Het negeren van dergelijke opvattingen kan leiden tot afkeuring

115 Zie o.a. de verzuchting van A-G Timmerman in 4.10 voor HR 4 februari 2005 (Landis Group).

116 Zie o.a. Eisenberg (1999), 1274: “Instrumental loyalty is good, but authentic loyalty is better.” Eisenberg (1999), 1273 signaleert de mogelijkheid dat deze mechanismen directer en goedkooper werken dan intern en extern toezicht.

117 Zie o.a. Schuit (2007), 23 e.v. met verwijzingen over – het bevorderen van – de interne ondernemingscultuur en Veasey (1998), 689. Ik wijs niet in de laatste plaats op de Nederlandse *corporate governance code*. Zie o.a. www.commissiecorporategovernance.nl.

HOOFDSTUK I

en protesten, binnen de vennootschap maar ook daarbuiten. Dat is geen prettige gedachte voor bestuurders. Een andere aanjager van verantwoord bestuur kan bestaan uit *peer group pressure*, het bewerkstelligen van conformisme door enerzijds het uitoefenen van sociale druk en anderzijds het willen vermijden van kritiek door personen in soortgelijke posities – een ontwikkeling die natuurlijk ook de minder wenselijke kant kan opwerken. Dit ziet niet zozeer op puur juridische normen die het menselijk gedrag mede kunnen reguleren, als wel op ‘aspiratieve’ regels van meer sociaal-psychologische aard.¹¹⁸ Dit heeft een sterke(re) morele lading waarvan ook een preventieve werking uit kan gaan.

Ik laat Eisenberg aan het woord: “Corporate law serves both to facilitate and to regulate the conduct of the corporate enterprise. Insofar as corporate law is regulatory, it provides incentives and disincentives to the major actors in the corporate enterprise – directors, officers, and significant shareholders – through the threat of liability. In significant part, however, these actors are motivated not by the desire to avoid liability, but by the prospect of financial gain, on the one hand, and by social norms, on the other. (...) The duty of care concerns the standards that apply to the conduct of corporate actors who are free of self-interest. My theses concerning the duty of care are as follows: The level of directorial care is largely driven by social norms, rather than by the threat of liability or the prospect of gain. (...) The duty of loyalty concerns the standards that apply to the conduct of corporate actors who are not free of self-interest. My theses concerning the duty of loyalty are as follows: Adherence to the duty of loyalty is driven by both the threat of liability and social norms.”¹¹⁹

In het verlengde van conformisme door sociale druk – een vorm van sociale verplichting, gekleurd door datgene wat de meerderheid *not done* acht – ligt de menselijke behoefte aan erkenning, prestige en aanzien, aspecten die doorgaans in verband worden gebracht met het boeken van persoonlijke successen.¹²⁰ Het gaat dan niet zozeer om het vermijden van reputatieschade, als wel om het vestigen/uitbouwen van een goede reputatie. Ook de tucht van de markt en het daarvan deel uitmakende gevaar van een vijandige overname kunnen het bestuur doen

118 Vgl. in Delaware o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003): “To be direct, corporate directors are generally the sort of people deeply enmeshed in social institutions. Such institutions have norms, expectations that, explicitly and implicitly, influence and channel the behavior of those who participate in their operation. Some things are ‘just not done’, or only at a cost, which might not be so severe as a loss of position, but may involve a loss of standing in the institution. In being appropriately sensitive to this factor, our law also cannot assume – absent some proof of the point – that corporate directors are, as a general matter, persons of unusual social bravery, who operate heedless to the inhibitions that social norms generate for ordinary folk.”

119 Eisenberg (1999), 1253, 1265-1266. Zie o.a. Winter (2006 b), 11 over “clubbability (het ergste wat je kan overkomen is dat je niet meer bij de club hoort)” en Kroeze (2004), 131 e.v.

120 Zie o.a. Eisenberg (1999), 1260.

streven naar het volgen van een verantwoorde gedragslijn.¹²¹ Het belang van deze mechanismen neemt vooral toe naarmate de rechter zich terughoudender opstelt en het daarmee verband houdende afbreuk- en persoonlijke aansprakelijkheidsrisico voor het bestuur evenredig afneemt.

Dit argument hangt samen met de relativiteit van de rol die interne en externe toetsing in deze context speelt: er zijn meer wegen die naar Rome kunnen leiden.

4. Kanttekeningen bij het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing

Dit alles rechtvaardigt een genuanceerde objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid. De rechter dient zich in beginsel bescheiden op te stellen. Niet ieder aspect van het bestuurlijk gedrag komt dan automatisch voor een intensieve toetsing *en detail* in aanmerking.¹²²

Daaruit vloeit evenwel niet voort dat de rechter in het geheel geen objectief oordeel mag vellen over bijvoorbeeld de merites van door het bestuur gevoerd ondernemingsbeleid. Dat zou tot een onevenwichtige situatie leiden, die naar mijn mening niet goed past in de huidige tijdgeest en door de wetgever overigens ook niet ten grondslag is gelegd aan het recht van enquête of persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders ex art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.¹²³ Weliswaar lijkt de maatschappelijke roep om openlijke boetedoening, transparantie en persoonlijke aansprakelijkheid soms onevenredige proporties aan te nemen¹²⁴, dit neemt niet weg dat door de maatschappij van de rechter tot op zekere hoogte simpelweg verwacht wordt dat hij desgevraagd toezicht houdt op de diverse aspecten van het bestuurlijk gedrag, waaronder ook het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid valt. Cruciaal blijft het besef dat de rechter zichzelf daarbij in acht zal moeten nemen.

Aardig is in dit verband hetgeen *Justice Greenfield* overweegt in zijn opinie bij *Kamin v. American Express Co.*¹²⁵: “What we have here as revealed both by the complaint and by the affidavits and exhibits, is that a disagreement exists between two minority stockholders and

121 Vgl. buiten Delaware o.a. *Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.* (D. Nev. 1997) en *Rosenfield v. Metals Selling Corp.* (Conn. 1994): “The press of market forces will more effectively serve the interests of all participants than will an error-prone judicial process. (...) competition in the product and labor markets and in the market for corporate control provides sufficient punishment for businessmen who commit more than their share of business mistakes.” Zie o.a. Van Ginneken (2006), 533.

122 Over de dogmatische grondslag van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht lijkt overigens geen *communis opinio* te bestaan. Zie o.a. Koelemeijer (1999), 38.

123 Zie o.a. Memorie van Toelichting (1967-1968), 7 en Memorie van Antwoord (1983-1984), 21.

124 Zie o.a. Mok (2006), 408 en Timmerman (2003 c), 557.

125 *Kamin v. American Express Co.* (N.Y. 1976).

HOOFDSTUK I

a unanimous Board of Directors as to the best way to handle a loss already incurred on an investment. The directors are entitled to exercise their honest business judgment on the information before them, and to act within their corporate powers. That they may be mistaken, that other courses of action might have differing consequences, or that their action might benefit some shareholders more than others presents no basis for the superimposition of judicial judgment, so long as it appears that the directors have been acting in good faith. (...) Courts should not shrink from the responsibility of dismissing complaints or granting summary judgment when no legal wrongdoing is set forth (...).”

4.a. *‘Marginale’ toetsing versus ‘volledige’ toetsing*

Het uitgangspunt van een terughoudende rechterlijke attitude komt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht doorgaans tot uiting in de eis dat de objectieve toetsing door de rechter van het bestuurlijk gedrag in het kader van het gevoerde ondernemingsbeleid dan ‘marginaal’ van aard dient te zijn. Daarmee wordt in de regel bedoeld dat de rechter zichzelf dan een bepaalde reserve dient op te leggen en beeldend gezegd ‘niet op de stoel van het bestuur mag gaan zitten’ door té snel aan te nemen dat sprake is van objectief bezien – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag.¹²⁶ De betekenis van het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing is dan ongeveer dat de rechter de bestuurlijke beleidsvrijheid in beginsel ontziet en pas intervenueert wanneer het voldoende duidelijk is dat van die beleidsvrijheid een zodanig gebruik is gemaakt door het ondernemende bestuur dat deze invulling van de beleidsvrijheid naar objectieve maatstaven geen eerbiediging verdient.¹²⁷ Dit geeft enige richting.¹²⁸

Deze beperkte toetsing vindt op papier haar spiegelbeeld in de ‘volle’ toets, die binnen het Nederlandse privaatrecht de hoofdregel vormt en waarbij de rechter zich aanzienlijk minder terughoudend mag opstellen.¹²⁹ In dergelijke gevallen lijkt de rechter zijn objectieve oordeel min of meer ongeclausuleerd voor het oordeel van de beoordeelde persoon in de plaats te mogen stellen, iets wat bij ‘marginale’ toetsing – althans in theorie – nu juist niet dient te geschieden.

126 Vgl. o.a. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.1.4 over de ‘tolerantiegrenzen’ van de ruimte die in een onderneming aan het bestuur moet worden gelaten om het te tonen resultaat enigermate te kunnen sturen. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 22 januari 1981, ro. 5. Zie o.a. De Wulf (2002), 479: “De rechter wordt enkel aangemaand terughoudend te zijn en niet op de stoel van het bestuur te gaan zetelen”; De Kluiver (2000), 235; en Bartman/Dorresteyn (1985), 670 e.v.

127 Zie o.a. Wiarda (1980), 88-89.

128 Zie o.a. Van der Grinten (1969), 122-123: “Met de term marginale toetsing wordt niet een bepaalde toetsingsnorm aangeduid. De toetsingsnormen die in de onderscheiden gevallen van marginale toetsing worden toegepast, zijn verschillend. Het verschil hangt samen met het verschil in situatie.”

129 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 557; Timmerman (2003 b), 1634; Löwensteyn (1984), 128: “‘Marginale toetsing’ staat als zodanig tegenover ‘volledige toetsing’, waarbij de toetsende instantie zonder restricties oordeelt over de doelmatigheid, de redelijkheid en billijkheid van een (...) besluit”; Van Gerven (1983), 7; en Van der Grinten (1969), 109.

4.b. *Inhoud en strekking van ‘marginale’ toetsing*

De redelijkheidstoets is een gangbare en binnen het Nederlandse vennootschapsrecht van oudsher gehanteerde vorm van ‘marginale’ toetsing.¹³⁰ Hantering van de redelijkheidstoets veronderstelt, als rechtvaardiging voor een uitzondering op de hoofdregel van ‘volle’ rechterlijke toetsing, dat het bestuur een marge van beleidsvrijheid toekomt.¹³¹ Nu de redelijkheidstoets in de regel met name is gereserveerd voor objectieve rechterlijke oordelen over de *inhoud* van het gevoerde ondernemingsbeleid en de in dat kader gemaakte *zakelijke beleids- en belangenafweging(en)*, lijkt de conclusie gerechtvaardigd dat het bestuur binnen het Nederlandse vennootschapsrecht met name in dat verband geacht wordt in beginsel een marge van beleidsvrijheid toe te komen.¹³²

Keuzes waarvan de Ondernemingskamer, en in minder uitgesproken mate de rechter in een art. 2:9 BW-procedure, meent dat die op zichzelf tot het domein van de ondernemer behoren, worden door haar in de regel gezien door de lens van de redelijkheid.¹³³ Dit neemt echter niet weg dat de Ondernemingskamer soms zonder blikken of blozen en zonder zichtbare terughoudendheid kenbaar maakt wat naar haar objectieve oordeel de ondernemer had moeten doen in plaats van datgene wat de ondernemer gedaan heeft. Dit duidt op een verdergaande beoordeling dan wat algemeen wordt verstaan onder een redelijkheidstoets. Wellicht is de Ondernemingskamer in dergelijke gevallen van mening dat de ondernemer in het licht van de omstandigheden van het geval toch geen, althans beduidend minder, beleidsvrijheid toekomt en zij een voor de ondernemer strengere objectieve toets mag aanleggen. Glashelder is dat niet.

-
- 130 Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 1 bij HR 18 april 2003 (RNA) over de vraag “of het bestuur van de doelwitvennootschap in redelijkheid heeft kunnen oordelen (er is dus marginale toetsing)” en A-G Mok in 5.2 voor HR 9 januari 1987 (Coöperatieve Melkleveringsverenigingen Vecolac/Coöperatieve Stoomzuivelfabriek Juliana), daarbij verwijzend naar “de bekende toetsformule.” In Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.47 verwijst de Ondernemingskamer naar “het kader van een marginale toetsing” maar zij maakt niet duidelijk wat daaronder moet worden verstaan. Vgl. in de context van art. 2:8 BW o.a. Gh. ’s-Hertogenbosch 19 september 2006 (Cab Truck Trading/Sfida Logistica), ro. 4.3.2 waarbij het gaat om toetsing van een aandeelhoudersbesluit: “Het hof onderschrijft het standpunt van Sfida c.s. dat de toetsing van het litigieuze besluit van de algemene vergadering (...) slechts marginaal dient te geschieden, in die zin dat dient te worden beoordeeld of de algemene vergadering (...) het litigieuze besluit (...) in redelijkheid heeft kunnen nemen.”
- 131 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 557: “Voor beperkte toetsing dienen bijzondere redenen te zijn”; Van Solinge (1998), 41; Glasz/Beckman/Bos (1994), 101-102; en Wiarda (1980), 94-95.
- 132 Zie o.a. Potjewijd/Kleipool (2007), 136; Mendel/Oostwouder (2007), 94; Raaijmakers (2006), 282-283, 421, 427-430; Van Schilfgaarde/Winter (2006), 337, 338; Winters (2006), 1251; Borrius (2003), 83; Asser/Maeijer (2000), 819; Honée (1996), 280; Van Leeuwen (1990), 28-29; A-G Mok in 2.3 voor HR 7 juli 1982 (Enka); en Wiarda (1980), 97.
- 133 Illustratief zijn Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9 e.v. en Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 4 februari 1999 (Koninklijke Luchtvaartmaatschappij), ro. 3.2 e.v. In o.a. Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.28 legt de Ondernemingskamer de nadruk naar het lijkt anders.

HOOFDSTUK I

Illustratief is de *I.H.D. Schiphol Service*-eindbeschikking¹³⁴ van de Ondernemingskamer: “De onderzoeker heeft vastgesteld dat op 17 augustus 1994 een concessieovereenkomst tussen N.V. Luchthaven Schiphol en IHD tot stand is gekomen en dat die overeenkomst in 1998 door een nieuwe overeenkomst (tussen dezelfde partijen) is vervangen. Bij de in december 2000 met eerstgenoemde vennootschap gesloten concessieovereenkomst is echter niet IHD, maar IHD Airport Services partij. De onderzoeker heeft in zijn verslag vermeld dat de concessie een duidelijke financiële waarde vertegenwoordigt, omdat slechts met behulp daarvan de werkzaamheden op Schiphol kunnen worden uitgevoerd. De onderzoeker heeft vermeld dat IHD in de overeenkomst genoemd staat als partij die op grond van de concessie werkzaamheden mag verrichten, maar heeft daarbij – terecht – aangetekend dat IHD nu “dus maar (moet) afwachten wat I.H.D. Airport Services met die overeenkomst doet.” De hem door IHD genoemde argumenten om de concessie voortaan bij IHD Airport Services onder te brengen – dit zou de mogelijkheid scheppen om ook werkzaamheden te laten verrichten door niet-paramedisch opgeleid personeel (in een andere werkmaatschappij dan IHD, waar wel met zulk opgeleid personeel wordt gewerkt), terwijl aldus ook “centrale verzekering voor alle activiteiten” zou kunnen worden geregeld – zijn volgens de onderzoeker niet dwingend. Volgens deze lijken andere oplossingen “ook goed denkbaar.” De Ondernemingskamer deelt niet alleen ten minste ook die opvatting van de onderzoeker, zij acht de bewuste argumenten bovendien allerm minst overtuigend. Zo is gesteld noch gebleken dat er daadwerkelijk plannen bestaan om met niet-paramedisch opgeleid personeel te gaan werken, terwijl zonder nadere toelichting (die ontbreekt) ook niet valt in te zien dat die werkzaamheden dan niet vanuit IHD zouden kunnen plaatsvinden (of vanuit een dochtervennootschap van IHD). En waarom het uit verzekeringstechnisch oogpunt bezien nodig zou zijn de concessie bij IHD Airport Services onder te brengen, heeft IHD evenmin begrijpelijk gemaakt. De conclusie is dat het ontbreekt aan een afdoende argumentatie voor het onderbrengen van de concessie bij IHD Airport Services. Dit betekent, in het licht van het overwogen in 3.3 en gelet voorts op het evidente belang dat IHD bij voortzetting van de concessie had en heeft, dat IHD jegens haar contractuele wederpartij (N.V. Luchthaven Schiphol) en IHD Airport Services het standpunt had moeten innemen dat zij ook in de toekomst bij de concessieovereenkomst haar wederpartij onderscheidenlijk de wederpartij van N.V. Luchthaven Schiphol wenste te zijn. Dat IHD dat standpunt heeft ingenomen is gesteld noch gebleken. Aldus heeft zij haar houdstervennootschap dan wel de houdstervennootschap van deze bevoordeeld ten detrimente van haar minderheidsaandeelhouder. Aan vernoemd oordeel doet niet af dat de onderzoeker het standpunt heeft ingenomen dat de argumenten van IHD een marginale toetsing kunnen doorstaan, reeds niet omdat hij daarbij is uitgegaan van de situatie dat IHD een 100%-dochtervennootschap van Mobilitas Groep is, hetgeen echter in deze zaak niet het toetsingskader vormt, zoals volgt uit hetgeen hiervoor in 3.2 is overwogen.”¹³⁵

134 Ok. 22 september 2003 (I.H.D. Schiphol Service), ro. 3.4-3.5.

135 Vgl. o.a. Ok. 22 maart 2006 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.7; Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11 e.v.; en Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.6.2.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Hoe streng de rechter de daarbuiten vallende aspecten die wel raken aan het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid objectief dient te toetsen is binnen het Nederlandse vennootschapsrecht een minder uitgemaakte zaak.

Daarbij kan met name gedacht worden aan de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging. Hier lijkt sprake te zijn van een voor het ondernemende bestuur minder vrijblijvende objectieve rechterlijke toets.

Illustratief is wat Maeijer overweegt in de context van het enquêterecht: “Men kan voor wat de aard van die toetsing betreft, intussen nog onderscheid maken tussen de materiële inhoud van het beleid en de wijze waarop het beleid en de hieraan ten grondslag liggende besluiten tot stand zijn gekomen, bijvoorbeeld in het licht van de formele voorschriften omtrent de besluitvorming en de procedurele normen die het aan het besluit voorafgaand overleg betreffen. In verband met dit laatste spreekt men wel van de in acht te nemen formele zorgvuldigheid. (...) De toetsing door de OK aan het formele zorgvuldigheidsbeginsel kan uiteraard minder marginaal zijn dan een inhoudelijke toetsing; in zoverre heeft de OK het bij een dergelijke toetsing makkelijker.”¹³⁶

136 Asser/Maeijer (2000), 819. Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.8-3.10; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.29-3.30; Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11 e.v.; Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.3; Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.1-4.2; en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4. Welke toetsingsnorm de Ondernemingskamer dan aanlegt is lang niet altijd even duidelijk. Vgl. in de context van art. 2:9 BW echter o.a. Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 13, 23 waarbij het gerechtshof ten aanzien van de *voorbereiding* van de zakelijke beleidsafweging een redelijkheidstoets aanlegt. Zie o.a. Potjewijd/Kleipool (2007), 136: “Van wanbeleid is sprake wanneer gehandeld is in strijd met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. Deze elementaire beginselen verwijzen niet alleen naar het besluitvormingsproces (zorgvuldigheidseisen), maar ook naar de inhoud van de ondernemingsbeslissing (doelmatigheidseisen). Algemeen wordt aangenomen dat de Ondernemingskamer het gevoerde beleid integraal kan toetsen aan de zorgvuldigheidseisen, maar dat zij de inhoud en doelmatigheid van de ondernemingsbeslissing slechts marginaal mag toetsen”; Mendel/Oostwouder (2007), 94: “Van strijd met deze elementaire beginselen zal in gevallen van procedurele incorrectheid waarschijnlijk sneller sprake zijn dan bij inhoudelijke beslissingen waaraan nu eenmaal een zekere oordeelsvrijheid inherent is”; Van Schilfgaarde/Winter (2006), 337, 338: “Op dit punt mag mijns inziens de uitdrukking ‘strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ zo worden begrepen dat enerzijds aan de ondernemer een ruime beleidsvrijheid wordt gelaten voor wat betreft de door hem genomen bedrijfsbeslissingen maar dat anderzijds nauwkeurig wordt nagegaan op grond van welke gegevens en welke procedures hij tot die beslissingen is gekomen. Om het enigszins beeldend te zeggen: bedient de Ok zich van een verrekijker wanneer zij de beslissing zelf beoordeelt, de bij die beslissing gevolgde werkwijze wordt onder de loupe genomen. (...) Voor de werkwijze en het proces van besluitvorming geldt in elk geval dat deze niet marginaal maar integraal worden getoetst”; Winters (2006), 1251: “Bij de inhoudelijke toetsing van besluiten en beslissingen pleegt de Ondernemingskamer zich terughoudend op te stellen, terwijl zij de totstandkoming van die besluiten en beslissingen ten volle pleegt te toetsen”; en Buijn/Storm (2005), 349 die wat betreft het enquêterecht onder meer signaleren dat “de rechter de feiten, zeker waar het gaat om de besluitvorming, volledig onderzoekt en veelal ten volle toetst aan de norm.”

HOOFDSTUK I

Ten aanzien van het pure vennootschappelijk beleid lijkt de aan het bestuur toekomende beleidsvrijheid doorgaans nog enger begrensd. Het gaat dan in de regel uiteindelijk niet om rechtstreeks met zakelijke beleidsafwegingen verband houdend bestuurlijk gedrag. Zo zal de Ondernemingskamer zich in een enquêteprocedure ten aanzien van de vraag of het bestuur de algemene vergadering van aandeelhouders wel tijdig¹³⁷ van voldoende informatie heeft voorzien minder bescheiden hoeven op te stellen dan ten aanzien van de vraag, of een door het bestuur gemaakte strategische keuze en de daaraan inherente risico's in het licht van de aanwezige alternatieven als (niet on)verantwoord gekwalificeerd kan worden, mede gelet op de geïnformeerdheid en doordachttheid van het bestuurlijk handelen. De beleidsvrijheid die het bestuur toekomt is niet op elk gebied even groot en soms non-existent, tot nul gereduceerd.¹³⁸ Als voorbeeld van laatstgenoemde situaties kan gelden het uitgangspunt dat het bestuur niet de vrijheid toekomt af te wijken van vrij eenduidige statutaire bepalingen, zoals het ter goedkeuring voorleggen aan de raad van commissarissen van bepaalde in de statuten nader geduide bestuursbesluiten.¹³⁹ Hier is in beginsel maar één geoorloofde handelwijze denkbaar, beleidsvrijheid heeft het bestuur hierin niet.

Het is mijns inziens in het licht van het voorgaande niet juist in de context van het enquêterecht of – interne – bestuurdersaansprakelijkheid te allen tijde te spreken van een redelijkheidstoets.¹⁴⁰ De strengheid van de rechterlijke toets voor het bestuur zou welbeschouwd afhankelijk moeten zijn van inhoud en strekking van de voorliggende norm, alsmede van de omstandigheden van het geval.¹⁴¹ Uit met name de enquêterechtelijke jurisprudentie van de Ondernemingskamer volgt dat de redelijkheidstoets in de praktijk doorgaans ook niet als uitgangspunt wordt gehanteerd, maar primair wanneer de rechter een marge van beleidsvrijheid dient te respecteren, wat overigens ook kan zien op andere vennootschapsorganen dan het bestuur.¹⁴² Daarbij teken ik aan dat in de aanzienlijk minder ruim voorhanden

137 Waarbij de rechter in de regel een vrij harde peildatum zal kunnen hanteren, een tijdstip waarop het bestuur uiterlijk met de benodigde informatie over de brug had moeten komen.

138 Zie o.a. Timmerman (2006 b), 336: "Beleidsvrijheid is zeker geen vaste grootheid. Deze kan er zijn, maar kan er ook niet zijn"; Glasz/Beckman/Bos (1994), 100-102; en Wiarda (1980), 94.

139 Vgl. o.a. in de context van art. 2:9 BW HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5. Hierin verwijst de Hoge Raad naar statutaire bepalingen die de vennootschap beogen te beschermen. Wanneer daarvan sprake is werkt de Hoge Raad niet uit. *In casu* gaat het om een op art. 2:164/274 BW gebaseerde statutaire bepaling. Bij andere wettelijke bepalingen met een dergelijke strekking kan worden gedacht aan bijvoorbeeld art. 2:7 BW en art. 2:146/256 BW.

140 Zie o.a. Slagter (2004), 980 en Van Solinge (1998), 41-42.

141 Zie o.a. Glasz/Beckman/Bos (1994), 99 en Bartman/Dorresteyn (1985), 670, 674.

142 Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 19 september 2006 (Cab Truck Trading/Sfida Logistica), ro. 4.3.2: "Het hof onderschrijft het standpunt van Sfida c.s. dat de toetsing van het litigieuze besluit van de algemene vergadering (...) slechts marginaal

→

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

art. 2:9 BW-jurisprudentie een soortgelijke benadering terug te vinden valt, zij het meer impliciet.

Ik noem ter illustratie allereerst de *EMBA*-eindbeschikking¹⁴³ van de Ondernemingskamer waarin zij vaststelt dat sprake is van aan de ondernemer¹⁴⁴ toekomende beleidsvrijheid voordat de redelijkheidstoets wordt aangelegd: “Met betrekking tot Hottinger & Cie blijkt uit de gedingstukken dat (...) geen sprake is van een bank, maar van een vermogensbeheerder. Voorts staat vast dat het bij Hottinger & Cie per ultimo 2002 aanwezige bedrag aan liquiditeiten van bijna EURO 2,8 miljoen niet in de vorm van (uitkeerbare) winstreserves, doch met name in de vorm van op aandelen gestort kapitaal bestaat en dat Hottinger & Cie sinds 1997 reeds gemiddeld 75% van haar winst als dividend heeft uitgekeerd. Onder deze omstandigheden moet worden aangenomen dat, naar *EMBA* terecht heeft gesteld, de aanwezige liquide middelen slechts kunnen worden vrijgemaakt door het doen van een terugbetaling van op aandelen gestort kapitaal. Zij heeft in dit verband onder meer betoogd dat een dergelijke kapitaalvermindering het risico met zich brengt dat de cliëntèle van Hottinger & Cie, die aan haar meer dan EURO 400 miljoen aan te beheren vermogen heeft toevertrouwd, het vertrouwen in de solvabiliteit van Hottinger & Cie zou verliezen als haar kapitaal onderscheidenlijk eigen vermogen en liquiditeitspositie aanzienlijk zou verslechteren. De Ondernemingskamer acht deze stelling op voorhand niet onaannemelijk en is overigens van oordeel dat de beslissing omtrent (de opportuniteit van) een kapitaalvermindering als de onderhavige in beginsel tot de beleidsvrijheid van de ondernemer behoort. Gelet op de verhouding tussen eigen vermogen, gestort kapitaal, beheerd vermogen, liquide middelen en dividendverleden kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer niet worden gezegd dat *EMBA* niet in redelijkheid tot haar onderwerpelijk beleid (betreffende zowel dividend als kapitaalvermindering) met betrekking tot Hottinger & Cie heeft kunnen komen. (...) Overigens is de Ondernemingskamer van oordeel dat de beslissing om de familie Nagelmackers uit te kopen, geplaast ook in het licht van de continuering van de

dient te geschieden, in die zin dat dient te worden beoordeeld of de algemene vergadering (...) het litigieuze besluit (...) in redelijkheid heeft kunnen nemen. Aan de algemene vergadering van een vennootschap komt een zekere beleidsvrijheid toe; de enkele omstandigheid dat door een besluit mogelijk schade wordt toegebracht aan een minderheidsaandeelhouder doet een besluit op zichzelf niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid zijn”; Gh. ‘s-Gravenhage 1 oktober 1982 (Scheepsbouw v/h C.M. van Rees/Smits), ro. 2 e.v.; HR 21 mei 1943 (Baus/Apotheek en Drogisterij de Koedoe); en HR 13 februari 1942 (Baus/Apotheek en Drogisterij de Koedoe). Zie o.a. A-G Biegman-Hartogh in 10 voor HR 26 oktober 1984 (Sjardin/Sjartec): “De beoordeling zal immers dienen te geschieden aan de hand van alle omstandigheden van het geval, waarbij de rechter in aanmerking zal nemen dat de vergadering van aandeelhouders een discretionaire bevoegdheid heeft tot het geven van ontslag, zodat zijn toetsing slechts marginaal zal kunnen zijn (...)”

143 Ok. 15 maart 2005 (*EMBA*), ro. 3.11-3.12.

144 Daarbij gaat de Ondernemingskamer niet alleen uit van bestuurlijk gedrag. Zo staat mede ter discussie het op basis van besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders tot stand gekomen dividendbeleid.

HOOFDSTUK I

Luxemburgse activiteiten, in beginsel tot het domein van de ondernemer behoort en als zodanig niet onredelijk kan worden genoemd.”¹⁴⁵

Dit strookt met de *Gucci Group*-(eind)beschikking¹⁴⁶ van de Ondernemingskamer: “Zoals de Ondernemingskamer in deze zaak (...) eerder heeft overwogen zij vooropgesteld dat het GUCCI in beginsel vrijstaat maatregelen te nemen teneinde te voorkomen dat een haar onwelgevallige aandeelhouder een overwegende of belangrijke mate van zeggenschap in haar verkrijgt. Dat is in het onderhavige geval niet anders. Niet kan worden gezegd dat GUCCI in dit verband is uitgegaan van irrelevante of onaanvaardbare overwegingen. (...) Tegen die achtergrond kon GUCCI in redelijkheid menen zowel dat het onwenselijk was dat LVMH zeggenschap in haar kon uitoefenen alsook dat het onwenselijk was dat LVMH een door haar aangewezen persoon kon doen plaatsnemen in de Raad van Commissarissen. Gegeven die overwegingen was het aan haar om te beslissen of zij zich al dan niet wenste te wapenen tegen het verkrijgen van bedoelde zeggenschap. Haar beslissing om daartoe strekkende maatregelen te nemen op die gronden kan dan ook op zichzelf beschouwd niet tot het oordeel leiden dat zij zich aan wanbeleid zou schuldig maken of hebben schuldig gemaakt.”¹⁴⁷

Tevens wijs ik op de *Koninklijke Ahold*-beschikking¹⁴⁸ van de Ondernemingskamer: “Met betrekking tot de met een lid van een raad van bestuur gemaakte belonings- en andere afspraken ter zake van zijn of haar werkzaamheden als lid van die raad geldt dat in beginsel slechts aan de instantie die tot vaststelling van die voorwaarden bevoegd is ter beoordeling staat welke afspraken in het bewuste geval geëigend zijn, zulks met dien verstande dat die instantie vanzelfsprekend een eventueel goedkeuringsrecht van een andere instantie (zoals de algemene vergadering van aandeelhouders) met betrekking tot onderdelen van die afspraken heeft te eerbiedigen. Voor twijfel aan een juist beleid terzake is dan ook slechts plaats indien sprake is van afspraken die zodanig zijn dat (voorshands geoordeeld moet worden dat) daartoe in redelijkheid niet gekomen had kunnen worden. Daarvan is in het onderhavige geval naar het oordeel van de Ondernemingskamer (...) geen sprake. Denkbaar is dat anders gedacht zou moeten worden over de kennelijk met Moberg gemaakte afspraak dat, indien de algemene vergadering van aandeelhouders niet tot zijn benoeming zou beslissen, hem de overeengekomen ontslagvergoeding (...) zou toekomen, in die zin

145 Het in deze zaak ingestelde cassatieberoep wordt in HR 1 september 2006 (EMBA), ro. 3 afgewezen met een beroep op art. 81 RO. Vgl. o.a. Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9, 3.13, 3.16; Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v.; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.7.3.2. Dat de Ondernemingskamer in geval van een aan het bestuur toekomende marge van beleidsvrijheid niet consequent met zoveel woorden de redelijkheidstoets aanlegt wordt geïllustreerd door Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.17; Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4; Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.3.1; en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 3 e.v.

146 Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.15.

147 In Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 4.1 verwijst de Ondernemingskamer naar “de vrijheid die GUCCI op zichzelf moet worden gelaten in het bepalen van haar houding tegenover LVMH.” Dat deze (eind)beschikking in HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.1-4.3 is gecasseerd vanwege het vaststellen door de Ondernemingskamer van ‘wanbeleid’ zonder een onderzoek te hebben gelast doet niet af aan de door haar gevolgde benadering als hiervoor weergegeven.

148 Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.66.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

dat te verdedigen valt dat voor dat specifieke geval een van de kennelijk (...) in algemene zin geformuleerde ontslagvergoeding (neerwaarts) afwijkende vergoeding passender was geweest. Maar daarmee is nog niet gezegd dat een zodanige afspraak destijds ook een reële mogelijkheid was.”¹⁴⁹

In de context van art. 2:9 BW wijs ik ter illustratie op het *Verto/Drenth*-arrest¹⁵⁰ van het Gerechtshof 's-Gravenhage: “Van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW is – afgezien van het niet nakomen van de in de wet voorziene, taken en verplichtingen door bestuurders en commissarissen – naar het oordeel van het hof slechts sprake indien de bestuurder en commissaris persoonlijk een ernstig verwijt valt te maken van de wijze waarop zij hun taak vervuld hebben; het moet gaan om een ernstige tekortkoming, een situatie waarin geen redelijk oordelend en handelend bestuurder/commissaris aldus had gehandeld.”

Dat deze benadering ook buiten het Nederlandse vennootschapsrecht wordt gehanteerd blijkt mooi uit het *De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or*-arrest¹⁵¹ van de Hoge Raad. Omdat de Verzekeringskamer een zekere mate van beleidsvrijheid toekomt dient de rechter terughoudend objectief te toetsen en luidt de maatstaf of de Verzekeringskamer in de omstandigheden en met de kennis van toen in redelijkheid tot de desbetreffende beslissing heeft kunnen komen: “Bij de uitoefening van haar toezicht en het al of niet gebruiken van de haar in dat verband toekomende wettelijke bevoegdheden komt de Verzekeringskamer een aanzienlijke beleids- en beoordelingsvrijheid toe. Dat blijkt uit het (...) stelsel van de Wet toezicht verzekeringbedrijf en in het bijzonder uit de formuleringen van de (...) bevoegdheden die de Verzekeringskamer ten dienste staan. Indien de verzekeraar zijn wettelijke verplichtingen niet nakomt of naar het oordeel van de Verzekeringskamer niet op bevredigende wijze voldoet aan de aanwijzingen die zij noodzakelijk heeft geacht, is het in beginsel aan het inzicht van de Verzekeringskamer overgelaten of zij daaraan gevolgen zal verbinden en, zo ja, welke. Dat geldt evenzeer voor de bevoegdheid tot het treffen van bijzondere maatregelen in het geval de waarden van de technische voorzieningen of de solvabiliteitsmarge niet voldoen aan de wettelijke eisen. Deze beleids- en beoordelingsvrijheid brengt een terughoudende toetsing door de rechter mee. Het gaat niet erom of, achteraf oordelend, een andere beslissing beter ware geweest en of daardoor schade aan derden door een uiteindelijke deconfiture van de verzekeraar had kunnen worden voorkomen, maar of in de omstandigheden en met de kennis van toen de Verzekeringskamer in redelijkheid tot de desbetreffende beslissing heeft kunnen komen. (...) Toegesneden op het verwijt in de onderhavige zaak dat de Verzekeringskamer heeft nagelaten tijdig van haar bevoegdheid tot benoeming van een stille bewindvoerder als bedoeld in art. 34 Wtv gebruik te maken, geldt tegen de achtergrond van het vorenstaande voor de beantwoording van de vraag of de Verzekeringskamer is tekortgeschoten in de uitoefening van haar toezichthoudende taak de volgende maatstaf. De Verzekeringskamer handelt ten opzichte van de polishouders onrechtmatig indien zij in de omstandigheden van het geval, uitgaande van de gegevens waarover zij beschikte of behoorde te beschikken en gelet op het geheel van de reeds getroffen maatregelen en de gebleken (in)effectiviteit daarvan, alle belangen in aanmerking

149 Vgl. o.a. Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.3 e.v.

150 Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (*Verto/Drenth*), ro. 13.

151 HR 13 oktober 2006 (*De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or*), ro. 4.3.3-4.3.4.

HOOFDSTUK I

genomen – de mogelijk nadelige effecten van de benoeming van een stille bewindvoerder daaronder begrepen – met het oog op de aantasting van de individuele vermogensbelangen van de polishouders in redelijkheid niet tot het oordeel heeft kunnen komen dat ook zonder de benoeming van een stille bewindvoerder het gevaar voor een uiteindelijke deconffiture zo veel mogelijk bleef afgewend.”

In zijn enquêterechtelijke *Laurus*-beschikking¹⁵² verwijst de Hoge Raad voor de bestuurlijke taakvervulling jegens de vennootschap, kennelijk in het licht van art. 2:9 BW, naar “de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen.”

Ik wijs in dit verband op de uitlatingen van Minister van Justitie Donner in 1928 over de strekking van het tegenwoordig in art. 2:9 BW vervatte vereiste dat het bestuur zijn taak op behoorlijke wijze dient te vervullen: “[De bestuurder die] doet wat naar redelijkheid van hem verlangd kan worden, (...) [vervult] zijne taak behoorlijk.”¹⁵³

Hieruit zou afgeleid kunnen worden dat de Hoge Raad wel een redelijkheidstoets tot uitgangspunt neemt, in die zin dat de rechter ongeacht welke specifieke norm onderwerp van toetsing vormt altijd een ‘marginale’ redelijkheidstoets dient aan te leggen en dus beperkt moet toetsen of sprake is van een schuldige normschending. Dit lijkt evenwel niet de bedoeling van de Hoge Raad te zijn. Deze persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf hanteert de Hoge Raad in soortgelijke vorm binnen diverse categorieën van beroepsbeoefenaren, waaronder kennelijk ook het bestuur van de vennootschap.¹⁵⁴ Uit die rechtspraak blijkt dat de Hoge Raad deze algemene maatstaf ingevuld wenst te zien aan de hand van diverse gezichtspunten, waaronder de mate waarin de rechter een marge van beleidsvrijheid dient te erkennen.¹⁵⁵ Is er in het voorliggende geval geen door de rechter te respecteren

152 HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.8.

153 Zie Kroeze (2005), 9.

154 Vgl. o.a. HR 13 oktober 2006 (*Hewitt Associates/Stichting Vie d’Or*), ro. 4.3 e.v. (aansprakelijkheid actuaris); HR 13 oktober 2006 (*Deloitte & Touche/Stichting Vie d’Or*), ro. 5.3. e.v. (aansprakelijkheid externe accountant); HR 7 maart 2003 (*Bout/W.*), ro. 3.4.2 (aansprakelijkheid advocaat); HR 20 december 2002 (*Zürich Lebensversicherungs Gesellschaft/X.*), ro. 3.5.1 (aansprakelijkheid notaris); HR 11 december 1998 (*S./Van N.*), ro. 3.3.2 (aansprakelijkheid assurantië tussenpersoon); HR 23 februari 1996 (*Meijburg & Co./Hazewinkel*), ro. 3.8 e.v. (aansprakelijkheid belastingadviseur); HR 26 april 1991 (*Benjaddi/Neve*), ro. 3 (aansprakelijkheid gemachtigde in kantongerechtsprocedure); en HR 9 november 1990 (*Speeckaert/Gradener*), ro. 3.7 (aansprakelijkheid arts). Een gradueel andersluidende maatstaf wordt aangelegd in o.a. HR 19 april 1996 (*Société Nouvelle Textile Saint Maclou/G.*), ro. 3.6 (aansprakelijkheid faillissementscurator).

155 Illustratief is A-G Timmerman in 3.9, 3.12, 3.18, 3.19 voor HR 13 oktober 2006 (*De Nederlandse Bank/Stichting Vie d’Or*): “De norm van de redelijk handelende en redelijk bekwame functionaris is in het aansprakelijkheidsrecht een gebruikelijke maatstaf. (...) De norm van de

→

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

marge van beleidsvrijheid, dan speelt de ‘marginale’ redelijkheidstoets logischerwijs geen rol omdat dan van beperkte toetsing geen sprake is, niet tegenstaande de formulering van de algemene persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf.¹⁵⁶

Ik laat Van der Grinten aan het woord: “De rechter toetst marginaal. Dit houdt in, dat de rechter niet treedt in een volledige beoordeling van de verweten gedraging. (...) de gerechtigde heeft een zekere oordeelsvrijheid over de geoorloofdheid van de gedraging. Aan de marginale toetsing ligt ten grondslag, dat het oordeel van de (...) gerechtigde tot op zekere hoogte moet worden gerespecteerd.”¹⁵⁷

4.c. De redelijkheidstoets

Ik begrijp de binnen het Nederlandse vennootschapsrecht uitgedragen opvattingen over de redelijkheidstoets in de kern zo, dat de rechter het theoretische ‘redelijk oordelend/handelend bestuur in soortgelijke omstandigheden’ als functioneel vergelijkingstype tot uitgangspunt moet nemen en zich daarin bezien vanuit een *ex ante* perspectief dient te verplaatsen bij zijn objectieve oordeelsvorming over de bestuurlijke handelwijze en de beantwoording van de vraag, of het ondernemende bestuur in redelijkheid kon menen zich te mogen gedragen zoals hij zich gedragen heeft.¹⁵⁸ Beslissend is dus niet of de rechter zelf, alle omstandigheden van het geval indachtig, op dat moment tot dezelfde zakelijke beleidsafweging zou zijn gekomen of dat de zakelijke beleidsafweging zijns inziens als (on)rede-

redelijk handelende en redelijk bekwame toezichthouder geeft weliswaar een zekere indicatie van hetgeen van een toezichthouder wordt verwacht, maar is tegelijkertijd ook een vage norm waarin uiteenlopende gezichtspunten meewegen. (...) Met behulp van welke gezichtspunten dient deze norm te worden ingevuld? (...) Van belang is ook de aan de toezichthouder toekomende beoordelings- en beleidsvrijheid. Waren de tot dusverre genoemde factoren aansprakelijkheidsvestigend, de beoordelings- en beleidsvrijheid hebben daarentegen beperking van de aansprakelijkheid van de toezichthouder tot gevolg. (...) Beoordelings- en beleidsvrijheid heeft tot gevolg dat de wijze waarop een bestuursorgaan gebruikt maakt van zijn bevoegdheden door een rechter slechts beperkt kan worden getoetst. De maatstaf daarbij is of geen redelijk handelende en geen redelijk bekwame toezichthouder tot het aangevallen besluit of oordeel heeft kunnen komen. Het gaat – anders gezegd – om een in redelijkheid niet te verdedigen gedragslijn van de toezichthouder. In een concreet geval zal de aansprakelijkheidsnorm van ‘de redelijk handelende en redelijk bekwame toezichthouder’ erop neerkomen dat een toezichthouder in geval hij bij het uitoefenen van een bevoegdheid over beleidsvrijheid beschikt pas aansprakelijk is voor het niet- of onjuist gebruiken van een toezichtsbevoegdheid, indien er sprake is van ernstig tekortschieten.”

156 Zie o.a. A-G Timmerman in 3.38 voor HR 4 mei 2007 (Taxi Centrale Amsterdam) over de vraag of “in de gegeven omstandigheden het gevoerde beleid de toets der redelijkheid – gelet op de het bestuur toekomende beleidsvrijheid – niet zou kunnen doorstaan.” In HR 8 juni 2001 (Gilhuis q.q./Hamelinck), ro. 3.7 in de context van art. 2:138/248 BW spreekt de Hoge Raad over de “redelijk denkende bestuurder in soortgelijke omstandigheden” als de persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf. Of hiervoor hetzelfde geldt is niet geheel duidelijk.

157 Van der Grinten (1969), 122.

158 Zie o.a. Koelemeijer (1999), 33 e.v. met een instructief literatuuroverzicht.

HOOFDSTUK I

lijk kwalificeert.¹⁵⁹ Dit komt het meest duidelijk tot uiting in het enquêterecht, maar deze maatstaf wordt ook wel in bijvoorbeeld de context van art. 2:9 BW gehanteerd.

Ik noem ter illustratie allereerst de *Getronics*-beschikking¹⁶⁰ van de Ondernemingskamer: “In het licht van het vorenstaande ten overvloede, merkt de Ondernemingskamer (...) nog op dat in kwesties als hier door VEB c.s. aan de orde gesteld (zoals de aanpak van een beoogde herstructurering van de financiële positie van een onderneming, het moment waarop welke externe adviseurs dienen te worden geraadpleegd en de invloed die de opvattingen en raadgevingen van die adviseurs kunnen of moeten hebben) de leiding van een onderneming een ruime beleidsvrijheid toekomt. Het gaat immers om kwesties waarover, ook door verstandige bestuurders, verschillend gedacht kan worden. Dat betekent dat ter zake van dergelijke aangelegenheden niet snel van (tekenen van een) onjuist beleid zal kunnen worden gesproken. (...) Waar de verdere inkoop van obligaties een belangrijk element vormde in de scenario’s die in de tweede helft van 2002 voorlagen ter herstructurering van de schuldenlast en ook het bezwaar van *Getronics* tegen de bestaande kredietfaciliteit (aangegaan met vijftien banken) dat zij onvoldoende flexibiliteit bood niet onredelijk voorkomt, is de Ondernemingskamer van oordeel dat niet als onjuist beleid betiteld kan worden dat *Getronics* in het najaar van 2002 besloot een nieuwe kredietfaciliteit aan te gaan (waarvoor de raad van commissarissen op 22 november 2002 zijn toestemming gaf). *Getronics* heeft voorts voldoende aannemelijk gemaakt dat het vervolgens door haar aangetrokken Nieuwe Krediet paste binnen de aanpak van de beoogde herstructurering van de schuldenlast, zoals haar bestuurders die op dat moment voorstonden. Dat die nieuwe faciliteit op een aantal punten mogelijk als minder gunstig bestempeld kan worden dan de eerdere, maakt – tegen voornoemde achtergrond – nog niet dat de bewuste vervanging als onjuist beleid zou moeten worden bestempeld. *Getronics* stelde bepaalde prioriteiten en was daartoe gerechtigd. (...) Het gaat bij keuzes als de onderhavige om het afwegen van voor- en nadelen. Bij de schatting van de omvang van die voor- en nadelen kan in redelijkheid van mening worden verschillend.”¹⁶¹

159 Zie o.a. A-G Mok in 2.3 voor HR 7 juli 1982 (Enka): “Wat de rechter bij marginale toetsing kan controleren is ten eerste of degene die het besluit genomen heeft de betrokken belangen heeft afgewogen en ten tweede of hij dat niet op een objectief onredelijke wijze heeft gedaan. Het gaat er dus niet om of de belangenafweging naar het oordeel van de rechter redelijk was.”

160 Ok. 2 september 2004 (*Getronics*), ro. 3.9, 3.13, 3.16.

161 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.14 over “de vrijheid die het bestuur van de onderneming ter zake van transacties als de onderhavige toekomt” en Ok. 24 maart 2005 (A.C.I. Beheer), ro. 3.6: “Voorts is onvoldoende gebleken dat de rente op de beleggingsrekening zodanig laag is, dat handhaving daarvan (een vermoeden van) onjuist beleid zou opleveren. (...) De voorkeur van de een voor een zeker, maar wellicht enigszins laag rendement, tegenover de voorkeur van de ander voor een meer risicovolle wijze van beleggen met kans op een hoger rendement, kan niet leiden tot het oordeel dat de eerste een onjuist beleid voorstaat.” Vgl. ook o.a. Ok. 13 juli 2006 (*Audilux*), ro. 3.6; Ok. 29 juni 2006 (CMM Holding), ro. 3.7; en Ok. 2 april 1992 (*Vrieland Holding*) waarin de Ondernemingskamer in essentie overweegt dat het enkele feit dat door de bestuurder in het gevoerde beleid andere prioriteiten worden gesteld dan de verzoeker wellicht voor ogen heeft, nog niet betekent dat er ‘gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen’ ex art. 2:350 lid 1 BW.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Tevens wijs ik op de *HBG*-eindbeschikking¹⁶² van de Ondernemingskamer: “De Ondernemingskamer zal in de eerste plaats de vraag onder ogen zien of het bekritiseerde beleid van HBG en meergenoemd besluit naar de inhoud genomen als wanbeleid kan onderscheidenlijk dient te worden gekwalificeerd. Het gaat dan in het bijzonder om de vraag of HBG in redelijkheid heeft kunnen besluiten tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam. (...) Voormelde kanttekeningen en aangebrachte correcties nemen echter niet weg dat niet valt in te zien dat het HBG uit een oogpunt van een evenwichtige en objectieve vergelijking van met name de financiële gevolgen – gemeten in *shareholder value* – van het bod van Boskalis en de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in redelijkheid niet zou hebben vrijgestaan voor de laatste optie te kiezen. (...) Het aldus niet zonder meer vergelijkbaar zijn van de voorliggende alternatieven heeft onder meer de betekenis dat een financiële vergelijking tussen die alternatieven niet alleen reeds op zichzelf met enige terughoudendheid moet worden bezien maar ook afgezien daarvan slechts betrekkelijk van betekenis is, althans dat een beslissing die niet uitsluitend of in de eerste plaats daarop is gebaseerd niet reeds daarom als kennelijk onredelijk kan of moet worden aangemerkt. (...) Alle zowel kwantitatieve als kwalitatieve – deels niet in alle scherpste van gewicht te voorziene – aspecten die van belang zijn voor de beoordeling naar de inhoud genomen van het te dezen aan de orde zijnde beleid van HBG en haar beslissing tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in aanmerking nemende, onderschrijft de Ondernemingskamer samenvattend dan ook het (...) oordeel van (...) onderzoekers (...) “dat het HBG bestuur in redelijkheid tot haar (de Ondernemingskamer leest: zijn) keuze voor de joint venture heeft kunnen komen”.”¹⁶³

Ten slotte roep ik in herinnering de *VBB*-eindbeschikking¹⁶⁴ van de Ondernemingskamer: “Ook overigens biedt het verslag onvoldoende aanknopingspunten voor de stelling dat de beslissingen tot aankoop van de aandelen in Surfcote Pipe Coating Inc. en tot de bouw van een nieuwe fabriek in Houston als wanbeleid moeten worden aangemerkt. Nog

162 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5-3.6, 3.28, 3.34-3.35, 3.37.

163 Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7 over onder meer de vraag of “het bestuur van de vennootschap die doelwit is van een poging tot overname, in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het nemen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk was teneinde in afwachting van de uitkomst van verder overleg met de partij die de zeggenschap poogt over te nemen, en met andere betrokkenen de status quo te handhaven en aldus te voorkomen dat – zonder voldoende overleg – wijzigingen worden gebracht in de samenstelling van het bestuur of in het tot dan toe gevoerde beleid van de onderneming, welke wijzigingen naar het oordeel van het bestuur van de vennootschap niet in het belang zouden zijn van de onderneming of van degenen die bij de onderneming betrokken zijn”, en de vraag of het nemen en vooralsnog handhaven van de beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is waarbij “als maatstaf [zal] moeten gelden of deze maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname.” In Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.14 lijkt de Ondernemingskamer de objectieve analyse enigszins te ontlopen en leunt zij vrij sterk op de klaarblijkelijke subjectieve *bona fides* van het bestuur. Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.14-3.17 en Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.12, 3.28.

164 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.7.3.2.

HOOFDSTUK I

daargelaten dat namens de voormalige bestuurders de omvang van de in de Verenigde Staten op het gebied van de pijpbekleding werkelijk geleden verliezen is bestreden, zijn er onvoldoende aanwijzingen dat tegenover de – ook door de onderzoekers niet onredelijk genoemde – argumenten ten gunste van de bedoelde investeringen zodanige kenbare risico's stonden of zodanige informatie met betrekking tot een verdere en blijvende teruggang van de markt voorhanden was, dat een redelijk handelende ondernemer van de bedoelde investeringen zou hebben moeten afzien. Daarbij wordt in aanmerking genomen dat de onderzoekers hebben vastgesteld dat de onmogelijkheid tot het maken van betrouwbare prognoses in de onderhavige markt aan externe oorzaken is te wijten.”¹⁶⁵

Waar de grens tussen redelijk en onredelijk bestuurlijk gedrag precies ligt wordt uit de overwegingen van de Ondernemingskamer niet direct duidelijk, alleen dat de beoordeelde feitencomplexen de objectieve (redelijkheids)toets der kritiek kunnen doorstaan. Ook in de lagere art. 2:9 BW-rechtspraak wordt de maatstaf van het ‘redelijk oordelend/handelend bestuur’ wel gehanteerd. Ik geef enkele voorbeelden.

Ik noem allereerst het *Ardoz Pharma Holding/Bontekoe Health Care Ventures*-vonnis¹⁶⁶ van de Rechtbank Arnhem: “De kern van het verwijt dat eiseressen aan gedaagden maken, is dat X (de bestuurder, BFA) ernstig is tekortgeschoten in de uitvoering van zijn werkzaamheden. Volgens vaste rechtspraak is X aansprakelijk voor zijn handelen in de hoedanigheid van bestuurder indien hij zich heeft schuldig gemaakt aan een onbehoorlijke taakvervulling waarvan hem een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Daarvan is sprake in geval van handelingen die geen redelijk handelende bestuurder onder gelijke omstandigheden zou hebben verricht.”

Tevens wijs ik op het *Verto/Drenth*-arrest¹⁶⁷ van het Gerechtshof 's-Gravenhage: “Van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW is – afgezien van het niet nakomen van de in de wet voorziene, taken en verplichtingen door bestuurders en commissarissen – naar het oordeel van het hof slechts sprake indien de bestuurder en commissaris persoonlijk een ernstig verwijt valt maken van de wijze waarop zij hun taak vervuld hebben; het moet gaan om een ernstige tekortkoming, een situatie waarin geen redelijk oordelend en handelend bestuurder/commissaris aldus had gehandeld.”

Hier past een verwijzing naar de enquêterechtelijke *Laurus*-beschikking¹⁶⁸ van de Hoge Raad: “Het oordeel van de ondernemingskamer dat van wanbeleid sprake is geweest, kan daarin (in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure, BFA) onder omstandigheden wel de bewijsrechtelijke betekenis hebben dat de rechter, mede gelet op de inhoud van het door

165 Vgl. o.a. HR 7 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.13.2. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 13 april 2001 (Avebe), ro. 3.3-3.4. Opmerkelijk genoeg lijkt de Ondernemingskamer in het kader van het enquêterecht nog geen jaar later in Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v. een veel minder ruimhartig standpunt in te nemen omtrent de rechtens te respecteren mate van bestuurlijke beleidsvrijheid als het gaat om het maken van strategische keuzes, waarbij de Ondernemingskamer op papier wel een redelijkheidstoets aanlegt. Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.17 en Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.14.

166 Rb. Arnhem 19 november 2003 (*Ardoz Pharma Holding/Bontekoe Health Care Ventures*), ro. 4.2.

167 Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (*Verto/Drenth*), ro. 13.

168 HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.8.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

de onderzoekers opgestelde verslag en het daarover in de tweede procedure van de enquête gevoerde debat, voorshands bewezen acht dat de aangesproken persoon tegenover de rechtspersoon zijn taak niet heeft vervuld op de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen.” Daarbij past de aantekening dat de Hoge Raad in zijn *Skipper Club Charter/Jaarsma*-arrest¹⁶⁹ oordeelt dat het Gerechtshof Leeuwarden in zijn *Jaarsma/Skipper Club Charter*-arrest¹⁷⁰ een voor de bestuurder te lichte toets heeft aangelegd, althans onvoldoende inzicht heeft gegeven in zijn gedachtegang, door als volgt te overwegen: “Een op art. 2:9 BW gegronde aansprakelijkheid als door Skipper gesteld kan slechts worden aangenomen in het geval de betrokken bestuurder als zodanig (en derhalve niet als aandeelhouder) zo onmiskenbaar en duidelijk in de vervulling van zijn taken is tekortgekomen dat daarover geen redelijk oordelend ondernemer zou kunnen twijfelen.”¹⁷¹ ‘Ernstige verwijtbaarheid’ is de te hanteren persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf, aldus de Hoge Raad. Hoe dit zich precies verhoudt tot zijn *Laurus*-beschikking is onduidelijk.

Het in de rechtspraak soms gehanteerde vereiste van ‘kennelijke onredelijkheid’ wijkt mijns inziens niet af van de ‘marginale’ redelijkheidstoets.¹⁷² Dit begrip keert gelet op de daarin centraal staande norm met name terug in art. 26 lid 4 WOR-procedures, zij het niet op geheel consequente wijze, ook niet binnen een en dezelfde art. 26 lid 4 WOR-procedure. Ik verwijs ter illustratie naar de *Koninklijke Luchtvaartmaatschappij*-beschikking¹⁷³ van de Ondernemingskamer: “(...) niet kan worden gezegd dat de ondernemer uiteindelijk in onvoldoende mate is tegemoet gekomen aan de wensen van de ondernemingsraad (...) en wel in dier voege dat niet gezegd kan worden dat het bestreden besluit uit een oogpunt van de wijze van totstandkoming en de motivering ervan daarmee de toets der redelijkheid niet zou kunnen doorstaan. (...) De vraag is of de ondernemer aan zijn besluit een zodanige motivering ten grondslag heeft gelegd, welke een combinatie is van feiten en veronderstellingen, dat – nog – sprake is van een besluit dat in redelijkheid kan worden genomen. (...) De Ondernemingskamer overweegt tenslotte in het bijzonder nog dat de ondernemer voldoende aannemelijk heeft gemaakt (...) dat het bestreden besluit, getoetst op kennelijke (on)redelijkheid, niet op gespannen voet staat met de werkgelegenheidsverplichtingen van KLM. Het vorenoverwogene leidt tot de slotsom dat niet kan worden gezegd dat de ondernemer bij het nemen van het bestreden besluit er onvoldoende blijk van heeft gegeven de betrokken belangen tegen elkaar te hebben afgewogen noch dat hij in redelijkheid niet de keuze heeft kunnen maken die hij heeft gemaakt op de daartoe gebezigde gronden (...)”¹⁷⁴ In art. 26 lid 4 WOR-rechtspraak duiken ook andere begrippen op die duiden op terughoudende rechterlijke toetsing en die raakvlakken vertonen met de binnen het enquêterecht

169 HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), ro. 3.5.

170 Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (*Jaarsma/Skipper Club Charter*), ro. 9.

171 A-G Huydecoper verwijst in 31 voor HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*) naar “de ‘marginale toetsing’ die, in mijn lezing van rov. 9 van het bestreden arrest, door het hof als norm is gehanteerd.”

172 Vgl. o.a. Ok. 26 juni 2002 (*Laurus*), ro. 3.13. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 24 oktober 1996 (*Gemeente Amsterdam*), ro. 7 en Ok. 22 januari 1981, ro. 5.

173 Ok. 4 februari 1999 (*Koninklijke Luchtvaartmaatschappij*), ro. 3.2, 3.3, 3.4, 3.5.

174 Vgl. o.a. Ok. 21 juli 2006 (*Fresenius Hemocare Netherlands*), ro. 3.9-3.11.

HOOFDSTUK I

door de Ondernemingskamer gehanteerde terminologie, zoals een ‘niet kennelijk onjuist’ besluit¹⁷⁵ of een ‘onverantwoorde’ werkwijze.¹⁷⁶

Tot op zekere hoogte mag de rechter binnen de redelijkheidstoets objectief ‘betweten’.

Tot op welke hoogte precies is niet erg helder, maar het lijkt daarbij kort gezegd en in de regel te gaan om gevallen waarin een andere mogelijke keuze vanuit een *ex ante* en objectief perspectief bezien in het licht van alle omstandigheden van het geval kennelijk dusdanig ‘wenselijker’/‘verstandiger’ was geweest dan de daadwerkelijk door het ondernemende bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, dat – zelfs – een ‘redelijk oordelend/handelend bestuur in soortgelijke omstandigheden’ deze zakelijke beleidsafweging niet zo zou hebben gemaakt.¹⁷⁷ Wat onredelijk is laat zich in het algemeen moeilijk definiëren, ook niet bij benadering. Dit wordt in wezen telkens *ad hoc* bepaald aan de hand van de omstandigheden van het geval.¹⁷⁸ Het gaat hier om een vrij vage norm.¹⁷⁹ Deze benadering komt in essentie neer op een door nauwgezette verkenning van alle relevante feiten gekleurde toets waarbij de rechter wordt aangespoord zich, alle omstandigheden van het geval in ogenschouw nemend, bij het vellen van het eindoordeel via de band van de (kennelijke on)redelijkheid gematigd op te stellen.¹⁸⁰

175 Vgl. o.a. Ok. 11 maart 1982, ro. 5.

176 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1982, ro. 5.

177 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 23 waarin het gerechtshof – opmerkelijk genoeg in de voorbereidingscontext – in wezen kenbaar maakt dat de gewraakte handelwijze van het bestuur ‘onwenselijk’ en ‘niet voor de hand liggend’ is, maar niet dusdanig dat sprake is van onredelijk – en daarmee ‘ernstig verwijtbaar’ – gedrag. Van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ kan daarom niet worden gesproken. Zie o.a. Asser/Maeijer (2000), 435 over art. 2:9 BW: “Bij het uitoefenen van de bestuurstaak moeten soms risico’s worden genomen, moeilijke afwegingen worden gemaakt. Hiertoe moet de bestuurder(s) een zekere beleidsvrijheid worden gelaten (...). Daarom zou ik menen dat er sprake moet zijn van een onmiskenbare, duidelijke tekortkoming, waarover geen redelijk oordelend en verstandig ondernemer twijfelt. Met de uitdrukking ‘kennelijk onbehoorlijk bestuur’ in de art. 138 en 248 wordt mijns inziens niets anders bedoeld (...).” Uit HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma), ro. 3.5 kan worden afgeleid dat de Hoge Raad in de context van art. 2:9 BW een dergelijke toets te terughoudend vindt. Zie voorts o.a. Glasz/Beckman/Bos (1994), 98.

178 Vgl. buiten Delaware o.a. *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940): “General rules (...) are not altogether helpful. In the last analysis, whether or not a director has discharged his duty, whether or not he has been negligent, depends upon the facts and circumstances of a particular case, the kind of corporation involved, its size and financial resources, the magnitude of the transaction, and the immediacy of the problem presented. A director is called upon ‘to bestow the care and skill’ which the situation demands.”

179 Zie o.a. Van der Grinten (1969), 123: “Naarmate de toetsingsnorm enger is, kan zij scherper worden geformuleerd. Bij een ruime toetsingsnorm, zoals het niet in redelijkheid tot een beslissing kunnen komen, is een vrij grote mate van vaagheid aanwezig. Het is naar mijn overtuiging een illusie te menen, dat het mogelijk is zulk een norm te analyseren in een beperkt aantal duidelijk omschreven gedragsregels.”

180 Zie o.a. Koelemeijer (1999), 38.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

In zekere zin zetelt de rechter wel degelijk op de spreekwoordelijke ‘stoel van de ondernemer’, zij het niet integraal nu hij niet onverkort mag overgaan tot *second-guessing*. Dit laatste laat echter onverlet dat de rechter zich dan tot op zekere hoogte ook dient te begeven in kwesties rakend aan de ‘doelmatigheid’/‘juistheid’/‘accuratesse’/‘opportuiniteit’ van de door het ondernemende bestuur gemaakte keuze(s), al is het maar op een vrij minimale, relatief oppervlakkige wijze. Dat is welbeschouwd inherent aan de redelijkheidstoets.¹⁸¹

Ik wijs ter illustratie ook op het *De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or*-arrest¹⁸² van de Hoge Raad waarin het gaat om rechterlijke toetsing van de handelwijze van de Verzekeringskamer: “De Verzekeringskamer handelt ten opzichte van de polishouders onrechtmatig indien zij in de omstandigheden van het geval, uitgaande van de gegevens waarover zij beschikte of behoorde te beschikken en gelet op het geheel van de reeds getroffen maatregelen en de gebleken (in)effectiviteit daarvan, alle belangen in aanmerking genomen – de mogelijk nadelige effecten van de benoeming van een stille bewindvoerder daaronder begrepen – met het oog op de aantasting van de individuele vermogensbelangen van de polishouders in redelijkheid niet tot het oordeel heeft kunnen komen dat ook zonder de benoeming van een stille bewindvoerder het gevaar voor een uiteindelijke deconfiture zo veel mogelijk bleef afgewend.”

Een aardig dwarsverband bieden de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*¹⁸³ over “an objective reasonableness test (...) to examine the wisdom of the decision”; *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*¹⁸⁴: “In transactional justification cases, the directors’ decision is reviewed judicially (...). (...) the reasonableness test requires a court to engage in a ‘calculus’ of harms: a factual determination of what course of action is in the shareholders’ best interests”; en *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*¹⁸⁵: “Although an enhanced scrutiny test involves a review of the reasonableness of the substantive merits of a board’s actions, a court should not ignore the complexity of the directors’ task in a sale of control. There are many business and financial considerations implicated in investigating and selecting the best value reasonably available. The board of directors is the corporate decisionmaking body best equipped to make these judgments. Accordingly, a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding whether the directors made a reasonable decision, not a perfect decision. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second-guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board’s determination. Thus, courts will not substitute their business

181 Vgl. o.a. Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9 e.v.; HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7; Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v.; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.15; en Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.1. Dit duidt op een afgezwakte objectieve goed/fout toets. Vgl. o.a. Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.3 over een niet onjuiste zakelijke beleidsafweging. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 28 november 1991 (BAT Nederland), ro. 4.1-4.5.

182 HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or), ro. 4.3.4.

183 *Brazen v. Bell Atlantic Corp.* (Del. 1997).

184 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

185 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

HOOFDSTUK I

judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, within a range of reasonableness.”¹⁸⁶

De grens tussen de ‘volle’ toets en de ‘marginale’ redelijkheidstoets van bestuurlijk gedrag heeft, indien en voor zover deze grens bestaat, daardoor een fluïde karakter.¹⁸⁷

In haar *Stork*-beschikking¹⁸⁸ benadrukt de Ondernemingskamer dat zij niet de eerst aangeezene instantie is om ten aanzien van het door de vennootschap te voeren ondernemingsbeleid te beslissen welke strategie gevolgd moet worden of welke visie in geval van verschil van inzicht ‘de juiste’ is. Dergelijke discussies dienen primair binnen de vennootschap te worden gevoerd, waarbij te gelden heeft dat het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten. Zij beperkt dit uitgangspunt echter door slechts te verwijzen naar het voorschrijven van de te volgen strategie en het duiden van een visie, bij verschil van inzicht over de te volgen strategie, als ‘de juiste’, waarbij de Ondernemingskamer verder aantekent dat zij daarover in beginsel niet gaat. Daarmee behoudt de Ondernemingskamer de mogelijkheid in dit verband een noemenswaardige, of zelfs voor het bestuur strenge, objectieve toets aan te leggen. Uiteindelijk constateert de Ondernemingskamer dat niet alleen moeilijk te ontkomen valt aan de conclusie dat het strategisch beleid van Stork “de toets der kritiek” kan doorstaan, maar ook dat ervan uitgegaan mag worden dat “dat beleid als deugdelijk en op goede argumenten gebaseerd moet worden beschouwd.” Het valt op dat de Ondernemingskamer in het midden laat waaruit “de toets der kritiek” bestaat en dat zij het beleid niet rechtstreeks toetst, maar in essentie erop wijst dat dat beleid vruchten afwerpt en dat het bestuur zeer brede steun ondervindt voor het gevoerde en te voeren beleid. Het valt ook op dat volgens de Ondernemingskamer van de door de aandeelhouder voorgestane strategie “niet althans niet zonder meer” gezegd kan worden dat deze als deugdelijk en op goede argumenten gebaseerd moet worden beschouwd, en dat onvoldoende toetsbare argumenten zijn aangevoerd door de aandeelhouder om tot het oordeel te kunnen komen dat de door hem voorgestane strategie kort gezegd de voorkeur verdient. Dat oordeel acht de Ondernemingskamer kennelijk mogelijk. Het is mij niet duidelijk in hoeverre de Ondernemingskamer bij haar standpuntbepaling is uitgegaan van een redelijkheidstoets, maar zij

186 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 11 juli 1995 (Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman), ro. 16-18. Kritisch daarover is Kroeze (2005), 18: “Hoe weet het hof dit allemaal?”

187 Zie o.a. De Wulf (2002), 494, 495: “In werkelijkheid (...) moeten rechters steeds het gewone foutconcept toepassen. De marginale toetsing is slechts een ‘vaderlijke aanmaning’ niet te vlug een fout aan te nemen. (...) Steeds dient een rechter de regel toe te passen dat fout is, de lichtste afwijking van het gedrag dat een redelijk mens in dezelfde omstandigheden zou ten toon gespreid hebben. Maar wat een redelijk mens in dezelfde omstandigheden zou doen, wordt nu precies door de omstandigheden bepaald.”

188 Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.14-3.17.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

geeft er wel blijk van in beginsel een zekere mate van terughoudendheid te willen betrachten.

De vraag of het met de zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag de redelijkheidstoets kan doorstaan staat los van de vraag of het met de zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag een *rationaliteitstoets* kan doorstaan. Dit is een binnen het Nederlandse vennootschapsrecht – nog – niet gangbaar onderscheid en de laatste vraag komt daarbinnen doorgaans ook niet aan de orde.¹⁸⁹

4.d. Rationaliteit en redelijkheid

(On)redelijkheid en (ir)rationaliteit liggen niet ver van elkaar maar zijn zeker geen uitwisselbare grootheden. Voor vereenzelviging is hier geen plaats.¹⁹⁰

Rationeel gedrag is – algemeen gesteld – gedrag waarvoor alle omstandigheden van het geval indachtig ten minste een logische verklaring te signaleren valt.¹⁹¹ Uit irrationeel gedrag kan het ontbreken van subjectieve goede trouw worden afgeleid, maar dit is geen automatisme als wordt uitgegaan van de daadwerkelijke overtuiging van het bestuur wiens gedrag onderwerp van toetsing vormt. Het is denkbaar dat het bestuurlijk gedrag bezien vanuit het belang van de vennootschap logisch onverklaarbaar is, hoewel vaststaat dat het bestuur oprecht heeft gemeend in het belang van de vennootschap te handelen en hij niet stil heeft gestaan bij de aspecten die zijn handelwijze irrationeel maken.¹⁹² Op zichzelf laat irrationaliteit die ruimte, al ligt de aanwezigheid van subjectieve *bona fides* dan niet erg voor de hand. Iets anders is dat de afwezigheid van de vereiste subjectieve goede trouw kan worden ‘geconstrueerd’ door aan de afwezigheid van rationaliteit die conclusie te verbinden. Als wordt uitgegaan van een ‘maatman’ bestuur zoals een bekwaam en voor zijn taak berekend bestuur, kan irrationeel

189 Vgl. echter Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.21 en Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4.

190 Vgl. in Delaware o.a. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “(...) the board rationally and reasonably believed (...)” Zie o.a. Li (2007), 151-152; Eisenberg (2005), 541-544; Allen/Jacobs/Strine (2002), 452; en Quillen (1986), 500. Ik wijs ook op o.a. Assink (2005 b), 409 en Assink (2005 a), 337.

191 Vgl. in Delaware o.a. *In re Primedia, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2006). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 452 over “rationality, i.e. the existence of some basis in reason” en: “(...) a rationality standard gives directors greater freedom to make risky decisions than a reasonableness standard. That result flows from the definition of an irrational decision – one that is so blatantly imprudent that it is inexplicable, in the sense that no well-motivated and minimally informed person could have made it. By contrast, even the best of us will occasionally make a lapse in judgment or a factual error that a judge could later second-guess as ‘unreasonable’ or ‘negligent’”; Branson (2002), 643 e.v.; en Quillen (1986), 499.

192 Vgl. in Delaware o.a. *In re Holly Farms Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988): “Even if the Board thought it was acting in good faith, the sale process itself was so substantially flawed that the Board’s actions (...) were not likely to have maximized the value of the corporation for its shareholders and, therefore, its actions cannot be viewed as being rational.”

HOOFDSTUK I

gedrag worden vertaald als gedrag dat een bekwaam en voor zijn taak berekend bestuur niet in subjectieve goede trouw voor zijn rekening zou kunnen nemen. Dan wordt in zekere zin ook geabstraheerd van de daadwerkelijke overtuiging van het bestuur wiens gedrag onderwerp van toetsing is.

Redelijk gedrag is – algemeen gesteld – gedrag dat in het licht van alle omstandigheden van het geval niet alleen gebaseerd kan worden op een sluitende niet onlogische redenering, maar dat gelet op alle argumenten voor én tegen per saldo ook nog eens afdoende verdedigbaar is, bij (af)weging al met al voldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ is.¹⁹³ Dit vergt onvermijdelijk een tot op zekere hoogte intuïtief kwaliteitsoordeel van de rechter, waarbij de rechter noodzakelijkerwijs in de zienswijze van het bestuur dient te treden.¹⁹⁴ Een dergelijke benadering komt dichterbij in de buurt van een objectieve goed/fout toets. Het nog toelaatbaar te achten scala aan keuzes is hier beperkter dan onder een rationaliteitstoets.¹⁹⁵ Hoewel er een marge blijft bestaan waarin ruimte is voor verschil van mening, is rechterlijke toetsing aan redelijkheid strenger voor het bestuur dan rechterlijke toetsing aan rationaliteit. Dit vergt meer van de rechter.

Ik laat Eisenberg aan het woord: “Although (...) the rationality test has a bite, this standard of review is very much easier to satisfy than a reasonability standard. To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person’s conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person’s conduct as irrational”¹⁹⁶ en “Unlike a subjective-good-faith standard, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of director and officer accountability. (...) Although a rationality standard of review

193 Zie o.a. Eisenberg (2005), 541: “(...) a decision may be *unreasonable*, but not *irrational*, if there are good reasons for and against the decision, but under the circumstances a person of sound judgment, giving appropriate weight to the reasons for and against, would not have made the decision. Accordingly, a decision may be unreasonable even though it was supported by some affirmative reasons and was therefore explicable, although on balance objectively undesirable.”

194 Vgl. in Nederland o.a. Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9 over “verstandige bestuurders” in de context van art. 2:350 lid 1 BW en HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.2 – in navolging van het gerechtshof – over een handelwijze die “niet van verstandig beleid” getuigt in de context van art. 2:9 BW. Borrius (2003), 91 verstaat onder een redelijk denkend bestuurder “een bekwaam, kundig en verstandig bestuurder.”

195 Vgl. in Delaware o.a. *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007): “Although linguistically not obvious, (...) reasonableness review is more searching than rationality review, and there is less tolerance for slack by the directors” en *Cerberus International Ltd. v. Apollo Management Ltd.* (Del. 2002): “(...) the inquiry is not whether any reasonable juror would find the substantive evidentiary burden satisfied. Rather, the test is whether any rational juror could do so. (...) the use of ‘rational’ in describing the hypothetical fact-finder would avoid any connotation that the reviewing court would be applying any qualitative judgment or objective reasonableness test in deciding when a case should go to the fact-finder. (...) the judge as gate-keeper merely considers whether the finder of fact could come to a rational conclusion either way, not whether that conclusion would be objectively reasonable.” Zie o.a. Gevurtz (1994), 300-303 en Veasey/Seitz (1985), 1486.

196 Eisenberg (2005), 541-542.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

is more demanding of a director than a subjective-good-faith standard of review, it is considerably less demanding than the relevant standard of conduct, which is based on reasonableness.”¹⁹⁷

De redelijkheidstoets biedt de rechter meer ‘armslag’ maar tegelijkertijd minder sturing dan de rationaliteitstoets, die tastbaarder is. De rationaliteitstoets dwingt de rechter, mits zuiver toegepast, meer om behoedzaam te manoeuvreren dan de redelijkheidstoets.¹⁹⁸

4.e. *De redelijkheidstoets en de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*

Helpt het gegeven dat een redelijkheidstoets gehanteerd dient te worden de rechter nu echt verder wanneer hij achteraf – vaak complexe – feitenconstellaties in de context van door het bestuur gevoerd ondernemingsbeleid beperkt moet toetsen en het bestuurlijk gedrag normatief moet duiden, bijvoorbeeld bij het vellen van het wanbeleidoordeel ex art. 2:355 lid 1 BW of het persoonlijke aansprakelijkheidsoordeel ex art. 2:9 BW?

Hantering van de redelijkheidstoets zal de taak van de rechter mijns inziens lang niet altijd eenvoudiger maken. Ook deze weinig concrete maatstaf behoeft invulling, waarbij de moeilijkheid er onder meer uit bestaat dat gegeven de aard van de omstandigheden van het geval het voor het ondernemende bestuur zelf – en daarmee ook voor het ‘redelijk oordelende/handelende bestuur’ als te hanteren functioneel vergelijkingstype – minst genomen niet bepaald eenvoudig zal zijn op voorhand te bepalen welke handelwijze objectief gezien redelijkerwijs – niet – de voorkeur zou verdienen.¹⁹⁹ De gewenste alomvattende benadering, het achterliggende idee van deze redelijkheidstoets, is *in abstracto* wel ongeveer duidelijk (i.e. de rechter dient zich in beginsel bescheiden op te stellen) maar daar blijft het naar het lijkt door de bank genomen vervolgens ook wel bij.²⁰⁰ De wijze waarop daar-

197 Eisenberg (1993), 443. Vgl. in Delaware o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “As for the plaintiffs’ contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care’, we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule. Courts do not measure, weigh or quantify directors’ judgments. We do not even decide if they are reasonable in this context. (...) Irrationality is the outer limit of the business judgment rule.”

198 Zie o.a. Farrar (2005), 143 en Quillen (1986), 499.

199 Zie o.a. De Wulf (2002), 495.

200 Zie o.a. De Wulf (2002), 479, 492-493, 655, 853: “De precieze inhoud van de marginale toetsing is (...) volkomen onduidelijk (...). Marginale toetsing is een concept dat eigen is aan het Nederlandse taalgebied. Hoewel het veel geprezen wordt, zou het beter gebannen worden. Het veroorzaakt verwarring. Vooral wekt de term de verkeerde indruk dat marginale toetsing verschilt van volle toetsing. (...) het concept marginale toetsing [is] echter onzeker van inhoud en daarom geen effectieve begrenzer van rechterlijke beoordelingsvrijheid. (...) Wat als ‘kennelijk onredelijk’ moet beschouwd worden, is immers meestal, ondanks de toevoeging van het begrip ‘kennelijk’, een uitermate subjectieve aangelegenheid (...).” Anders dan in België lijkt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht op dit punt geen wezenlijke kritiek te bestaan, integendeel.

HOOFDSTUK I

aan met het oog op de omstandigheden van het geval *in concreto* op een consequente en genuanceerde wijze invulling dient te worden gegeven blijft ongewis, omdat een robuuste, verantwoorde rechterlijke werkmethode en een coherente overkoepelende gedachte ontbreken.²⁰¹

Ook is niet erg duidelijk hoe de redelijkheidstoets zich verhoudt tot de enquêterechtelijke ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ en het begrip ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW²⁰², terwijl de – toch veel gebruikte – formule van de ‘elementaire beginselen’ zelf ook niet bepaald een glasheldere inhoud heeft.²⁰³ Als alternatieve omschrijving van het in art. 2:355 lid 1 BW vervatte begrip ‘wanbeleid’ wordt in de literatuur – naast de formule ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ – ook wel verwezen naar bijvoorbeeld de “aan de leer van de marginale toetsing” ontleende formulering dat de betrokkene na afweging van de betrokken belangen in redelijkheid niet tot de aangevochten handeling had kunnen komen.²⁰⁴ Dit ligt in het verlengde van de *Zwagerman Beheer*-beschikking²⁰⁵ van de Hoge Raad, waarin is uitgemaakt dat ernstige schending van de uit art. 2:8 BW voortvloeiende zorgvuldigheidsplicht die de vennootschap jegens alle aandeelhouders in acht dient te nemen kan leiden tot ‘wanbeleid’.²⁰⁶

Het dwarsverband met art. 26 lid 4 WOR springt hier in het oog. In het verleden heeft de Ondernemingskamer een onderscheid aangebracht tussen het begrip ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW en de in art. 26 lid 4 WOR vervatte maatstaf. Illustratief zijn de volgende beschikkingen die vrij kort na elkaar zijn geweest. Ik wijs op de *Batco Nederland*-eindbeschikking²⁰⁷ van de Ondernemingskamer, gewezen in het kader van het enquêterecht: “De beleidsvrijheid van de ondernemer vindt voor wat het enquêterecht betreft zijn grens daar waar hij gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord onderne-

201 Zie o.a. De Wulf (2002), 511: “In België (...) is de toets aan het vennootschapsbelang een objectieve redelijkheidstoets, en staan rechtsleer en rechtspraak niet ver in het ontwikkelen van methodes om dit objectieve redelijkheidsbegrip te concretiseren (...)” Hoewel de contouren ervan niet echt duidelijk zijn wordt de ‘marginale’ redelijkheidstoets in Nederland door velen toch als vanzelfsprekend beschouwd. Illustratief is Van Solinge (1998), 41-42.

202 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3; en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2. Zie o.a. Buijn/Storm (2005), 349; A-G Wesseling-van Gent in 2.40 voor HR 21 februari 2003 (HBG); en Asser/Maeijer (2000), 819.

203 Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 336; Van Ginneken (2006), 529; Timmerman (2003 c), 559; plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer); Wezeman (1998), 289-290; en IJsselmuiden in zijn noot sub 6.1 bij HR 10 januari 1990 (Ogem Holding). IJsselmuiden is oud-lid van de Ondernemingskamer. Kennelijk anders o.a. Raaijmakers (2003), 1378. Zie voor pogingen tot concretisering van de ‘elementaire beginselen’ formule o.a. Slagter (2005), 135 e.v. en Holtzer (2002), 42 e.v.

204 Willems (2004 b), 262. Vgl. o.a. Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.20-3.24; Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v.; en Ok. 19 december 2000 (Uni-Invest), ro. 3.17. Zie echter Raaijmakers in zijn noot sub 2 bij HR 10 januari 1990 (Ogem Holding).

205 HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4-3.6.

206 Zie o.a. Winters (2006), 1249; Willems (2004 a), 437; A-G Wesseling-van Gent in 2.40 voor HR 21 februari 2003 (HBG); en plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer).

207 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

merschap. Van wanbeleid kan o.m. sprake zijn op bedrijfseconomisch en sociaal gebied” en op de *Stichting Pensioenfonds*-beschikking²⁰⁸ van de Ondernemingskamer, gewezen in het kader van art. 26 lid 4 WOR: “In het kader van de WOR komt echter aan de Ondernemer bij het nemen van besluiten als bedoeld in art. 25 lid 1 WOR een zekere beleidsvrijheid toe, die zijn grens daar vindt waar hij bij afweging van de betrokken belangen in redelijkheid niet tot zijn besluit had kunnen komen.”

Het begrip ‘marginale’ toetsing wordt ook in meer algemene zin toegepast om aan te geven dat een (dis)kwalificatie als ‘wanbeleid’ terughoudend moet worden gehanteerd.²⁰⁹ Dit staat in mijn ogen los van de wijze waarop de rechter het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid dient te toetsen.²¹⁰ Dit ligt in lijn met de wetsgeschiedenis van het enquête-recht: “De aard van de toetsing door de ondernemingskamer. Het betreft hier de vraag of de ondernemingskamer de toetsing van het beleid van de ondernemer sterker dan thans op de inhoud daarvan moet betrekken. De ondernemingskamer heeft het marginale karakter van de haar opgedragen toetsing van de vraag of sprake is van wanbeleid tot uiting gebracht, door wanbeleid te karakteriseren als een handelen ‘in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. De SER is van mening dat de aard van die toetsing niet moet worden gewijzigd. (...) De SER besluit zijn overwegingen met de opmerking dat in concreto verschillend kan worden gedacht over de vraag waar de beleidsvrijheid van de ondernemer precies ligt. Die grens kan verschuiven als gevolg van veranderingen of ontwikkelingen in het rechtsbewustzijn. Ook om die reden is er geen aanleiding om in het marginale karakter van de toetsing van wanbeleid door de ondernemingskamer verandering te brengen.”²¹¹

In de context van art. 2:9 BW geldt als persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf het weinig concrete begrip ‘ernstig verwijt’²¹², terwijl in de context van art. 2:138/248 BW het nogal abstracte criterium van de ‘redelijk denkende bestuurder in soortgelijke omstandigheden’ gehanteerd dient te worden.²¹³ Kennelijk in lijn daarmee maakt de Hoge Raad in

208 Ok. 13 november 1980 (Stichting Pensioenfonds), ro. 10.

209 Het wanbeleidoordeel vereist een terughoudender opstelling van de Ondernemingskamer dan het oordeel of het treffen van onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW gewenst is. Een activistischer opstelling valt dan eerder te billijken. Vgl. o.a. HR 19 oktober 2001 (Skygate Holding), ro. 3.4-3.6. Ook hier gelden echter beperkingen. Vgl. o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.9 e.v. Zie o.a. Timmerman (2003 c), 558.

210 Zie o.a. A-G Wesseling-van Gent in 3.44 voor HR 18 april 2003 (RNA): “(...) zij toetst marginaal of sprake is geweest van wanbeleid” en Smit (2002), 47. Genuanceerder zijn Maeijer in zijn noot sub 4 bij HR 21 februari 2003 (HBG) en Asser/Maeijer (2000), 819. Ik wijs ook op o.a. Raaijmakers in zijn noot sub 2 bij HR 10 januari 1990 (Ogem Holding). Zie over ‘marginale’ toetsing in bredere zin o.a. Koelemeijer (1999), 33-38.

211 Memorie van Toelichting (1991-1992), 8. Zie o.a. Mendel/Oostwouder (2007), 94: “In de reeds genoemde MvT op wetsontwerp 22 400 (herziening enquête-recht) wordt terecht gesteld dat het criterium handelen ‘in strijd met *elementaire beginselen* van verantwoord ondernemerschap’ (cursivering van ons) een marginale toetsing impliceert.”

212 Geïntroduceerd in HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobiëlbedrijf Venlo), ro. 3.3.1.

213 Geïntroduceerd in HR 8 juni 2001 (Gilhuis q.q./Hamelinck), ro. 3.7. Vgl. in de context van art. 36 Iw. 1990 o.a. HR 26 oktober 2001 (Bogaardt/Ontvanger), ro. 4.6 en HR 7 juni 1996 (Ontvanger/Van Zoolingen), ro. 5.3.

HOOFDSTUK I

zijn *Koninklijke KPN/SOBI*-arrest²¹⁴ in de context van onder meer art. 2:362 BW – evenals de Ondernemingskamer – gewag van “de ruimte die in redelijkheid aan de rechtspersoon moet worden gelaten” en de aan de ondernemingsleiding toekomende ruime beleidsvrijheid waarbij de “redelijk denkende ondernemingsleiding” als maatstaf wordt gehanteerd. De door de Hoge Raad in art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW gelezen persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaven zijn niet gelijklopend, maar in de lagere rechtspraak en in de literatuur wordt wel aangenomen dat deze maatstaven in wezen samenvallen.²¹⁵ In zijn enquêterechtelijke *Laurus*-beschikking²¹⁶ verwijst de Hoge Raad, klaarblijkelijk ten aanzien van de context van art. 2:9 BW, naar de wijze waarop ‘een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris’ zijn taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen. Of dit volledig samenvalt met de persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ maakt de Hoge Raad niet duidelijk.

Over de relatie tussen ‘ernstig verwijtbaar’ bestuurlijk gedrag en ‘onbehoorlijke taakvervulling’ in de zin van art. 2:9 BW heeft de Hoge Raad zich ook niet heel precies uitgelaten, terwijl de mate waarin de rechter daarbij terughoudend dient te toetsen – evenals de reikwijdte van het begrip ‘ernstig verwijt’ – evenmin klip en klaar is.²¹⁷ Ook is de reikwijdte van en de verhouding tussen de wettelijke (dis)kwalificaties in een enquêteprocedure (i.e. ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’), in een art. 2:9 BW-procedure (i.e. ‘ernstig verwijt’/‘onbehoorlijke taakvervulling’) en in een art. 2:138/248 BW-procedure (i.e. ‘het niet handelen als een redelijk denkend bestuurder in soortgelijke omstandigheden’/‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’) nog steeds vrij vaag.

214 HR 10 februari 2006 (Koninklijke KPN/SOBI), ro. 5.5, 6.3.

215 Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Haarlem 26 juli 2006 (Snouckaert van Schauburg q.q./R.), ro. 4.27: “Op grond van het bepaalde in artikel 2:9 BW is iedere bestuurder tegenover de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. Indien hij daarin tekort schiet, kan de bestuurder daar persoonlijk aansprakelijk voor zijn. Daarvoor is vereist dat de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. De beoordeling of van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW sprake is, houdt nagenoeg dezelfde toets in als de beoordeling van de vraag of sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van artikel 2:248 BW. De Curator heeft ter onderbouwing van zijn stelling dat sprake is van onbehoorlijke taakvervulling, verwezen naar hetgeen hij ten aanzien van zijn beroep op artikel 2:248 BW heeft gesteld. In dat licht kan, nu, zoals hiervoor reeds is overwogen, niet van kennelijke onbehoorlijke taakvervulling door R. als bestuurder kan worden gesproken, R. evenmin een ernstig verwijt aangaande het tekort schieten in de behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak worden gemaakt. De vordering dient derhalve te worden afgewezen” en Gh. Arnhem 30 mei 2006 (Van Dusseldorp q.q./Harris), ro. 4.3 waarin onder meer overwogen wordt dat de bestuurder alleen dan persoonlijk aansprakelijk kan worden gehouden wegens “kennelijk onbehoorlijk bestuur als hem persoonlijk een voldoende ernstig verwijt valt te maken.” Zie o.a. Bier (2006), 43-44 en Asser/Maeijer (2000), 435, 453. Anders o.a. Kroeze/Timmerman/Wezeman (2005), 139.

216 HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8.

217 Zie o.a. Van Solinge (1998), 41-42 en A-G Mok in 3.3.3 voor HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo). Ik wijs ook op Assink/Olden (2005), 9 e.v.

BEPERKTE RECHTERLIJKE TOETSING VAN BESTUURLIJK GEDRAG

Te betwijfelen valt of de niet eenvoudig te hanteren redelijkheidstoets voldoende recht doet aan de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

Een sterk beeldend vermogen kan de redelijkheidstoets niet worden toegeëcht terwijl het gebied waar de rechter niet mag komen lastig valt aan te wijzen, met als gevolg dat de rechterlijke toetsingsvrijheid dan weinig geclausuleerd oogt.

Zo vraagt Willems, de huidige voorzitter van de Ondernemingskamer, zich af hoe marginaal ‘marginaal’ nu eigenlijk is²¹⁸ en merken Bartman en Dorresteyn op: “De term marginale of algemene redelijkheidstoetsing dekt derhalve een uiterst rekbaar begrip en verschaft vaak voor elk wat wils. (...) het [betreft] een ‘Generalklausel’, waarmee men gemakkelijk de analyse van de situatie kan ontvluchten.”²¹⁹

Het is niet onwaarschijnlijk dat dit per saldo risicomijdend bestuurlijk gedrag eerder in de hand werkt dan dat het risicomijdend bestuurlijk gedrag helpt voorkomen, te meer nu de relatieve rekbaarheid van de zuivere redelijkheidstoets bij gebreke aan heldere objectieve criteria gepaard gaat met een tot op zekere hoogte intuïtief kwaliteitsoordeel van de rechter. Dergelijke ruime marges van het rechterlijk toetsingsbereik dragen ook niet echt bij aan indamming van het gevaar dat de rechter zich onbewust schuldig maakt aan het tentoonspreiden van wijsheid achteraf, hetgeen risicomijdend bestuurlijk gedrag evenmin tegengaat. Dit ligt waarschijnlijk anders bij de rationaliteitstoets.

Ik laat Eisenberg aan het woord: “(...) a decision may be *unreasonable*, but not *irrational*, if there are good reasons for and against the decision, but under the circumstances a person of sound judgment, giving appropriate weight to the reasons for and against, would not have made the decision. Accordingly, a decision may be unreasonable, even though it was supported by some affirmative reasons and was therefore explicable, although on balance objectively undesirable. (...) Although (...) the rationality test has a bite, this standard of review is very much easier to satisfy than a reasonability standard. To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person’s conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person’s conduct as irrational. (...) As a result of a systematic defect in cognition known as the hindsight bias (...), under a reasonableness standard of review fact-finders might too often erroneously treat decisions that turned out badly as bad decisions, and unfairly hold directors liable for such decisions. Experimental psychology has shown that in hindsight people consistently exaggerate the ease with which outcomes could have been anticipated in foresight. People view what has happened as relatively inevitable. Accordingly, people who know that a bad *outcome* resulted from a decision overestimate the extent to which the outcome was *predictable* and, therefore the extent to which the decisionmaker was at fault for making the decision that led to the outcome.

218 Willems (2000 a), 11.

219 Bartman/Dorresteyn (1985), 671.

HOOFDSTUK I

Essentially, people find it difficult or even impossible to disregard information they possess about an outcome. That information, in turn, renders the circumstances that pointed to the outcome more salient in their minds, because those circumstances can be integrated into a cohesive story that ends with the actual outcome, while circumstances pointing in other directions cannot. (...) a standard of review of the quality of decisions that imposes liability on a director for unreasonable, as opposed to irrational, decisions might (...) have the perverse incentive effect of discouraging bold but desirable decisions. Putting this more generally, under such a standard of review directors might tend to be risk-averse (...).²²⁰

Ik wijs ook op wat de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*²²¹: "(...) business failure is an ever present risk. The business judgment rule exists precisely to ensure that directors and managers acting in good faith may pursue risky strategies that seem to promise great profit. If the mere fact that a strategy turned out poorly is in itself sufficient to create an inference that the directors who approved it breached their fiduciary duties, the business judgment rule will have been denuded of much of its utility"; in *Khanna v. McMinn*²²²: "Although the acquisition appears disastrous with the benefit of hindsight, the Court cannot permit the *ex post* results of a decision to cloud analysis of a board's *ex ante* judgment. (...) the Court notes the possibility that the ultimate failure of the deal may have had much to do with exogenous market forces affecting all of the telecommunications industry during this time. The failure to anticipate and avoid these reversals of fortune may perhaps not have been the result of, for example, bad faith, but rather aggressive, and overly-optimistic business strategies that, in times of better economic fortune, are lauded as demonstrative of [sic] entrepreneurial skill and wisdom"; en in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*²²³: "It is of course true that after-the-fact litigation is a most imperfect device to evaluate corporate business decisions, as the limits of human competence necessarily impede judicial review."²²⁴

Mijns inziens kan dan niet echt gesproken worden van een toereikend betugelde en gestructureerde objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in met name de context van het ondernemingsbeleid. Dit klemmt te meer in geschillen

220 Eisenberg (2005), 541-544. Ik stipte dit aan in mijn noot sub 7 bij Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006.

221 *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006).

222 *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006).

223 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

224 Vgl. in Delaware o.a. *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford* (Del. Ch. 2007): "Delaware courts place great faith in the discernment and acumen of shareholders and directors. Only in extraordinary circumstances will this Court substitute its business judgment for that of directors, or usurp the rights of shareholders to make their own informed decisions"; *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003); *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996); en *Saxe v. Brady* (Del. Ch. 1962). Zie o.a. Veasey (2005), 1423-1424; Kroeze (2005), 16-18; en Eisenberg (1993), 443 e.v. Ik wijs ook op A-G Timmerman in 4.2.4 voor HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or).

waarin het mogelijke ondermaatse gedrag van het ondernemende bestuur er niet duimendik bovenop ligt en waarin het belang van een verantwoorde rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag verder toeneemt.²²⁵

4.f. *Recente rechtspraak van de Hoge Raad*

Uit recente rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat de Ondernemingskamer niet altijd op goede gronden tot ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW concludeert. De vraag rijst of de Ondernemingskamer het enquêterecht nog wel met voldoende beleid hanteert, nu zij in voorkomende gevallen volgens de Hoge Raad te gemakkelijk ‘wanbeleid’ aanneemt:

- door deze (dis)kwalificatie te veel op te rekken²²⁶;
- door daarmee niet te rijmen feiten en omstandigheden aan haar eindoordeel ten grondslag te leggen²²⁷;
- door dat eindoordeel te baseren op schending van niet bestaande normen²²⁸;
- en door in het kader van dat eindoordeel te snel tot schending van een bestaande norm te concluderen.²²⁹

Uit deze beschikkingen van de Hoge Raad spreekt het belangrijke signaal dat de Ondernemingskamer hier niet op de goede weg is geweest en een te ongenueerde koers heeft gevolgd.²³⁰ Uit recente rechtspraak van de Hoge Raad blijkt ook dat het voor de lagere rechter in de context van art. 2:9 BW niet altijd even duidelijk is hoe de in dat verband maatgevende persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ dient te worden verstaan. Gezegd kan worden dat de rechter in art. 2:9 BW-procedures volgens de Hoge Raad soms te terughoudend toetst door een voor de bestuurder(s) té lichte persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf aan te leggen²³¹ en soms te weinig terughoudend toetst door onvoldoende de omstandigheden van het geval in ogenschouw te nemen en daarmee te gemakkelijk tot persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap te concluderen.²³²

225 Vgl. o.a. Ok. 19 september 2001 (HBG), ro. 4.5 over “een verantwoorde oordeelsvorming (...) over de door verzoekers opgeworpen vragen of (...) al dan niet van wanbeleid van HBG sprake is (...)” Vgl. in Delaware o.a. *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004).

226 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2 en HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.4.3. Vgl. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.18.

227 HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.6-3.11 en HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.6.1-6.6.3. Een belangrijke nuancering wordt aangebracht in HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.10, 3.21. Vgl. o.a. Ok. 19 juni 2006 (Meepo Holding), ro. 3.4 en HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.4-3.5.

228 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.3-6.7.

229 HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.12-3.18.

230 Zie o.a. Slagter (2005), 555 en Mok (2004), 95.

231 HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma), ro. 3.5.

232 HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5.

HOOFDSTUK I

Toch een kanttekening. Waar de Hoge Raad zich welbeschouwd toe heeft beperkt in voornoemde enquêterechtspraak is de Ondernemingskamer vaderlijk tot grotere terughoudendheid manen bij het vellen van het wanbeleidoordeel.²³³ Het gaat dan zowel om het geconstateerde – schuldig – ondermaatse gedrag als om de vertaling daarvan in de wettelijke (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW. Dit dient de Ondernemingskamer volgens de Hoge Raad met meer beleid te doen.

Ik heb overigens de indruk dat de Ondernemingskamer hieraan gehoor heeft gegeven en zich inmiddels – afgezet tegen met name haar *RNA*-, *HBG*- en *VIBA*-eindbeschikkingen²³⁴ van begin 2002 – weer wat terughoudender opstelt bij het vellen van het wanbeleidoordeel. Ik wijs ter illustratie op de (tweede) *Laurus*- en *VIBA*-eindbeschikkingen²³⁵ van de Ondernemingskamer, alsmede op haar *Beheersmaatschappij Trial*-, *EMBA*- en *IMD-International Market Development*-(eind)beschikkingen.²³⁶

Onduidelijk blijft hoe de Ondernemingskamer het bestuurlijk gedrag in de context van het gevoerde ondernemingsbeleid zelf dient te wegen en wanneer zij dit te licht mag bevinden, nog afgezien van de vraag wanneer in het kader van het enquêterecht gesproken kan worden van ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW. Dit is door de Hoge Raad gelet op het voorgaande nog niet echt bestreken. Hetzelfde geldt voor de wijze waarop de rechter het doen en laten van het ondernemende bestuur dient te toetsen in het kader van bijvoorbeeld art. 2:9 BW en het daarbinnen centraal staande begrip ‘ernstig verwijt’.²³⁷

Dat het anders kan blijkt met name uit het vennootschapsrecht van de Amerikaanse staat Delaware. De binnen het vennootschapsrecht van Delaware door de rechter aangebrachte parameters van de bestuurlijke beleidsvrijheid en de rechterlijke toetsingsvrijheid zijn minder abstract dan het geval is binnen het Neder-

233 Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 4 bij HR 21 februari 2003 (HBG).

234 Ok. 22 maart 2002 (RNA); Ok. 21 januari 2002 (HBG); en Ok. 10 januari 2002 (VIBA).

235 Ok. 18 januari 2006 (Laurus) en Ok. 5 augustus 2005 (VIBA).

236 Ok. 16 februari 2006 (Beheersmaatschappij Trial); Ok. 15 maart 2005 (EMBA); en Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development). Ik wijs ook op Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen). Dit ligt in lijn met de gevolgde koers in minder recente uitspraken zoals Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep); Ok. 9 november 2000 (YVC Holding); en reeds Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer).

237 De conclusie lijkt gerechtvaardigd dat als de rechter in een art. 2:9 BW-procedure kenbaar de juiste persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf hanteert (i.e. ‘ernstig verwijt’) én daarbij kenbaar alle omstandigheden van het geval in aanmerking neemt, de Hoge Raad zich bepaald terughoudend opstelt. Illustratief is HR 30 maart 2007 (Marielle Investments/ING Bank), ro. 3 waarin de Hoge Raad de zaak – die onder meer draait om de Antilliaanse pendant van art. 2:9 BW – met art. 81 RO afdoet, hoewel het niet om een doorsnee geval gaat.

landse vennootschapsrecht.²³⁸ Ik ga daarom ter inspiratie in hoofdstukken 2-4 eerst in op de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek waarin de bestuurlijke fiduciaire plichten en de rechtsfiguur *business judgment rule* een prominente rol vervullen. In hoofdstuk 5 keer ik terug naar het enquêterecht.

238 Vgl. in Delaware o.a. *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate with due care, good faith and loyalty on behalf of a Delaware corporation and its shareholders. This Court has also endeavored to mark the safe harbors clearly.” Zie o.a. *Allen/Jacobs/Strine* (2001), 1297. Het belang van rechtszekerheid wordt bij herhaling onderstreept. Vgl. in Delaware o.a. *Broz v. Cellular Information Systems, Inc.* (Del. 1996): “Certainty and predictability are values to be promoted in our corporation law” en *Stroud v. Grace* (Del. 1992): “It is important that there be certainty in the corporation law. We emphasize that the Court of Chancery must act with caution and restraint when ignoring the clear language of the General Corporation Law in favor of other legal or equitable principles.” Andersom dient het belang van de rechtszekerheid niet in de weg te staan aan het voortdurende proces van rechtsvorming. Ook daarin schuilt een onvermijdelijk spanningsveld. Vgl. in Delaware o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989); en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “(...) our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs. Merely because the General Corporation Law is silent as to a specific matter does not mean that it is prohibited.” Zie o.a. *Veasey* (2005), 1410, 1505 en *Veasey* (1998), 688-689. Vgl. in Nederland o.a. Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.13 en HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.4.2.

HET TWEEDE LUIK

Hoofdstuk II

Achtergrondbeschouwingen bij het vennootschapsrecht van Delaware – Een terreinverkenning

“Duidelijk is in ieder geval dat, naarmate het Nederlandse vennootschapsrecht meer ‘mixed’ raakt, de behoefte aan grondige rechtsvergelijking toeneemt. We zullen het vennootschapsrecht meer op een internationaal niveau en met een rechtsvergelijkende blik moeten gaan beoefenen. Dat is een mooie uitdaging.”¹

5. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

6. het algemene bestuursmodel in Delaware in vogelvlucht;
7. het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland en Delaware;
 - 7.a. het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland;
 - 7.b. het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Delaware;
 - 7.c. het gevolg van insolventie van de vennootschap;
 - 7.d. de beschermingscontext;
 - 7.e. de positie van de controlerende aandeelhouder;
8. de bestuurlijke fiduciaire plichten in Delaware;
9. het mechanisme van de afgeleide actie in Delaware;
 - 9.a. directe actie en afgeleide actie;
 - 9.b. het theoretische uitgangspunt: beroep op het bestuur;
 - 9.c. de praktijk: doorgaans geen beroep op het bestuur;
 - 9.d. consequenties van beroep op het bestuur;
 - 9.e. geen recht op *discovery* in de context van de afgeleide actie;
 - 9.f. *demand excused vanwege futility*;
 - 9.g. *demand wrongfully refused*;
 - 9.h. de *special litigation committee* in de afgeleide actie.

1 Timmerman (2003 b), 1639.

6. Het algemene bestuursmodel in Delaware in vogelvlucht

Delaware is binnen het vennootschapsrecht – dat primair op deelstatelijk niveau in plaats van federaal niveau vorm en inhoud krijgt – zonder twijfel de dominante jurisdictie in de Verenigde Staten.² In Delaware wordt – ook – om die reden de nodige aandacht besteed aan de fiduciaire verplichtingen die rusten op het bestuur jegens de vennootschap en haar aandeelhouders.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Armstrong v. Pomerance*³: “Delaware has a substantial interest in defining, regulating and enforcing the fiduciary obligations which directors of Delaware corporations owe to such corporations and the shareholders who elected them.”⁴

De beantwoording van materiële vennootschapsrechtelijke vragen dient daarom bij voorkeur te geschieden door de rechter in Delaware, hoewel erkend wordt dat ook door een rechter buiten Delaware het vennootschapsrecht van Delaware op adequate wijze kan worden toegepast.⁵ Reden waarom ik mij met name op het vennootschapsrecht van Delaware richt, specifiek op de vennootschapsrechtelijke uitspraken van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware.⁶ Gelet op enerzijds het gevaar van het blind toepassen van rechtsbegrippen uit andere jurisdicties en anderzijds de verfrissende en inspirerende werking die kan uitgaan van bestudering van andere jurisdicties, schets ik in dit hoofdstuk de achtergrond waartegen de inhoudelijke behandeling van de bestuurlijke fiduciaire plichten en de rechtsfiguur *business judgment rule* in de volgende twee hoofdstukken moet worden gezien.

2 Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Prudential Ins. Co. Derivative Litigation* (N.J. 1995); *Shoen v. Amerco* (D. Nev. 1994); *Washington Bancorp v. Said* (D. D.C. 1993); *Kamen v. Kemper Financial Services, Inc.* (7th Cir. 1990); en *Joy v. North* (2nd Cir. 1982). Ongeveer 60% van de vennootschappen die genoteerd zijn aan de New York *Stock Exchange* en vermeld staan in de Fortune 500 zijn gevestigd in Delaware. Zie o.a. Van Ginneken (2006), 527 en Veasey (2005), 1403.

3 *Armstrong v. Pomerance* (Del. 1980).

4 Vgl. o.a. *Carlton Investments v. TLC Beatrice International Holdings, Inc.* (Del. Ch. 1996).

5 Vgl. o.a. *Rapoport v. The Litigation Trust of MDIP, Inc.* (Del. Ch. 2005): “Such questions of substantive Delaware corporate law “are more properly decided here rather than another jurisdiction, even though the other jurisdiction’s courts are quite capable of applying Delaware law and rendering prompt justice”.”

6 Uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware worden gewezen door drie of vijf *Justices* en zijn vaak unaniem. Uitzonderingen vormen o.a. de 3-2 *split decisions* *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003); *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997); *Williams v. Geier* (Del. 1996); en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985). Zowel de eerst- als laatstgenoemde uitspraak is kritisch ontvangen. Wordt de uitspraak door drie *Justices* gewezen dan maakt de *Chief Justice* daarvan niet noodzakelijkerwijs deel uit. Uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware worden gewezen door één rechter: de *Chancellor* of één van de vier *Vice Chancellors*. Het is geen zeldzaam verschijnsel dat een rechter uit de *Court of Chancery* van Delaware na verloop van tijd overstapt naar de *Supreme Court* van Delaware.

Opmerking verdient dat het vennootschapsrecht van Delaware niet een met het enquêterecht vergelijkbare procedure kent. De nadruk ligt op het persoonlijk aansprakelijk stellen van bestuurders (i.e. de *director liability setting*) en, kort gezegd, het aanvechten van door het bestuur genomen besluiten (i.e. de *transactional justification setting*). Daarbij dient een onderscheid gemaakt te worden tussen de *board of directors* (i.e. het bestuur) en de *officers* (i.e. het *management*). Ik maak daarover kort enkele opmerkingen.⁷

De *board of directors* bestaat doorgaans uit *inside directors* (i.e. personen die deel uitmaken van het *management* en daarmee tevens *executives* zijn, zoals de *chief executive officer*) en *outside directors* (i.e. personen die geen deel uitmaken van het *management*). De *board of directors*, die ik het bestuur zal noemen, neemt de belangrijke beslissingen binnen de vennootschap.⁸ Het *management* gaat vooral over de dagelijkse gang van zaken. De centrale figuur binnen de vennootschap is in de praktijk dan ook vaak niet het bestuur, maar de *chief executive officer*. Bij de *publicly held corporation*, grofweg te vergelijken met de Nederlandse naamloze vennootschap, is de rol van het bestuur deels verworden tot een orgaan dat toezicht houdt op de *chief executive officer* en het – seniore – *management*, een positie die niet geheel onvergelijkbaar is met die van de raad van commissarissen.⁹ Dit hybride karakter hangt onder meer samen met bovengenoemde compositie van het bestuur, de afhankelijkheid van het bestuur *qua* informatievoorziening van het *management*, de relatief beperkte frequentie van samenkomsten van het bestuur en overige beperkingen in tijd.¹⁰

Een dergelijke discrepantie doet zich minder snel voor bij de *closely held corporation*, grofweg te vergelijken met de Nederlandse besloten vennootschap, gelet op het gegeven dat deze in de regel minder complex van opzet is. Toch is het brede uitgangspunt “the fundamental principle of Delaware law that the business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors. 8 Del. C. § 141(a).”¹¹ De *board of directors* bestuurt. Hieruit blijkt dat de vergelijking met de taak van de raad van commissarissen naar Nederlands vennootschapsrecht niet volledig opgaat. Dat orgaan is immers niet belast met het besturen van de vennootschap, maar ex art. 2:140/250 BW met het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en), alsmede met het met raad ter zijde staan van het bestuur.

7 Uitvoeriger is Kroeze (2004), 186-188 naar wie ik korthedshalve verwijs.

8 Vgl. o.a. *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004) over “the director-centered nature of our law.” Zie o.a. Veasey (2005), 1419.

9 Vgl. o.a. *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “We view a board of directors with a majority of outside directors, such as this Board, as being in the nature of overseers of management.”

10 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Rosenblatt v. Getty Oil Company* (Del. 1985); en reeds *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* (Del. 1963). Zie o.a. Eisenberg (2005), 198-200; Strine (2002), 1393 e.v.; en Eisenberg (1999), 1278 e.v.

11 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

HOOFDSTUK II

7. Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland en Delaware

Voordat ik het begrip ‘vennootschappelijk belang’ binnen het vennootschapsrecht van Delaware behandel, besteed ik eerst kort aandacht aan de wijze waarop aan dat begrip invulling wordt gegeven binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

7.a. *Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Nederland*

Binnen het Nederlandse vennootschapsrecht is voor het bestuur het uitgangspunt dat het in zijn taakuitoefening jegens de vennootschap rekening dient te houden met de diversiteit aan belanghebbenden binnen het spectrum van de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en).

Ik wijs op art. 2:140/250 lid 2 BW waarin wordt verwezen naar het door de raad van commissarissen in acht te nemen belang van de vennootschap én de met haar verbonden onderneming. Algemeen wordt aangenomen dat hetzelfde geldt voor het bestuur.

Daarbij springen vooral het aandeelhoudersbelang en het werknemersbelang in het oog. Voor dat aandeelhoudersbelang geldt als uitgangspunt dat het bestuur acht dient te slaan op de belangen van alle aandeelhouders van de vennootschap.¹² Het belang van meer externe belanghebbenden zoals crediteuren kan een relevante rol spelen, maar als ik het goed zie wordt van hen wel een wat grotere mate van zelfredzaamheid verwacht.¹³ Dit hangt onder meer samen met de mogelijkheid voor crediteuren zekerheden te verlangen, met de beschermende werking die uitgaat van specifieke wettelijke bepalingen waaronder die inzake de jaarrekening en met de inrichting van het faillissementsrecht in welk verband art. 2:138/248 BW een rol kan spelen.¹⁴ Het belang van de vennootschap kan voorts worden gekleurd door het belang van het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt.¹⁵

Binnen de wijze waarop in de literatuur invulling is gegeven aan het begrip ‘vennootschappelijk belang’ vallen nuances en accentverschillen aan te brengen, maar in iedere invalshoek wordt als grondslag gehanteerd de gedachte dat er meer facetten zijn dan alleen het aandeelhoudersbelang die door het bestuur in aan-

12 Vgl. o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4. Daarbij past de nuancering dat er vele typen aandeelhouder zijn en dat hét aandeelhoudersbelang daardoor doorgaans niet bestaat. Ik laat dit verder buiten beschouwing.

13 Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 14; A-G Timmerman in 2.3 voor HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.); en Asser/Maeijer (2000), 386-387.

14 Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 4 bij HR 20 oktober 1989 (Ellem Beheer/De Bruin).

15 Vgl. o.a. Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.4 e.v.

merking dienen te worden genomen. Dit blijkt ook wel uit de rechtspraak¹⁶ en uit de Nederlandse *corporate governance* code.¹⁷

Ik geef een korte impressie.¹⁸

Bekend is de stelling van Maeijer dat het begrip ‘vennootschappelijk belang’ kan worden geduid als het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel. Daaronder valt ook het belang van de – continuïteit van de – onderneming, terwijl daarbinnen onder meer de belangen van de aandeelhouders en werknemers een rol spelen. Maeijer ziet het belang van het – vennootschappelijk – voortbestaan evenwel niet als doel op zichzelf.¹⁹ Van Schilf-gaarde meent dat Maeijer het belang van de vennootschap te veel als een separate groot-hed verzelfstandigt. Hij geeft – evenals Van der Grinten²⁰ – uiteindelijk dan ook de voor-keur aan een invulling van dit begrip die erkent dat het belang van de vennootschap wel-beschouwd weinig anders kan zijn dan de resultante van de in het concrete geval in aan-merking komende deelbelangen, zowel op de korte termijn als op de lange termijn. Aan-dacht voor de lange termijn betekent dan met name dat de continuïteit van de onderneming als een apart te benoemen belang gewicht in de schaal legt.²¹ Het gaat dan om een adequaat functionerend ondernemingsbeleid.

Ik meen dat met name dit laatste aspect in de praktijk voor het bestuur een belangrijke leidraad zal zijn. Juist hierbij zullen de bij de vennootschap én onderneming betrokkenen doorgaans immers belang hebben.²² Daarnaast zullen met name de bij de vennootschap betrokkenen – waarbij ik specifiek denk aan het bestuur, de algemene vergadering van aan-

16 Vgl. o.a. HR 30 maart 2007 (ATR Leasing IV), ro. 4.4; Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.4, 3.6-3.7; Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.11; Ok. 29 juli 2005 (Great!Company), ro. 3.4; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.5; HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7; en Ok. 19 september 2001 (HBG), ro. 4.5. Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.4.2; HR 22 maart 1996 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 3.3; en HR 1 april 1949 (Doetinchemse IJzergieterij/Uitgevers Maatschappij C. Misset). In HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5, dat ziet op externe bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 6:162 BW, legt de Hoge Raad een dwarsverband(je) met de “verplichting tot een behoorlijke taakvervulling als bedoeld in art. 2:9 BW.”

17 Sub 3 van de Preambule: “De code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Het bestuur en de raad van commissarissen behoren met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening te houden.”

18 Een uitgebreider overzicht biedt o.a. Delfos-Roy (1997), 13-20.

19 Zie o.a. Asser/Maeijer (2000), 384 e.v. en Maeijer (2000), 283 e.v.

20 Zie o.a. Van der Heijden/Van der Grinten (1992), 406.

21 Zie o.a. Van Schilf-gaarde/Winter (2006), 11 e.v.

22 Zie o.a. Timmerman (1990), 8.

HOOFDSTUK II

deelhouders en de raad van commissarissen (indien aanwezig) – ook gebaat zijn bij een adequaat functionerend vennootschappelijk beleid. Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ dient in het licht van het voorgaande ruim te worden opgevat. De invulling ervan is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Een wat kunstmatig aandoend onderscheid tussen het belang van de vennootschap en het belang van de onderneming zou ik daarom in beginsel niet willen maken.²³ Dit kan bijvoorbeeld wel nuttig zijn wanneer de vennootschap meerdere ondernemingen drijft met een te onderscheiden zelfstandig belang.²⁴

Maeijer ziet de oplossing van Van Schilfgaarde als een ‘smeltkroes’ die het proces van afweging tussen de diverse deelbelangen te veel versluiert.²⁵ Timmerman, die meent dat geen principieel onderscheid gemaakt dient te worden tussen vennootschap en onderneming nu deze elkaar beïnvloeden, is hier weer kritisch over.²⁶ Hij benadrukt met name de wisselwerking tussen vennootschap en onderneming, daarbij aantekend de door Van Schilfgaarde voorgestane resultanteopvatting op zichzelf juist te achten. Het vennootschappelijk belang mag van Timmerman best “een rommelpot van uiteenlopende belangen blijven.” Hoe dan ook, allen lijken de mening toegedaan dat een bepaald deelbelang niet bij voorbaat nadrukkelijker in aanmerking dient te worden genomen door het bestuur: het aandeelhoudersbelang is een factor van belang, maar niet op voorhand dé bepalende factor.²⁷

Er is geen dwingende ‘natuurlijke hiërarchie’, dát is waar het mij hier om gaat.

7.b. *Het begrip ‘vennootschappelijk belang’ in Delaware*

Het vennootschapsrecht van Delaware kent in dit opzicht een andere architectuur. De vennootschap vaart op het kompas van het bestuur, dat op zijn beurt – binnen de kaders van de op hem jegens de vennootschap en de aandeelhouders rustende fiduciaire plichten – in beginsel navigeert vanuit de primaire taak aandeelhouders op de lange(re) termijn te belonen voor hun investering.²⁸

Ik wijs onder meer op de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*²⁹: “It is well established that the directors owe their fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. (...) directors must (...) discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholders” en *Malone v. Brincat*³⁰: “The board of direc-

23 Anders o.a. Van Leeuwen (1990), 6 e.v.

24 Zie o.a. Vletter-van Dort (2001), 57.

25 Zie o.a. Asser/Maeijer (2000), 385.

26 Zie o.a. Timmerman (2005), 6 en Timmerman (1990), 5 e.v.

27 Zie o.a. Van Ginneken (2006), 530. Anders nog Löwensteyn (1959), 131, 133.

28 Zie o.a. Veasey (2005), 1410.

29 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007).

30 *Malone v. Brincat* (Del. 1998).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

tors has the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners.”³¹

Instructief zijn ook de uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Solomon v. Armstrong*³²: “The nature and effect of the fiduciary relationship between directors and shareholders is the very bedrock of Delaware’s corporate jurisprudence. A basic duty of fairness, *i.e.*, the requirement to treat shareholders and their equity interest in the corporation fairly, is the broadest notion of the duties directors owe to the corporation’s shareholders. The question becomes: how should a court proceed to conceive of the best way to protect shareholders’ valid expectation that they will be dealt with fairly?” en *Katz v. Oak Industries, Inc.*³³: “It is the obligation for directors to attempt, within the law, to maximize the long-run interests of the corporation’s stockholders; that they may sometimes do so ‘at the expense’ of others (...) does not for that reason constitute a breach of duty. It seems likely that corporate restructurings designed to maximize shareholder value may in some instances have the effect of requiring bondholders to bear greater risk of loss and thus in effect transfer economic value from bondholders to stockholders. (...) But if courts are to provide protection against such enhanced risk, they will require either legislative direction to do so or the negotiation of indenture provisions designed to afford such protection.”³⁴

Dit betekent niet dat het bestuur per definitie geen rekening mag houden met andere deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang, maar de nuance lijkt minder te worden gezocht dan binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

Ik wijs onder meer op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*³⁵ waarin deze gedachte door *Vice Chancellor Strine* als volgt onder woorden is gebracht: “These realities, of course, do not mean that the directors are required to put aside any consideration of other constituencies, including creditors, when deciding how to manage the firm. But it does mean that the directors – as fiduciaries in equity – are primarily focused on generating economic returns that will exceed what is required to pay bills in order to deliver a return to the company’s stockholders who provided equity capital and agreed to bear the residual risk associated with the firm’s operations.”

Dit vloeit onder meer voort uit de aanname dat crediteuren hun relatie met de vennootschap beter contractueel kunnen regelen dan aandeelhouders en uit de

31 Vgl. o.a. *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

32 *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999).

33 *Katz v. Oak Industries, Inc.* (Del. Ch. 1986).

34 Vgl. o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2006): “It would threaten widely held investor expectations if a Delaware court were to decide that shareholders are outsiders, merely residual claimants, and not in some sense the ‘owners’ of the corporation (...); *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993); en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985) over “the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders.”

35 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK II

gedachte dat crediteuren ervoor kunnen kiezen alleen tegen contante betaling te leveren aan de vennootschap. Daarbij komt dat crediteuren andere *legal tools* tot hun beschikking hebben, alsmede dat hun positie ook bepaald wordt door het – op federaal niveau geregelde – faillissementsrecht.

Zo overweegt de *Court of Chancery* van Delaware in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* dat “creditors are typically better positioned than stockholders to protect themselves by the simple tool of contracting” en: “Typically, creditors may not allege fiduciary duty claims against corporate directors. It is presumed that creditors are capable of protecting themselves through the contractual agreements that govern their relationships with firms. Furthermore, a specific body of law – the law of fraudulent conveyance – exists precisely to protect creditors. And, of course, important elements of federal bankruptcy law also protect creditors. Given that these legal tools exist to protect creditors, our corporate law (and that of most of our nation) expects that the directors of a solvent firm will cause the firm to undertake economic activities that maximize the value of the firm’s cash flows primarily for the benefit of the residual risk-bearers, the owners of the firm’s equity capital. So long as the directors honor the legal obligations they owe to the company’s creditors in good faith, as fiduciaries they may pursue the course of action that they believe is best for the firm and its stockholders. Indeed, in general, creditors must look to the firm itself for payment, rather than its directors or stockholders, except in instances of fraud or when other grounds exist to disregard the corporate form.”³⁶

Een aanvullende grondslag voor dit uitgangspunt kan gevonden worden in de gedachte dat pluriforme belangenbehartiging verondersteld wordt te leiden tot een vertroebeling van het verantwoordelijkheidsbesef dat op het bestuur behoort te rusten.

Iets anders is dat het bestuur de aandeelhouders onder omstandigheden op ongelijke wijze mag behandelen.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Applebaum v. Avaya, Inc.*³⁷: “(...) equity and equality are not synonymous concepts in the Delaware General Corporation Law” en in *Nixon v. Blackwell*³⁸: “It is well established in our jurisprudence that stockholders need not always be treated equally for all purposes. (...) To hold that fairness necessarily requires precise equality is to beg the question: Many scholars, though few courts, conclude that one aspect of fiduciary duty is the equal treatment of investors. Their argument takes the following form: fiduciary principles require fair conduct; equal treatment is fair conduct; hence, fiduciary principles require equal treatment. The conclusion does not follow. The argument depends on an equivalence between *equal* and *fair* treatment. To say that fiduciary principles require equal treatment is to beg the question whether investors would contract for equal or even equivalent treatment.”

36 Vgl. o.a. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006). Zie nummer 7.c hierna.

37 *Applebaum v. Avaya, Inc.* (Del. 2002).

38 *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993).

Dat naar het vennootschapsrecht van Delaware het bestuur in beginsel – via de band van de vennootschap – het belang van de aandeelhouders dient te behartigen neemt niet weg dat voor het bestuur ook binnen die taakopdracht lastige conflicten kunnen opdoemen.³⁹

Wanneer het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid in toenemende mate beïnvloed wordt door de – korte termijn – behoeften van aandeelhouders en daarom meer in het teken zal staan van hun belangenbehartiging, dreigen de belangen van met name werknemers en crediteuren van de vennootschap enigszins op de achtergrond te geraken. Dit is wellicht in enige mate de consequentie van het zich in Nederland voltrekkende en mede in de huidige Nederlandse *corporate governance* code belichaamde *corporate governance* debat, de in de literatuur gesignaleerde toenemende Anglo-Amerikaanse oriëntatie van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen⁴⁰ en de herziening van het typisch Nederlandse structuurmodel. Daarmee zou het Nederlandse vennootschapsrecht enige aansluiting verkrijgen bij het vennootschapsrecht van onder meer Delaware, dat heel voorzichtig een omgekeerde tendens laat zien maar waar het *shareholder primacy* model vooralsnog de boventoon voert. De aandeelhouder heeft daar in de regel ten minste een streepje voor op de overige *stakeholders* in de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en).⁴¹ Ik laat hier in het midden of dit een wenselijke ontwikkeling is, maar stel wel vast dat een meer algemene pluriforme belangenbehartiging – het zogenaamde Rijnlandse model – vooralsnog de heersende leer is binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. De invoering van een *shareholder primacy* model lijkt in Nederland niet direct aanstaande. Daarvoor wordt het denken over concepten als het ‘vennootschappelijk belang’ uiteindelijk te veel bepaald door de *stakeholders* gedachte. Hieraan doet de vergroting van de invloed van aandeelhouders binnen de vennootschap niet af.

7.c. *Het gevolg van insolventie van de vennootschap*

Helemaal eenkennig is het vennootschapsrecht van Delaware niet. Zo is een relativering aangebracht op het primaat van het aandeelhoudersbelang binnen het vennootschappelijke spectrum in situaties waarin de vennootschap insolvent is, maar de daarbij gevolgde lijn is niet geheel eenduidig.

39 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990): “In attempting to fulfill their fiduciary duties to the shareholders, directors may have to make difficult decisions involving the competing interests of various shareholder groups”; en *Freedman v. Restaurant Assoc. Industries, Inc.* (Del. Ch. 1987).

40 Zie o.a. Timmerman (2002), 1546; Timmerman (2001), 470 e.v.; en Timmerman (1996), 1318 e.v.

41 Zie o.a. Veasey (2000), 5: “The interests of stockholders are paramount under Delaware law, and those interests should not be equated with, or sublimated to, the interests of creditors, employees, suppliers or the community. Although the interests of stakeholders other than stockholders may be considered by the board according to some Delaware dicta, it is clear under the holdings of Delaware judicial decisions that the interests of the stockholders are paramount.”

HOOFDSTUK II

Een vennootschap wordt binnen het vennootschapsrecht van Delaware in dit verband reeds insolvent geacht wanneer daarvan feitelijk sprake is, niet pas wanneer een partij een faillissementsprocedure entameert. De economische realiteit staat voorop.

Zo rept de *Court of Chancery* van Delaware in *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.*⁴² over “insolvency, defined not as statutory insolvency but as insolvency in fact.”

Insolventie wordt omschreven als een situatie waarin de vennootschap “has liabilities in excess of a reasonable market value of assets held”, maar ook als een situatie waarin de vennootschap naar verwachting niet – volledig – zal kunnen voldoen aan haar betalingsverplichtingen zodra deze opeisbaar worden.⁴³

Instructief is hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*⁴⁴: “Insolvency may be demonstrated by either showing (1) “a deficiency of assets below liabilities with no reasonable prospect that the business can be successfully continued in the face thereof,” or (2) “an inability to meet maturing obligations as they fall due in the ordinary course of business”.”

Gelet op deze weinig concrete eis is het niet verrassend dat de rechter soms moeite heeft vast te stellen of een vennootschap al dan niet insolvent is.⁴⁵ Dat sprake is van insolventie dient, bij betwisting, te worden aangetoond door de partij die daarop een beroep doet.⁴⁶

Door de *Court of Chancery* van Delaware is wel aangenomen dat het bestuur van een insolvente vennootschap geacht wordt tevens fiduciaire plichten jegens crediteuren van de vennootschap te hebben.

Zoals blijkt uit de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Geyer v. Ingersoll Publications Co.*⁴⁷ is wel aangenomen dat het bestuur in beginsel geen fiduciaire plichten heeft jegens crediteuren van de vennootschap, tenzij bijvoorbeeld de vennootschap insolvent is: “(...) the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms absent “special circumstances (...) e.g., fraud, insolvency, or violation of a statute (...)”.”

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.*: “Under long established precedent, one of those cir-

42 *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.* (Del. Ch. 2005).

43 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

44 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006).

45 Vgl. o.a. *Keystone Fuel Oil v. Del-Way Petroleum, Co.* (Del. Ch. 1977).

46 Vgl. o.a. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006) en *U.S. Bank Nat. Assoc. v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C.* (Del. Ch. 2004).

47 *Geyer v. Ingersoll Publications Co.* (Del. Ch. 1992).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

cumstances is insolvency, defined not as statutory insolvency but as insolvency in fact (...). When the insolvency exception arises “it creates fiduciary duties for directors for the benefit of creditors”.”

Insolventie van de vennootschap heeft in die visie tot gevolg dat het bestuur zich primair, althans mede, dient te gaan richten op de behartiging van de belangen van de crediteuren van de vennootschap in plaats van slechts primair op de belangen van haar aandeelhouders. De crediteuren worden dan gezien als de *residual risk-bearers*.

Ik wijs onder meer op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*: “When a firm has reached the point of insolvency, it is settled that under Delaware law, the firm’s directors are said to owe fiduciary duties to the company’s creditors. This is an uncontroversial proposition and does not completely turn on its head the equitable obligations of the directors to the firm itself. The directors continue to have the task of attempting to maximize the economic value of the firm. That much of their job does not change. But the fact of insolvency does necessarily affect the constituency on whose behalf the directors are pursuing that end. By definition, the fact of insolvency places the creditors in the shoes normally occupied by the shareholders – that of residual risk-bearers. Where the assets of the company are insufficient to pay its debts, and the remaining equity is underwater, whatever remains of the company’s assets will be used to pay creditors, usually either by seniority of debt or on a *pro rata* basis among debtors of equal priority.”⁴⁸

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.*: “The plaintiff is correct, of course, to say that having fiduciary duties to creditors does not excuse violations of fiduciary duty to Unit holders (*in casu* aandeelhouders, BFA). During insolvency, the directors owe fiduciary duties to both the creditors and the Unit holders. But ultimately, the board of directors of an insolvent company may take into account the interests of creditors at the apparent expense of stockholders if, in doing so, the board meets its fiduciary duties to all relevant constituencies.”⁴⁹

48 Vgl. buiten Delaware o.a. *Scott Acquisition Corp. v. Morris* (D. Del. 2006); *RSL COM Primecall, Inc. v. Beckoff* (S.D. N.Y. 2003); *In re STN Enterprises* (2nd Cir. 1985); *Francis v. United Jersey Bank* (N.J. 1981); en *Bank Leumi-Le-Israel v. Sunbelt Industries, Inc.* (S.D. Ga. 1980).

49 Vgl. in Engeland o.a. *Re MDA Investment Management Ltd.* (2004) en *Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd. v. Dodd* (1988): “In a solvent company the proprietary interests of the shareholders entitle them as a general body to be regarded as the company when questions of the duty of directors arise. (...) But where a company is insolvent the interests of the creditors intrude. They become prospectively entitled, through the mechanism of liquidation, to displace the power of the shareholders and directors to deal with the company’s assets. It is in a practical sense their assets and not the shareholders’ assets that, through the medium of the company, are under the management of the directors pending liquidation, return to solvency, or the imposition of some alternative administration.” Zie o.a. Morse (2005), 297 e.v. en Gower/Davies (2003), 371 e.v. Vgl. in Australië o.a. *Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd.* (1986). Zie o.a. Farrar (2005), 109-110 e.v.

HOOFDSTUK II

Het bestuur dient zich dan te blijven richten op maximalisatie van de economische waarde van de door de vennootschap gedreven onderneming, met dien verstande dat hij dat niet langer primair ten behoeve van de aandeelhouders van de vennootschap dient te doen, maar primair, althans mede, ten gunste van de crediteuren van de vennootschap.⁵⁰ Wat maximalisatie van de economische waarde van de door de vennootschap gedreven onderneming bij insolventie inhoudt is noodzakelijkerwijs afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Het is denkbaar dat voortzetting van de onderneming per saldo tot het meeste rendement kan leiden, maar dit levert ook risico's voor de crediteuren op. Het bestuur kan daarbij ongelukkige keuzes maken die slecht uitpakken, waardoor de vermogensbestanddelen van de vennootschap verder in waarde afnemen.⁵¹ Het tegenovergestelde, directe liquidatie, valt daarom bepaald niet uit te sluiten.⁵² Doordat bij insolventie in de visie van de *Court of Chancery* van Delaware het accent zo sterk ligt op de behartiging van het crediteurenbelang, kunnen opeens scenario's wenselijk zijn die bij solventie – een situatie waarin het aandeelhoudersbelang in beginsel duidelijk prevaleert – als verwerpelijk worden beschouwd.

Aardig is de volgende overweging van *Vice Chancellor Strine* in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*: “Of course, when a firm is insolvent, creditors do not become residual claimants with interests entirely identical to stockholders, they simply become the class of constituents with the key claim to the firm’s remaining assets. As an academic commentator aptly put it, “creditors [of an insolvent corporation] do not enjoy the entire gain of making good decisions, but bear the entire risk loss of making bad ones.” Because creditors have no interest beyond the debts owed to them, they have no incentive (and much to risk) by encouraging business strategies that would risk the payment of the bulk of their claims but provide some hope that the firm’s value will increase to the level

50 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): “(...) the fact of insolvency does not change the primary object of the director’s duties, which is the firm itself. The firm’s insolvency simply makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm’s value and logically gives them standing to pursue these claims to rectify that injury.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Scott Acquisition Corp. v. Morris* (D. Del. 2006).

51 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): “In insolvency, creditors, as residual claimants to a definitionally-inadequate pool of assets, become exposed to substantial risk as the entity goes forward; poor decisions by management may erode the value of the remaining assets, leaving the corporation with even less capital to satisfy its debts in an ultimate dissolution. The elimination of the stockholders’ interest in the firm and the increased risk to creditors is said to justify imposing fiduciary obligations towards the company’s creditors on the directors.”

52 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): “The maximization of the economic value of the firm might, in circumstances of insolvency, require the directors to undertake the course of action that best preserves value in a situation when the pro-cession of the firm as a going concern would be value-destroying. In other words, the efficient liquidation of an insolvent firm might well be the method by which the firm’s value is enhanced in order to meet the legitimate claims of its creditors.” Zie o.a. Delfos-Roy (1997), 20-23.

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

at which there could be a return for the equity. It is for this reason that Chancellor Allen's *Credit Lyonnais* decision emphasized the duties of the directors to the firm and their duty to responsibly maximize its value, a duty that might require pursuing a strategy that neither the stockholders nor the creditors would prefer. (...) When a firm is insolvent or near insolvency, the interests of its stockholders and creditors can be starkly divergent, with the stockholders preferring highly risky strategies that creditors would eschew.⁵³

Zie ik het goed dan legt de *Supreme Court* van Delaware in de recente uitspraak inzake *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* de nadruk enigszins anders dan de *Court of Chancery* van Delaware. Daarin wordt, althans zo lees ik het, benadrukt dat op het bestuur van een insolvente vennootschap geen fiduciaire plichten jegens crediteuren van de vennootschap rusten, omdat dit zou conflicteren met de op het bestuur rustende plicht de economische waarde van de door de insolvente vennootschap gedreven onderneming te maximaliseren ten behoeve van *alle* deelbelanghebbenden, waaronder de crediteuren.⁵⁴ Het crediteurenbelang lijkt hier wat minder voorop te staan dan in de rechtspraak van de *Court of Chancery* van Delaware.

“It is well established that the directors owe their fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. While shareholders rely on directors acting as fiduciaries to protect their interests, creditors are afforded protection through contractual agreements, fraud and fraudulent conveyance law, implied covenants of good faith and fair dealing, bankruptcy law, general commercial law and other sources of creditors rights. Delaware courts have traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties. Accordingly, “the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms.” (...) In *Production Resources*, the Court of Chancery recognized that – in most, if not all instances – creditors of insolvent corporations could bring derivative claims against directors of an insolvent corporation for breach of fiduciary duty. In that case, in response to the creditor plaintiff's contention that derivative claims for breach of fiduciary duty were transformed into *direct* claims upon insolvency, the Court of Chancery stated: “The fact that the corporation has become insolvent does not turn [derivative] claims into direct creditor claims, it simply provides creditors with standing to assert those claims. At all times, claims of this kind belong to the corporation itself because even if the improper acts occur when the firm is insolvent, they operate to injure the firm in the first instance by reducing its value, injuring creditors only indirectly by diminishing the value of the firm and therefore the assets from which the creditors may satisfy their claims.” Nevertheless, in *Production Resources*, the Court of Chancery stated that it was “not prepared to rule out” the *possibility* that the

53 Zie o.a. Lennarts (2006), 4 e.v.

54 Hier houd ik een kleine slag om de arm omdat de *Supreme Court* van Delaware in dit verband niet alleen verwijst naar de crediteuren maar ook naar *individuele* crediteuren, waardoor wellicht toch niet helemaal kan worden uitgesloten dat op het bestuur van een insolvente vennootschap fiduciaire plichten kunnen rusten jegens crediteuren van de vennootschap als collectief, al duidt de niet in helderheid uitblinkende opinie van de hand van *Justice* Holland – waarin zo sterk wordt benadrukt dat op het bestuur fiduciaire plichten rusten jegens de vennootschap en de aandeelhouders – daar in haar totaliteit bezien mijns inziens niet op.

HOOFDSTUK II

creditor plaintiff had alleged conduct that “might support” a *limited* direct claim. Since the complaint in *Production Resources* sufficiently alleged a derivative claim, however, it was unnecessary to decide if creditors had a legal right to bring direct fiduciary claims against directors in the insolvency context. In this case, NACEPF did not attempt to allege a derivative claim in Count II of its Complaint. It only asserted a *direct* claim against the director Defendants for alleged breaches of fiduciary duty when Clearwire was insolvent. The Court of Chancery did not decide that issue. Instead, the Court of Chancery *assumed arguendo* that a direct claim for a breach of fiduciary duty to a creditor is legally cognizable in the context of actual insolvency. It then held that Count II of NACEPF’s Complaint failed to state such a direct creditor claim because it did not satisfy the pleading requirements described by the decisions in *Production Resources* and *Big Lots Stores, Inc. v. Bain Capital Fund VVI, LLC*. To date, the Court of Chancery has never recognized that a creditor has the right to assert a *direct* claim for breach of fiduciary duty against the directors of an *insolvent* corporation. However, prior to this opinion, that possibility remained an open question because of the “*arguendo* assumption” in this case and the *dicta* in *Production Resources* and *Big Lots Stores*. In this opinion, we recognize that “the pragmatic conduct-regulating legal realms (...) calls [sic] for more precise conceptual line drawing.” Recognizing that directors of an insolvent corporation owe direct fiduciary duties to creditors, would create uncertainty for directors who have a fiduciary duty to exercise their business judgment in the best interest of the insolvent corporation. To recognize a new right for creditors to bring direct fiduciary claims against those directors would create a conflict between those directors’ duty to maximize the value of the insolvent corporation for the benefit of all those having an interest in it, and the newly recognized direct fiduciary duty to individual creditors. Directors of insolvent corporations must retain the freedom to engage in vigorous, good faith negotiations with individual creditors for the benefit of the corporation. Accordingly, we hold that individual *creditors* of an *insolvent* corporation have *no right to assert direct* claims for breach of fiduciary duty against corporate directors. Creditors may nonetheless protect their interest by bringing derivative claims on behalf of the insolvent corporation or any *other* direct nonfiduciary claim, as discussed earlier in this opinion, that may be available for individual creditors.”⁵⁵

55 Twee voetnoten in deze opinie zijn eveneens instructief: “In *Production Resources*, the Court of Chancery expressed in *dicta* a “conservative assumption that there might, possibly exist circumstances in which the directors [of an actually insolvent corporation] display such a marked degree of animus towards a particular creditor with a proven entitlement to payment that they expose themselves to a direct fiduciary duty claim by that creditor.” *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d at 798. We think not. While there may well be a basis for a direct claim arising out of contract or tort, our holding today precludes a direct claim arising out of a purported breach of a fiduciary duty owed to that creditor by the directors of an insolvent corporation” en “In *Big Lots*, the Court of Chancery reiterated, also in *dicta*, that any potentially cognizable direct claims asserted by creditors in actual insolvency should be confined to the limited circumstances in *Production Resources*, namely, instances in which invidious conduct toward a particular “creditor” with a “proven entitlement to payment” has been alleged. *Id.* The suggestion in that *dicta* is also inconsistent with and precluded by our holding in this opinion.” In o.a. *Simons v. Cogan* (Del. 1988) en *Bovay v. H.M. Byllesby & Co.* (Del. 1944) is dit niet aan bod gekomen.

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

De positie van de crediteuren als de *residual risk-bearers* brengt dan wel mee dat zij een afgeleide actie kunnen instellen tegen het bestuur ten behoeve van de vennootschap vanwege beweerde schending door het bestuur van de op hem jegens de *vennootschap* rustende fiduciaire plichten. Dit kunnen crediteuren van een solvete vennootschap, naar het lijkt, niet.⁵⁶ De *Supreme Court* van Delaware erkent hier met zoveel woorden dat bij een insolvente vennootschap het primair de crediteuren van de vennootschap zijn die nadelig geraakt worden door bestuurlijk gedrag in strijd met de op hem rustende fiduciaire plichten jegens de vennootschap.

“It is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is *solvent*, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring *derivative* actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the corporation’s growth and increased value. When a corporation is *insolvent*, however, its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value. Consequently, the creditors of an *insolvent* corporation have standing to maintain derivative claims against directors on behalf of the corporation for breaches of fiduciary duties. The corporation’s insolvency “makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm’s value.” Therefore, equitable considerations give creditors standing to pursue derivative claims against the directors of an insolvent corporation. Individual creditors of an insolvent corporation have the same incentive to pursue valid derivative claims on its behalf that shareholders have when the firm is solvent.”⁵⁷

Op het mechanisme van de afgeleide actie ga ik hierna verder in.⁵⁸

De vraag of het bestuur buiten de context van insolventie van de vennootschap fiduciaire plichten kan hebben jegens de crediteuren van de vennootschap is door de *Supreme Court* van Delaware ontkennend beantwoord in *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, wat gelet op het voorgaande niet verrassend is. Het gaat dan specifiek om situaties waarin de vennootschap nog solvent is, maar in de nabijheid verkeert van insolventie (i.e. *in the vicinity of insolvency*). Wanneer nu precies sprake is van een *in the vicinity of insolvency* situatie, waarbij ook wel wordt gerept over *the zone of insolvency*, is

56 Ook hier houd ik een kleine slag om de arm, omdat de *Supreme Court* van Delaware niet met zoveel woorden zegt dat crediteuren van een solvete vennootschap geen afgeleide actie kunnen starten, maar overweegt dat ook crediteuren van een insolvente vennootschap vanwege “equitable considerations” een afgeleide actie kunnen starten. Zie o.a. Kroeze (2004), 203.

57 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004) over de “reality that creditors become the residual claimants of a corporation when the equity of the corporation has no value.”

58 Zie nummer 9 hierna.

HOOFDSTUK II

niet uitgekristalliseerd in de rechtspraak. Er zal niet voor niets worden gesproken over “the metaphysical boundaries of the zone of insolvency.”⁵⁹

In theorie kan een *in the vicinity of insolvency* situatie zich vrij snel voordoen. Daarvan lijkt bijvoorbeeld al bijna sprake te zijn als het bestuur dusdanig gewaagd ondernemingsbeleid voert dat wanneer dit slecht uitpakt de vennootschap de nadelige financiële gevolgen daarvan niet zal kunnen dragen, en deze kwade kans zich lijkt te gaan verwezenlijken.

Voordat ik deze overwegingen van de *Supreme Court* van Delaware aanstip loop ik kort de rechtspraak van de *Court of Chancery* van Delaware langs waarin is aangenomen dat als de vennootschap zich *in the vicinity of insolvency* bevindt, het vennootschappelijk belang zich kan verbreden en niet langer gelijk staat aan het aandeelhoudersbelang maar meer deelbelangen omvat die in acht mogen worden genomen door het bestuur.

Ik wijs onder meer op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*⁶⁰: “At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residual risk bearers (de aandeelhouders, BFA), but owes its duty to the corporate enterprise.”

Wanneer de vennootschap zich *in the vicinity of insolvency* bevindt komt in deze visie het crediteurenbelang meer naar voren dan bij een solvente vennootschap die zich niet *in the vicinity of insolvency* bevindt (zij het minder in het oog springend dan in geval van insolventie). Het bestuur mag dan – kort gezegd – komen tot een zakelijke beleidsafweging *for the benefit of the corporation* in brede zin, aldus de *Court of Chancery* van Delaware in diverse uitspraken.⁶¹

59 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004). Zie o.a. Veasey (2005), 1430: “(...) whatever that is (...)” In *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007) wordt deze vraag niet beantwoord: “Our holding in this opinion (...) makes it unnecessary to precisely define a ‘zone of insolvency.’”

60 *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.* (Del. Ch. 1991).

61 Vgl. o.a. *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams* (Del. Ch. 1997): “(...) where foreseeable financial effects of a board decision may importantly fall upon creditors as well as holders of common stock, as where the corporation is in the vicinity of insolvency, an independent board may consider impacts upon all corporate constituencies in exercising its good faith business judgment for the benefit of the ‘corporation’” en *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.* (Del. Ch. 1991) over “directors who are capable of conceiving of the corporation as a legal and economic entity” en: “Such directors will recognize that in managing the business affairs of a solvent corporation in the vicinity of insolvency, circumstances may arise when the right (both the efficient and the fair) course to follow for the corporation may diverge from the choice that the stockholders (or the creditors, or the employees, or any single group interested in the corporation) would make if given the opportunity to act.”

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Dit is een situatie die in de kern weinig verschilt van het traditionele uitgangspunt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht dat het ondernemende bestuur rekening dient te houden met alle deelbelangen binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en). De op zichzelf niet onjuiste signalering van Timmerman dat “het belangenpatroon dat een Amerikaanse vennootschap mag ontplooiën minder pluralistisch is dan dat van een Nederlandse vennootschap” en zijn indruk dat “men in de Amerikaanse samenleving iets minder dan in Nederland op zoek is naar het vinden van een evenwicht tussen tegenstrijdige belangen: het is het een of het ander” dienen tegen deze achtergrond te worden gezien.⁶²

Deze rechtspraak belichaamt niet zozeer een vorm van crediteurenbescherming, als wel een weergave van de gedachte dat – ook – het bestuur van een bijna insolvente vennootschap met meer deelbelangen rekening mag houden dan het aandeelhoudersbelang alleen, terwijl ook dan het ondernemende bestuur in beginsel recht heeft op een terughoudende rechterlijke toetsing in het kader van de *business judgment rule*.⁶³

Ik wijs op de interpretatie die hieraan gegeven wordt door *Vice Chancellor Strine* in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*: “Somewhat oddly, a decision of this court that attempted to emphasize that directors have discretion to temper the risk that they take on behalf of the equity holders when the firm is in the ‘zone of insolvency’ has been read by some as creating a new body of creditor’s rights law. (...) *Credit Lyonnais* provided a shield to directors from stockholders who claimed that the directors had a duty to undertake extreme risk so long as the company would not technically breach any legal obligations. By providing directors with this shield, creditors would derive a clear benefit because directors, it can be presumed, generally take seriously the company’s duty to pay its bills as a first priority.”⁶⁴

De conclusie lijkt daarmee gerechtvaardigd dat, hoewel in deze visie het ondernemende bestuur van een bijna insolvente vennootschap met meer deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang alleen rekening mag houden, uit voorgaande rechtspraak van de *Court of Chancery* van Delaware niet direct voortvloeit dat het

62 Timmerman (2003 c), 561. Zie o.a. Veasey (2005), 1430-1431.

63 Daarop ga ik in hoofdstuk 4 – nummers 17-19 verder in.

64 Vgl. o.a. *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006): “*Credit Lyonnais* does not support the application of ‘trust fund theory’ principles to conduct of directors in the zone of insolvency. Instead, the language employed in footnote fifty-five of *Credit Lyonnais* suggests that, in the zone of insolvency, directors may act to obtain what (in the narrow sense, *i.e.*, insofar as the interests of the corporate collective are concerned) could be described as a ‘socially optimal’ outcome. (...) This does not implicate ‘trust fund theory’, however, which seeks to compel conduct (...) directed toward the best interests of creditors as a particular constituency of residual risk-bearers.” Zie o.a. Farrar (2005), 146.

HOOFDSTUK II

bestuur in dergelijke gevallen fiduciaire plichten heeft jegens – specifiek – de crediteuren van de vennootschap.⁶⁵

De uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* bevestigt, als gezegd, dat – ook – op het bestuur van een solvete vennootschap die zich *in the vicinity of insolvency* bevindt geen fiduciaire plichten rusten jegens de crediteuren van de vennootschap. Wat evenwel opvalt is dat waar de *Court of Chancery* van Delaware tevens oog lijkt te hebben voor andere deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang in deze context, de *Supreme Court* van Delaware onverminderd sterk de nadruk legt op het aandeelhoudersbelang: ook als de solvete vennootschap zich *in the vicinity of insolvency* bevindt dient het bestuur – conform de op hem rustende fiduciaire plichten jegens de vennootschap en de aandeelhouders – zakelijke beleidsafwegingen te maken in het belang van de vennootschap, ten behoeve van de *aandeelhouders*.

“It is well established that the directors owe their fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. While shareholders rely on directors acting as fiduciaries to protect their interests, creditors are afforded protection through contractual agreements, fraud and fraudulent conveyance law, implied covenants of good faith and fair dealing, bankruptcy law, general commercial law and other sources of creditors rights. Delaware courts have traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties. Accordingly, “the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms.” (...) Delaware corporate law provides for a separation of control and ownership. The directors of Delaware corporations have “the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners.” Accordingly, fiduciary duties are imposed upon the directors to regulate their conduct when they perform *that* function. Although the fiduciary duties of the directors of a Delaware corporation are unremitting: “the exact cause of conduct that must be charted to properly discharge that responsibility will change in the specific context of the action the director is taking with regard to either the corporation or its shareholders. This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate with due care, good faith and loyalty on behalf of a Delaware corporation and its shareholders. This Court has also endeavored to mark the safe harbors clearly.” In this case, the need for providing directors with definitive guidance compels us to hold that no direct claim for breach of fiduciary duties

65 Vgl. o.a. *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006) en *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): “Creative language in a famous footnote in *Credit Lyonnais* was read more expansively by some, not to create a shield for directors from stockholder claims, but to expose directors to a new set of fiduciary duty claims, this time by creditors. To the extent that a firm is in the zone of insolvency, some read *Credit Lyonnais* as authorizing creditors to challenge directors’ business judgments as breaches of a fiduciary duty owed to them.” Vgl. in laatstgenoemde zin buiten Delaware o.a. *Roselink Investors, L.L.C. v. Shenkman* (S.D. N.Y. 2004); *Weaver v. Kellogg* (S.D. Tex. 1997); en *Official Comm. of Unsecured Creditors of Buckhead Am. Corp. v. Reliance Capital Group, Inc.* (D. Del. 1994).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

may be asserted by the creditors of a solvent corporation that is operating in the zone of insolvency. When a corporation is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholders.”

Dit valt te verklaren doordat de *Supreme Court* van Delaware de verbreding van het vennootschappelijk belang lijkt te reserveren voor gevallen waarin de vennootschap daadwerkelijk insolvent is: pas dán rust immers, zo volgt naar het lijkt uit *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, op het bestuur de plicht de economische waarde van de door de insolvente vennootschap gedreven onderneming te maximaliseren ten behoeve van *alle* deelbelanghebbenden, waaronder de crediteuren.⁶⁶

7.d. De beschermingscontext

De pluraliteit aan deelbelangen is eveneens van belang in gevallen waarin het bestuur een beschermingsmaatregel treft ter afwering van een vijandige overname, zij het dat het aandeelhoudersbelang maatgevender blijft in vergelijking met situaties waarin de vennootschap insolvent is.

Dat het bestuur in dergelijke situaties een veelheid aan aspecten in zijn besluitvorming mag betrekken blijkt wel uit de overweging van de *Supreme Court* van Delaware dat het bestuur dan actie mag – en soms zelfs moet – ondernemen tegen bedreiging van de *corporate policy and effectiveness*.⁶⁷ Wel is het zo dat de behartiging van andere belangen dan het aandeelhoudersbelang op enigerlei wijze tevens dient te leiden tot ten minste een logisch verklaarbare bevordering van het aandeelhoudersbelang.

In de uitspraak inzake *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁶⁸ hanteert de *Supreme Court* van Delaware het volgende uitgangspunt: “In [determining] the board’s exercise of corporate power to forestall a takeover bid our analysis begins with the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders. (...) An aspect of review is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed. This entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include: inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on the ‘constituencies’ other than shareholders (*i.e.*, creditors, customers, employees, and

66 Terzijde, wanneer een (minderheids)aandeelhouder ageert in de hoedanigheid van werknemer wordt de arbeidsovereenkomst als uitgangspunt genomen, niet de op het bestuur rustende fiduciaire plichten. Vgl. o.a. *Riblet Prods. Corp. v. Nagy* (Del. 1996).

67 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

68 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

HOOFDSTUK II

perhaps even the community generally), the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange (...).”

Dit oordeel wordt verder ingekleurd door de *Supreme Court* van Delaware in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁶⁹: “(...) while concern for various corporate constituencies is proper when addressing a takeover threat, that principle is limited by the requirement that there be some rationally related benefit accruing to the stockholders. We find no such benefit here. (...) The Revlon board argued that it acted in good faith in protecting the noteholders because *Unocal* permits consideration of other corporate constituencies. Although such considerations may be permissible, there are fundamental limitations upon that prerogative. A board may have regard for various constituencies in discharging its responsibilities, provided there are rationally related benefits accruing to the stockholders.”⁷⁰

Deze nuancering komt niet consequent terug in de rechtspraak.⁷¹

7.e. *De positie van de controlerende aandeelhouder*

Kort nog aandacht voor de positie van de aandeelhouder. Voor de aandeelhouder is het uitgangspunt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht dat deze in hoge mate in zijn eigen belang mag handelen, daarbij vooral beperkt door art. 2:8 BW en art 6:162 BW.⁷² Door het treffen van statutaire regelingen en het sluiten van overeenkomsten kunnen aandeelhouders tot op zekere hoogte invulling geven aan hun onderlinge verhouding.⁷³

69 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986).

70 Vgl. o.a. *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006).

71 Waar hiernaar bijvoorbeeld niet wordt verwezen in *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987) gebeurt dit weer wel in *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989), zij het dat hier in de hoofdtekst van de opinie wordt overwogen dat “further discriminatory treatment of a bidder, without any rational benefit to the shareholders, was unwarranted” terwijl in een voetnoot bij die overweging wordt verwezen naar een “reasonable relationship.” Dit dekt elkaar niet geheel. Zie o.a. Eisenberg (2005), 144. Vgl. buiten Delaware over het spanningsveld tussen enerzijds ondernemingsbeleid gericht op het maken van winst ten behoeve van de aandeelhouders en anderzijds sociaal beleid o.a. *Dodge v. Ford Motor Co.* (Mich. 1919) en *A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow* (N.J. 1953).

72 Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.17; Gh. 's-Hertogenbosch 19 september 2006 (Cab Truck Trading/Sfida Logistica), ro. 4.3.2 e.v.; Rb. Arnhem 18 mei 2005 (Vero Dordrecht/Erasmus Beheer); Rb. Amsterdam 6 februari 2002 (Leyinvest/Vendex KBB), ro. 6 e.v.; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.6.; Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.16; HR 10 maart 1995 (Janssen Pers/Janssen), ro. 3.6.1-3.6.2; Gh. Arnhem 26 mei 1992 (Uniwest Group/Van Klaveren), ro. 9 e.v.; HR 17 mei 1991 (Lampe/Tonnema), ro. 3.2; en Gh. 's-Gravenhage 1 oktober 1982 (Scheepsbouw v/h C.M. van Rees/Smits), ro. 2 e.v.

73 Vgl. o.a. Ok. 8 mei 2002 (Broadnet Holdings), ro. 3.3 en Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.3 e.v. Ik wijs in het kader van stemovereenkomsten op o.a. HR 19 februari 1960 (Scheulderman/Levensverzekering Maatschappij Aurora); HR 13 november 1959; en HR 30 juni 1944 (Wennekes/Neck).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Binnen het vennootschapsrecht van Delaware geldt hetzelfde uitgangspunt dat een aandeelhouder primair zijn eigen belang mag behartigen⁷⁴, maar wordt expliciet een ander regime gehanteerd voor de controlerende aandeelhouder. Van een controlerende aandeelhouder – al dan niet in verband met een specifieke transactie⁷⁵ – is sprake als een (rechts)persoon als aandeelhouder:

1. (on)middellijk – al dan niet door middel van stemovereenkomsten – meer dan 50% van de aan het geplaatste kapitaal gerelateerde stemrechten kan uitoefenen;
2. of daadwerkelijk en niet slechts potentieel feitelijke controle uitoefent over – kort gezegd – een meerderheid van het bestuur, waardoor de bestuurlijke besluitvorming in wezen door de aandeelhouder wordt bepaald.⁷⁶

Vermeldenswaardig is de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff*⁷⁷: “In the context of imposing fiduciary responsibilities, it is well established in the corporate jurisprudence of Delaware that control exists when a stockholder owns, directly or indirectly, more than half of a corporation’s voting power. In addition to the election of directors, many of the most fundamental corporate changes also require approval by a majority vote of the stockholders, *e.g.*, mergers, consolidations, sales of all or substantially all of the assets of a corporation and dissolutions. Conversely, a stockholder that owns less than half of a corporation’s shares will generally not be deemed to be a controlling stockholder, with concomitant fiduciary responsibilities. For a stockholder that owns less than a numerical majority of a corporation’s voting shares to be deemed a controlling stockholder for purposes of imposing fiduciary obligations, the plaintiff must establish the *actual exercise* of control of the corporation’s conduct by that otherwise minority stockholder.”⁷⁸

74 Vgl. o.a. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “Nothing precludes a stockholder from acting in its own self-interest.”

75 Vgl. o.a. *In re Western National Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000).

76 Vgl. o.a. *Gatz v. Ponsoldt* (Del. 2007) onder verwijzing naar *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. Ch. 1984) en *Kaplan v. Centex Corp.* (Del. Ch. 1971): “(...) the complaint sufficiently alleges “domination by a minority stockholder through actual exercise of direction over corporate conduct”; *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2006): “The second test exists to allow the law to impose fiduciary obligations on stockholders who, although lacking a clear majority, have such formidable voting and managerial power that they, as a practical matter, are no differently situated than if they had majority voting control. But the second test is not an easy one to satisfy and stockholders with very potent clout have been deemed, in thoughtful decisions, to fall short of the mark”; *Williamson v. Cox Communications, Inc.* (Del. Ch. 2006); *O’Reilly v. Transworld Healthcare, Inc.* (Del. Ch. 1999); en *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (Del. 1994).

77 *Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff* (Del. 2004).

78 Vgl. o.a. *In re Primedia, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2006): “The bare allegation that KKR possessed the potential ability to exercise control is insufficient. However, the plaintiffs need not demonstrate that KKR oversaw the day-to-day operations of Primedia. Allegations of control over the particular transaction at issue are enough” en *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK II

Een aandeelhouder die zijn controlerende positie aanwendt dient tevens de belangen van de vennootschap en de overige aandeelhouder(s) in ogenschouw te nemen naast zijn eigen belang. Deze aandeelhouder neemt dan een fiduciaire positie in jegens de vennootschap en de overige aandeelhouder(s).

Illustratief is hetgeen de *Supreme Court* van Californië overweegt in *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.*⁷⁹: “The Courts of Appeal have often recognized that majority shareholders, either singly or acting in concert to accomplish a joint purpose, have a fiduciary responsibility to the minority and to the corporation to use their ability to control the corporation in a fair, just, and equitable manner. Majority shareholders may not use their power to control corporate activities to benefit themselves alone or in a manner detrimental to the minority. Any use to which they put the corporation or their power to control the corporation must benefit all shareholders proportionately and must not conflict with the proper conduct of the corporation’s business.”⁸⁰

Wanneer sprake is van een situatie waarin een vennootschap slechts één aandeelhouder kent heeft deze aandeelhouder geen fiduciaire plichten jegens de vennootschap.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle E. Corp.*⁸¹: “(...) a parent corporation does not owe a fiduciary duty to its wholly-owned subsidiary.” Uit deze uitspraak lijkt overigens ook voort te vloeien dat op de moedervernootschap en het bestuur van de dochtervennootschap geen fiduciaire plichten rusten jegens de toekomstige aandeelhouder(s) ondanks het feit dat de moedervernootschap inmiddels kenbaar heeft gemaakt haar belang in de dochtervennootschap van de hand te zullen doen: “(...) prior to the date of distribution the interests held by Anadarko’s prospective stockholders were insufficient to impose fiduciary obligations on the parent and the subsidiary’s directors.”⁸²

Zoals *Vice Chancellor Strine* benadrukt in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*⁸³: “Wholly-owned subsidiary corporations are expected to operate for the benefit of their parent corporations; that is why they are created. Parent corporations do not owe such subsidiaries fiduciary duties. That is established Delaware law. (...) A subsidiary board is entitled to support a parent’s business strategy unless it believes pursuit of that strategy will cause the subsidiary to violate its legal obligations. Nor does a subsidiary board have to replicate the deliberative process of its parent’s board when taking action in

79 *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.* (Cal. 1969).

80 Vgl. o.a. *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “The duty of loyalty also requires that a ‘controlling’ shareholder not act, or cause its representatives to act, in such a manner as to deal unfairly with the minority shareholders. (...) Thus, a majority (or controlling) stockholder has a duty of loyalty to the company and its minority stockholders, and “where a shareholder owing such fiduciary duties stands on both sides of a challenged transaction, it will be required to demonstrate that the transaction was entirely fair to the corporation”.”

81 *Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle E. Corp.* (Del. 1988).

82 Vgl. o.a. *In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

83 *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

aid of its parent's acquisition strategies. (...) Under settled principles of Delaware law, a parent corporation does not owe fiduciary duties to its wholly-owned subsidiaries or their creditors." Met daarbij in een voetnoot: "Although it is said in general terms that a parent corporation owes a fiduciary obligation to its subsidiaries, this obligation does not arise as such unless the subsidiary has minority stockholders."

Het bestuur van de dochtervennootschap dient in dergelijke gevallen in beginsel dan ook slechts te handelen in het belang van de moedervennootschap en haar aandeelhouder(s).

In de woorden van de *Court of Chancery* van Delaware in *Grace Brothers, Ltd. v. Uniholding Corp.*⁸⁴: "It is by no means a novel concept of corporate law that a wholly-owned subsidiary functions to benefit its parent. To the extent that members of the parent board are on the subsidiary board or have knowledge of proposed action at the subsidiary level that is detrimental to the parent, they have a fiduciary duty, as part of their management responsibilities, to act in the best interests of the parent and its stockholders. (...) There is no safe harbor in our corporate law for fiduciaries who purposely permit a wholly-owned subsidiary to effect a transaction that is unfair to the parent company on whose board they serve."⁸⁵

Ik wijs ook op wat de *Supreme Court* van Delaware dienaangaande overweegt in *Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle E. Corp.*: "(...) in a parent and wholly-owned subsidiary context, the directors of the subsidiary are obligated only to manage the affairs of the subsidiary in the best interests of the parent and its shareholders."⁸⁶

Gelet op de belangenpluriformiteit binnen het Nederlandse vennootschapsrecht is het niet verrassend dat het bestuur van een dochtervennootschap naar Nederlands vennootschapsrecht het concernbelang/het belang van de moedervennootschap mee mag laten wegen, maar bij zijn handelen uiteindelijk het 'eigen' vennootschappelijk belang ook in acht dient te nemen en daaromtrent zelfstandig een afweging dient te maken. Het aandeelhoudersbelang staat daarbinnen niet min of meer gelijk aan het vennootschappelijk belang, maar neemt een – belangrijke – plaats in naast bijvoorbeeld het werknemersbelang en het crediteurenbelang.⁸⁷

Dat dit uitgangspunt binnen het vennootschapsrecht van Delaware in veel mindere mate geldt blijkt bijvoorbeeld uit de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake

84 *Grace Brothers, Ltd. v. Uniholding Corp.* (Del. Ch. 2000).

85 Vgl. o.a. *Shaev v. Wylly* (Del. Ch. 1998); *Sternberg v. O'Neill* (Del. 1988); en *Goodman v. Futrovsky* (Del. 1965). Wat breder van opzet is *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983): "(...) individuals who act in a dual capacity as directors of two corporations, one of whom is parent and the other subsidiary, owe the same duty of good management to both corporations, and in the absence of an independent negotiating structure, or the directors' total abstention from any participation in the matter, this duty is to be exercised in light of what is best for both companies."

86 Vgl. buiten Delaware o.a. *RSL COM Primecall, Inc. v. Beckoff* (S.D. N.Y. 2003) en *Aviall, Inc. v. Ryder Systems, Inc.* (S.D. N.Y. 1996).

87 Vgl. o.a. Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.4 e.v. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 13 juli 2004 (Faas/Luchtman q.q.), ro. 8.10.1 en HR 26 oktober 2001 (Bogaardt/Ontvanger), ro. 4.6. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 23 oktober 1997 (Nedlin Groep) en Ok. 10 maart 1994 (Nering Bögel). Ik wijs ook op o.a. Gh. Arnhem 19 december 1995 (Heineken Nederland/Telders q.q.), ro. 12. Zie nummer 7.a hiervoor.

HOOFDSTUK II

Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.: “There is no sound basis to hold that the boards of wholly-owned subsidiaries must engage in their own parallel merger consideration processes, thereby setting in motion an inefficient intergenerational *Van Gorkom*-machine spreading the powerful procedural mandate of *Van Gorkom* and its progeny to every level of the corporate family. Delaware law does not embrace the concept that a director of a wholly-owned subsidiary owes a duty to second-guess the business judgment of its parent corporation when following and supporting the parent’s strategy would not violate any legal obligation the subsidiary owes to another. Rather, the law is that the *Trenwick America* directors were obligated to manage *Trenwick America* with loyalty to *Trenwick*, the company’s sole stockholder. To the extent that the *Trenwick America* directors acceded to their parent’s wishes and lent support to its business strategy, there is no basis to fault them.”

Dit wordt met name anders wanneer sprake is van insolventie van de vennootschap. Dan dient het bestuur van de dochtervennootschap niet langer slechts in het belang van de moedervennootschap en haar aandeelhouder(s) te handelen.⁸⁸

Naar het vennootschapsrecht van Delaware mag een controlerende aandeelhouder handelen en stemmen ter bevordering van zijn eigen belang. Hij hoeft zich niet op te offeren.⁸⁹ Zo zal het een controlerende aandeelhouder in het algemeen vrij staan zijn controlerende positie tegen een *control premium* van de hand te doen.⁹⁰

Dit is evenwel nog geen volledig ontgonnen gebied. Ik wijs ter illustratie op de lijnen die *Vice Chancellor Strine* trekt in *Abraham v. Emerson Radio Corp.*⁹¹: “(...) there is precedent (*Harris v. Carter* (Del. Ch. 1990), BFA) suggesting that a controlling stockholder who sells to a looter may be held liable for breach of fiduciary duty if the looter later injures the corporation and the former controller either (i) knew the buyer was a looter, or (ii) was aware of circumstances that would “alert a reasonably prudent person to a risk that his

88 Vgl. buiten Delaware o.a. *Management Techs., Inc. v. Morris* (S.D. N.Y. 1997). Zie nummer 7.c hiervoor.

89 Vgl. o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996): “Stockholders (even a controlling stockholder bloc) may properly vote in their own economic interest, and majority stockholders are not to be disenfranchised because they may reap a benefit from corporate action which is regular on its face. (...) The fact that controlling shareholders voted in favor of the transaction is irrelevant as long as they did not breach their fiduciary duties to the minority holders”; *Bershad v. Curtiss-Wright Corp.* (Del. 1987): “Stockholders in Delaware corporations have a right to control and vote their shares in their own interest. They are limited only by any fiduciary duty owed to other stockholders. It is not objectionable that their motives may be for personal profit, or determined by whim or caprice, so long as they violate no duty owed to other shareholders. (...) Clearly, a stockholder is under no duty to sell its holdings in a corporation, even if it is a majority shareholder, merely because the sale would profit the minority”; en *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.* (Del. 1970). Vgl. in Nederland o.a. Rb. Amsterdam 6 februari 2002 (Leyinvest/Vendex KBB), ro. 6 e.v.

90 Vgl. o.a. *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004); *Thorpe v. CERBCO, Inc.* (Del. 1996); en *In re Sea-Land Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

91 *Abraham v. Emerson Radio Corp.* (Del. Ch. 2006).

buyer [was] dishonest or in some material respect not truthful.” In the latter circumstance, that precedent suggests that “a duty devolves upon the seller to make such inquiry as a reasonably prudent person would make, and generally to exercise care so that others who will be affected by his actions should not be injured by [the] wrongful conduct.” (...) I am dubious that our common law of corporations should recognize a duty of care-based claim against a controlling stockholder for failing to (in a court’s judgment) examine the *bona fides* of a buyer, at least when the corporate charter contains an exculpatory provision authorized by 8 *Del. C.* § 102(b)(7). After all, the premise for contending that the controlling stockholder owes fiduciary duties in its capacity as a stockholder is that the controller exerts its will over the enterprise in the manner of the board itself. When the board itself is exempt from liability for violations of the duty of care, by what logic does the judiciary extend liability to a controller exercising its ordinarily unfettered right to sell its shares? I need not answer that question here, but do note that the unthinking acceptance that a greater class of claims ought to be open against persons who are ordinarily not subject to claims for breach of fiduciary duty at all – stockholders – than against corporate directors is inadequate to justify recognizing care-based claims against sellers of control positions. Lest the point be misunderstood, drawing the line at care would do nothing to immunize a selling stockholder who sells to a known looter or predator, or otherwise proceeds with a sale conscious that the buyer’s plans for the corporation are improper. But it would impose upon the suing stockholders the duty to show that the controller acted with scienter and did not simply fail in the due diligence process. (...) The circumstances when a controller is subject to liability for selling its shares are not capacious and are exceptions to the general rule that controllers are free, as is any other stockholder, to alienate their shares, provided they comply with any transfer provisions in the relevant corporate instruments and in statutory law. The general rule’s utility would be gutted by permitting a plaintiff to state a claim simply by alleging that a controller sold its control position to another solvent, public company in the same industry that announced its intention to capitalize on the synergies between itself and its new controlled subsidiary and that thereafter acted on those intentions in a manner that the plaintiff, in a wholly conclusory and unspecific manner, alleges were unfair to the subsidiary. To hold that such circumstances give rise to a claim opening the door to discovery puts a toll on that which our law says is a basic right of every stockholder, even those who own control: to sell. At the very least, a plaintiff seeking to state a claim must plead facts that indicate that the controller knew there was a risk that the buyer was a looter or otherwise intended to extract illegal rents from the subsidiary, at the expense of the subsidiary’s remaining stockholders.”⁹²

92 Vgl. naast *Abraham v. Emerson Radio Corp.* (Del. Ch. 2006): “Put simply, pure control premium envy is not a cognizable claim for a minority stockholder under Delaware law” o.a. *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “The reasons for the law’s tolerance of such sales is clear – as the owner of a majority share, the controlling shareholder’s interest in maximizing value is directly aligned with that of the minority” en *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (Del. 1994): “A majority shareholder is naturally motivated by economic self-interest in initiating a transaction. Otherwise, there is no reason to do it. Thus, mere initiation by the acquirer is not reprehensible so long as the controlling shareholder does not gain a financial advantage at the expense of the minority.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Gerdes v. Reynolds* (N.Y. 1941).

HOOFDSTUK II

Evenmin dient een situatie waarin een controlerende aandeelhouder als wederpartij van de vennootschap optreedt te worden voorkomen.⁹³ Wel dient ook dan te worden gewaakt voor bevordering van het belang van de controlerende aandeelhouder ten detrimente van de vennootschap en de minderheidsaandeelhouder(s). De rechten die een controlerende aandeelhouder toekomen doen niet af aan de plicht die op hem rust misbruik van meerderheidsmacht te voorkomen.⁹⁴

Een soortgelijke ontwikkeling is zichtbaar binnen het enquêterecht, waarbij met name de vennootschapsrechtelijke grondnorm vervat in art. 2:8 BW een dominante rol speelt.⁹⁵

8. De bestuurlijke fiduciaire plichten in Delaware

De basis van de binnen het vennootschapsrecht van Delaware door de rechter gehanteerde ongecodificeerde werkmethode voor toetsing van met zakelijke beleidsafwegingen verband houdend bestuurlijk gedrag, de zogeheten *business judgment rule*, bouwt voor een belangrijk deel voort op de op bestuurders rustende fiduciaire plichten jegens de vennootschap en de aandeelhouders. Deze fiduciaire plichten zijn ontwikkeld vanuit het *trustrecht*. Ik teken daarbij aan dat het *trustrecht* van oudsher een strikter regime kent dan het vennootschapsrecht.

Illustratief is wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Stegemeier v. Magness*⁹⁶ onder verwijzing naar *Oberly v. Kirby*⁹⁷: “In *Oberly v. Kirby*, this Court made it clear that in conducting a review of allegations of self-dealing, the standards of trust law and corporation law are different. In that decision, this Court refused to apply the stricter standards of trust law to the decision of the directors of a nonstock, charitable corporation to engage in a transaction where the directors had a personal interest.”⁹⁸

93 Vgl. o.a. *In re MAXXAM, Inc./Federated Dev. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1997).

94 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006): “(...) as the majority stockholder of the Delaware Holding Company, Araneta owed fiduciary duties to the minority shareholders of the corporation when dealing with the corporation’s property. In this role, Araneta was prohibited from using his position of control to extract value from the corporation to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders. Consequently, (...) the law imposed upon Araneta the obligation to prove that the transfer he structured using his total dominion over the Delaware Holding Company’s affairs was fair to the minority rather than an extraction of value to their detriment”; *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999); *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971); en reeds *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.* (Del. 1952).

95 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.1 e.v.; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4; Ok. 10 maart 2000 (Nedbel Holdings), ro. 3.2; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1-3.2; Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.1-4.2; en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5.

96 *Stegemeier v. Magness* (Del. 1999).

97 *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

98 Vgl. o.a. *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004); *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994); en *Guth v. Loft* (Del. 1939). Zie o.a. DeMott (1988), 879.

Fiduciare plichten kunnen niet rusten op de vennootschap als zodanig, maar op bepaalde actoren die daarbinnen fungeren.⁹⁹ Uitbreiding van de traditioneel op het bestuur rustende fiduciare plichten wordt in de rechtspraak uit het oogpunt van rechtszekerheid niet snel aangenomen.¹⁰⁰ Deze fiduciare plichten rusten in beginsel op iedere bestuurder vanaf het moment van zijn aantreden, maar nemen niet noodzakelijkerwijs een einde op het moment dat de bestuurder aftreedt.¹⁰¹ Hierbij valt te denken aan vertrouwelijke informatie die een bestuurder tijdens zijn bestuursperiode heeft verkregen en waarmee hij zowel voor als na het moment van aftreden niet persoonlijk zijn voordeel mag doen (ten detrimente van de vennootschap).

Uit vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware wordt duidelijk dat het oudere *trustrecht* een nuttige achtergrond kan vormen om de bestuurlijke plichten in de vennootschapsrechtelijke context van reliëf te voorzien, zolang niet uit het oog wordt verloren dat de taak van de *trustee* beter kan worden gekarakteriseerd als het ‘op de winkel passen’ (i.e. *caretaking*) dan als ondernemen (i.e. *prudent risk taking*) hetgeen in de regel juist van bestuurders wordt verwacht.¹⁰² Dit wezenlijke onderscheid in taakopdracht brengt mee dat de fiduciare plichten die rusten op de *trustee* en op de bestuurder niet op dezelfde wijze worden ingevuld.

Het lijkt niet juist het bestuur te zien als de *agent* van de aandeelhouders via de band van de vennootschap, als verlengstuk van de *principal*. Deze vergelijking

99 Vgl. o.a. *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* (Del. 1994); *U-H Acquisition Co. v. Barbo* (Del. Ch. 1994); en *In re Dataproducts Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1991).

100 Vgl. o.a. *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006): “The Court has traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties, including the range of persons by whom those duties may be enforced and, therefore, whom fiduciaries might feel compelled to consider. As a consequence, the rationale advanced in support of imposition of unique or additional duties should be relatively compelling in order for such recognition to be extended” wat wordt bevestigd in *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007); *Wal-Mart Stores, Inc. v. AIG Life Ins. Co.* (Del. Ch. 2005): “The Delaware courts have been reluctant to extend too broadly the applicability of fiduciary duties. (...) Furthermore, while some cases in Delaware have found certain aspects of a commercial relationship to implicate fiduciary duties, these cases should not be read so broadly as to engulf in fiduciary duties ordinary commercial relationships”; en *Bird’s Constr. v. Milton Equestrian Ctr.* (Del. Ch. 2001): “Our courts have been cautious when evaluating entreaties to expand the number and kinds of relationships that are denominated as ‘fiduciary.’”

101 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006); en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2004): “To date, the fiduciary duties of officers have been assumed to be identical to those of directors. (...) upon becoming an officer on October 1, 1995, Ovitz owed fiduciary duties to Disney and its shareholders.”

102 Vgl. o.a. *City Capital Associates, L.P. v. Interco, Inc.* (Del. Ch. 1988): “Corporation law exists, not as an isolated body of rules and principles, but rather in a historical setting and as part of a larger body of law premised upon shared values.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940). Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 219 en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1289.

HOOFDSTUK II

met in feite het *trustrecht* en het vertegenwoordigingsrecht gaat volgens de *Supreme Court* van Delaware mank. Omdat het bestuur – het vermogen van – de vennootschap controleert, en mede om die reden een fiduciaire positie inneemt jegens de vennootschap en de aandeelhouders, kan hij niet tegelijkertijd gecontroleerd worden door diezelfde vennootschap. Dit gaat niet samen.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*¹⁰³: “It is certainly true that a principal is liable for wrongs committed by its agents acting in the course of their agency. (...) Directors, in the ordinary course of their service as directors, do not act as agents of the corporation, however. See *Restatement (Second) of Agency*, § 14C (1958) (“Neither the board of directors nor an individual director of a business is, as such, an agent of the corporation or its members.”) An agent acts under the control of the principal. The board of directors of a corporation is charged with the ultimate responsibility to manage or direct the management of the business and affairs of the corporation. (...) A board of directors, in fulfilling its fiduciary duty, controls the corporation, not *vice versa*. It would be an analytical anomaly, therefore, to treat corporate directors as *agents* of the corporation when they are acting as *fiduciaries* of the stockholders in managing the business and affairs of the corporation.”

Dit onderscheid wordt in de rechtspraak niet altijd even uitdrukkelijk gevolgd.¹⁰⁴

Overigens doet de aanwezigheid van een meerderheidsaandeelhouder op zichzelf niet af aan de relatief autonome positie die het bestuur binnen de vennootschap inneemt. Zoals de *Court of Chancery* van Delaware het stelt in *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*¹⁰⁵: “The reality is that controlling stockholders have no inalienable right to usurp the authority of boards of directors that they elect. That the majority of a company’s voting power is concentrated in one stockholder does not mean that that stockholder must be given a veto over board decisions when such a veto would not also be afforded to dispersed stockholders who collectively own a majority of the votes. Like other stockholders, a controlling stockholder must live with the informed (*i.e.*, sufficiently careful) and good faith (*i.e.*, loyal) business decisions of the directors unless the DGCL requires a vote. That is a central premise of our law, which vests most managerial power over the corporation in the board, and not in the stockholders.”

Het gevaar bestaat evenwel dat het bestuur niet het belang van de vennootschap (*i.e.* in beginsel het aandeelhoudersbelang) maar vennootschapsvreemde belangen vooropstelt, of dat het bestuur er overigens met de pet naar gooit, wat zich bijvoorbeeld kan uiten in laksheid en desinteresse. Dit zou haaks staan op de

103 *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* (Del. 1994).

104 Vgl. o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2006) en *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2005). Vgl. buiten Delaware o.a. *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

105 *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004).

machts- en vertrouwenspositie van het bestuur. De fiduciaire plichten, die te allen tijde rusten op ieder bestuur, beogen dit probleem te ondervangen.

Aardig zijn de volgende overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta*¹⁰⁶ onder verwijzing naar *Lank v. Steiner*¹⁰⁷: “Fiduciary duties do not attach only when assets are transferred but rather arise “where one person reposes special confidence in another, or where a special duty exists on the part of one person to protect the interests of another, or where there is reposing of faith, confidence, and trust, and the placing of reliance by one person on the judgment and advice of another”” en in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*¹⁰⁸: “Just as the 85,000-ton cruise ships *Disney Magic* and *Disney Wonder* are forced by science to obey the same laws of buoyancy as Disneyland’s significantly smaller *Jungle Cruise* ships, so is a corporate board’s extraordinary decision to award a \$140 million severance package governed by the same corporate law principles as its everyday decision to authorize a loan. Legal rules that govern corporate boards, as well as the managers of day-to-day operations, are resilient, irrespective of context.”¹⁰⁹

Zij dienen er met name toe de aandeelhouders van bescherming te voorzien tegen misbruik door het bestuur van zijn uit de wet voortvloeiende positie binnen de vennootschap (in welke vorm dan ook), niet andersom.

Instructief is *Vice Chancellor Strine* in *Sample v. Morgan*¹¹⁰: “An essential aspect of our form of corporate law is the balance between law (in the form of statute and contract, including the contracts governing the internal affairs of corporations, such as charters and bylaws) and equity (in the form of concepts of fiduciary duty). Stockholders can entrust directors with broad legal authority precisely because they know that that authority must be exercised consistently with equitable principles of fiduciary duty” met daarbij in een voetnoot: “That the operation of Delaware corporate law depends importantly on the subjection of action in conformity with legal rules to equitable principles has long been understood. In an historically-important article, Adolphe Berle captured thusly the propriety of any corporate action: [I]n every case, corporate action must be twice tested: first, by the technical rules having to do with the existence and proper exercise of the power; second, by equitable rules somewhat analogous to those which apply in favor of a cestui que trustee to the trustee’s exercise of wide powers granted to him in the instrument making him a fiduciary.

106 *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006).

107 *Lank v. Steiner* (Del. Ch. 1965).

108 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998).

109 Vgl. o.a. *Gentile v. Rossette* (Del. 2006): “No principle of fiduciary law or policy justifies any condonation of fiduciary misconduct, even where the resulting harm is not ‘material’ in the sense used by the trial court” en *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

110 *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007).

HOOFDSTUK II

Adolphe A. Berle, *Corporate Powers As Powers In Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049, 1049 (1931). In support of the assertion that legally-permitted action could still be proscribed as inequitable, Berle cited *Bodell v. General Gas & Elec. Corp.* (...) (Del. Ch. 1926), as supporting that “general thesis.” (...) And, of course, *Schnell v. Chris-Craft* (...) (Del. 1971) made clear that the comprehensive revision of the Delaware General Corporation Law in 1967 did not change this long-standing feature of our law’s operation. (...) (“[I]nequitable action does not become permissible simply because it is legally possible.”)¹¹¹

Een mooie achtergrondschets hiervan geeft ook de *Supreme Court* van Delaware in *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*¹¹²: “The directors of Delaware corporations have “the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners.” Accordingly, fiduciary duties are imposed upon the directors to regulate their conduct when they perform *that* function. Although the fiduciary duties of the directors of a Delaware corporation are unremitting: “the exact cause of conduct that must be charted to properly discharge that responsibility will change in the specific context of the action the director is taking with regard to either the corporation or its shareholders. This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate with due care, good faith and loyalty on behalf of a Delaware corporation and its shareholders. This Court has also endeavored to mark the safe harbors clearly.” (...) directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholders” en in *Malone v. Brincat*¹¹³: “An underlying premise for the imposition of fiduciary duties is a separation of legal control from beneficial ownership. Equitable principles act in those circumstances to protect the beneficiaries who are not in a position to protect themselves. One of the fundamental tenets of Delaware corporate law provides for a separation of control and ownership. The board of directors has the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners. Accordingly, fiduciary duties are imposed on the directors of Delaware corporations to regulate their conduct when they discharge that function. The directors of Delaware corporations stand in a fiduciary relationship not only to the stockholders but also to the corporations upon whose boards they serve.”¹¹⁴

Ik wijs ten slotte op hetgeen *Justice* Holland overweegt in *Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.*¹¹⁵: “Delaware corporate law provides for a separation of legal control and ownership. The legal responsibility to manage the business of the corporation for the benefit of the stockholder owners is conferred on the board of directors by statute. The com-

111 Vgl. o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2006).

112 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007).

113 *Malone v. Brincat* (Del. 1998).

114 Vgl. o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2005); en *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003). Vgl. buiten Delaware o.a. *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

115 *Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.* (Del. 2006).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

mon law imposes fiduciary duties upon the directors of Delaware corporations to constrain their conduct when discharging that statutory responsibility.”¹¹⁶

De inkleuring van deze fiduciaire plichten geschiedt aan de hand van alle omstandigheden van het geval. De subjectieve perceptie van de bestuurder kan van belang zijn, maar is zeker niet onverkort maatgevend.

Ik wijs nogmaals op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Malone v. Brincat*: “Although the fiduciary duty of a Delaware director is unremitting, the exact course of conduct that must be charted to properly discharge that responsibility will change in the specific context of the action the director is taking with regard to either the corporation or its shareholders. (...) The shareholder constituents of a Delaware corporation are entitled to rely upon their elected directors to discharge their fiduciary duties at all times.”¹¹⁷

Tegen de hierboven uiteengezette achtergrond geldt ook binnen het vennootschapsrecht van Delaware als fundamenteel principe dat het bestuur het centrale punt is voor de beleidsvoorbereidende, -vaststellende en -uitvoerende aspecten binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en). Bij het uitoefenen van de bestuurstaken rust op het bestuur de constante plicht de bevoegdheden die hem toekomen op adequate wijze – wat meer omvat dan conform, kort gezegd, wet en statuten alleen¹¹⁸ – uit te oefenen ter bescherming en bevordering van het belang van de vennootschap en haar aandeelhouders.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware het verwoordt in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*¹¹⁹: “Our starting point is the fundamental principle of Delaware law that the business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors. 8 Del. C. § 141(a). In exercising these powers, directors are charged with an unyielding fiduciary duty to protect the interests of the corporation and to act in the best interests of its shareholders.”¹²⁰

116 Zie o.a. Steele (2007), 7: “Equity provides the tools for ensuring that corporate directors do not abuse their statutory authority to act outside of the best interest of the corporation that they serve. Otherwise lawful actions may be ‘tainted’ by a fiduciary breach, justifying a court-imposed equitable remedy. In essence, under Delaware’s scheme, the fact that managers may lawfully take action does not mean the action is equitable, as it may not comport with the actor’s fundamental fiduciary duties.”

117 Vgl. o.a. *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “Of course, any evaluation of a fiduciary’s compliance with his duties must consider the circumstances confronting the fiduciary”; *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2004); en *McMullin v. Beran* (Del. 2000). Zie o.a. Veasey (2005), 1413. Vgl. in Australië reeds *Gould v. The Mount Oxide Mines Ltd. (in liq.)* (1916).

118 Vgl. o.a. *Grace Brothers, Ltd. v. Uniholding Corp.* (Del. Ch. 2000): “It was long ago settled that inequitable action is not insulated from review simply because that action was accomplished in compliance with the statutory and contractual provisions governing the corporation.”

119 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

120 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK II

Daarbij dient het bestuur het vennootschappelijk beleid en het ondernemingsbeleid:

1. niet ten behoeve van enig vennootschapsvreemd belang maar in het belang van de vennootschap (dit ziet op de *duty of loyalty*);
2. op diligente, prudente, nauwgezette wijze (dit ziet op de *duty of care*);
3. en subjectief te goeder trouw (dit ziet op de *duty of good faith*);

vorm en inhoud te geven.¹²¹

De *Supreme Court* van Delaware heeft zich voor het eerst in 1993 expliciet uitgelaten in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* over de “triads of their fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty or due care”, na deze drieslag eerder al impliciet te hebben gesignaleerd in 1989 in *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.*¹²² In Delaware bestaat met name de nodige discussie over het bestaan en de invulling van de *duty of good faith*, vooral ten aanzien van de vraag of dit een van de *duty of loyalty* te onderscheiden fiduciaire plicht vormt.

Ik stip deze controversen hier alvast aan.¹²³

Illustratief is in dat opzicht de overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*¹²⁴ dat de “fiduciary duties owed by directors of a Delaware corporation are the duties of due care and loyalty. Of late, much discussion among the bench, bar and academics alike, has surrounded a so-called third fiduciary duty, that of good faith. Of primary importance in this case are the fiduciary duty of due care and the duty of a director to act in good faith” met daarbij in een voetnoot de volgende toevoeging: “The Delaware Supreme Court has been clear that outside the recognized fiduciary duties of care and loyalty (and perhaps good faith), there are no other fiduciary duties. In certain circumstances, however, specific applications of the duties of care and loyalty are called for (...).”

Opmerkelijk genoeg is het dezelfde *Chancellor Chandler*, in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* nog – hoewel aarzelend¹²⁵ – verwijzend naar de drieslag

121 Vgl. o.a. *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “The directors of Delaware corporations stand in a fiduciary relationship not only to the stockholders but also to the corporations upon whose boards they serve. The director’s fiduciary duty to both the corporation and its shareholders has been characterized by this Court as a triad: due care, good faith, and loyalty. That tripartite fiduciary duty does not operate intermittently but is the constant compass by which all director actions for the corporation and interactions with its shareholders must be guided” en *Williams v. Geier* (Del. 1996) over “the business judgment rule presumption that the Board acted independently, with due care, in good faith and in the honest belief that its actions were in the stockholders’ best interests.”

122 *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989): “The burden falls upon the proponent of a claim to rebut the presumption by introducing evidence either of director self-interest, if not self-dealing, or that the directors either lacked good faith or failed to exercise due care.”

123 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.

124 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

125 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “Other than to the extent that the duty of loyalty is implicated by a lack of good faith (...). (...) although issues of good faith are (to a certain degree) inseparably and necessarily intertwined with the duties of care and loyalty (...).”

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

duty of loyalty, *duty of care* en *duty of good faith*, die in de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Solomon v. Armstrong*¹²⁶ een onderverdeling maakt tussen “the duties of care and loyalty (and the subsidiary duties of disclosure and fair dealing)” en daarna weer als volgt overweegt: “Directors must often resolve conflicts among classes of stock, and the fact that a majority of the directors own more of one class than another does not necessarily implicate the directors’ good faith or loyalty. (...) Based on the foregoing analysis, plaintiffs have not rebutted the presumptions of good faith and loyalty.” Uiteindelijk komt *Chancellor Chandler* tot weer een andere verdeling: “(...) the question is whether plaintiffs have alleged facts from which it might be inferred that the directors (...) did not follow the certificate’s provisions: 1) in good faith; 2) employing a rational (*i.e.*, non-arbitrary) basis for making the allocation; 3) on a reasonably informed basis (*i.e.*, with due care); or 4) in the shareholders’ interests, as opposed to the directors’ or anyone else’s personal profit or betterment, (*i.e.*, that they acted with due loyalty). If no basis exists for such an inference, then the business judgment rule should protect the board’s allocation determination. (...) there is no indication that in dictating these terms the board acted in bad faith, arbitrarily, carelessly, or selfishly.” Handelen te goeder trouw in subjectieve zin wordt hier expliciet onderscheiden van loyaal handelen.

Opmerkelijk is ook dat de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* letterlijk de drieslag “good faith, loyalty or due care” introduceert, maar vervolgens weer overweegt dat de *duty of care* en de *duty of loyalty* de klassieke bestuurlijke fiduciaire plichten zijn: “Duty of care and duty of loyalty are the traditional hallmarks of a fiduciary who endeavors to act in the service of a corporation and its stockholders. (...) Each of these duties is of equal and independent significance.”¹²⁷ De *Supreme Court* van Delaware verwijst daarin – in het kader van de behandeling van de *duty of care* – ook naar de eerdere uitspraak inzake *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*¹²⁸, daarbij deze uitspraak duidend: “In *Barkan*, this Court stated: (...) a board’s actions must be evaluated in light of relevant circumstances to determine if they were undertaken with due diligence [care] and good faith [loyalty]. If no breach of duty is found, the board’s actions are entitled to the protections of the business judgment rule.” *Good faith* en *loyalty* worden hier weer uitdrukkelijk gelijkgeschakeld. Dit blijkt ook indirect uit deze uitspraak, waarin de *Supreme Court* van Delaware veel aandacht besteedt aan de *duty of loyalty* en de *duty of care*, maar niet aan de *duty of good faith*. In *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹²⁹ wordt door de *Supreme Court* van Delaware – onder verwijzing naar en in direct vervolg op *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* – vervolgens toch naar een “triad of fiduciary duties” verwezen: “This Court held that to rebut the presumption, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that the board of directors, in reaching its challenged decision, breached any one of its triad of fiduciary duties: good faith, loyalty, or due care. (...) The issues presented on appeal in

126 *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999).

127 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “Perhaps these categories of care and loyalty, so rigidly defined and categorized in Delaware for many years, are really just different ways of analyzing the same issue.” Zie o.a. Gower/Davies (2003), 380.

128 *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989).

129 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

HOOFDSTUK II

Cede II related to two of those fiduciary obligations: the duty of care and the duty of loyalty.” Dit alles oogt op zichzelf weinig consistent.

Hoe dan ook, na 1993 blijft de *Supreme Court* van Delaware vrij consequent verwijzen naar de drieslag¹³⁰ van de bestuurlijke fiduciaire plichten *loyalty*, *care* en *good faith*.

Ik wijs met name op de volgende uitspraken.

*Emerald Partners v. Berlin*¹³¹: “The directors of Delaware corporations have a triad of primary fiduciary duties: due care, loyalty, and good faith.”¹³²

*McMullin v. Beran*¹³³: “(...) McMullin had to successfully allege that the (...) Board had breached any *one* of its triad of fiduciary duties of care, loyalty or good faith.”

*Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.*¹³⁴: “Directors of Delaware corporations are fiduciaries who owe duties of due care, good faith and loyalty to the company and its stockholders.”

Malone v. Brincat: “The director’s fiduciary duty to both the corporation and its shareholders has been characterized by this Court as a triad: due care, good faith, and loyalty. That tripartite fiduciary duty does not operate intermittently but is the constant compass by which all director actions for the corporation and interactions with its shareholders must be guided.”

En *Cinerama, Inc. v. Technicolor*: “In *Cede II*, this Court reiterated that a shareholder plaintiff challenging a board decision has the initial burden of rebutting the presumption of the business judgment rule. (...) This Court held that to rebut the presumption, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that the *board* of directors, in reaching *its* challenged decision, breached any *one* of *its* triad of fiduciary duties: good faith, loyalty, or due care. (...) The issues presented on appeal in *Cede II* related to two of those fiduciary obligations: the duty of care and the duty of loyalty.” Daarbij wordt ook verwezen naar “all three of its primary fiduciary duties.”

Alle opinies in deze uitspraken zijn van de hand van *Justice Holland*, op *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.* na waarin *Justice Berger* de opinie heeft geconcipieerd.

Pas recentelijk heeft de *Supreme Court* van Delaware duidelijkheid geschapen: de *duty of good faith* maakt deel uit van de bredere *duty of loyalty* en vormt dogmatisch geen zelfstandige fiduciaire plicht die op gelijke voet staat met de *duty of loyalty* en de *duty of care*.¹³⁵

130 Zo rept Steele (2007), 14 over “the ‘triad’ or ‘troika’ of corporate fiduciary duty.” Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Abbott Laboratories Derivative Shareholders Litigation* (7th Cir. 2003).

131 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001).

132 Anders nadien o.a. *Rapoport v. The Litigation Trust of MDIP, Inc.* (Del. Ch. 2005) en *Dweck v. Nassar* (Del. Ch. 2005).

133 *McMullin v. Beran* (Del. 2000).

134 *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.* (Del. 2000).

135 In *Stone v. Ritter* (Del. 2006) wordt deze knoop doorgehakt. De opinie is van de hand van *Justice Holland*. In hoofdstuk 3 – nummer 13.b ga ik verder in op deze uitspraak.

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

De essentie van deze bestuurlijke fiduciaire plichten verandert, anders dan gedachten over – ideale – *corporate governance*¹³⁶, nauwelijks tot niet door de tijd heen. Een zekere evolutie en verfijning vindt daarbinnen logischerwijs wel plaats, wat mede verklaard kan worden doordat de continu op het bestuur rustende fiduciaire plichten door de rechter telkens moeten worden geplaatst tegen de achtergrond van de omstandigheden van het geval, maar geleidelijk.

Aldus *Chancellor* Chandler in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*: “Unlike ideals of corporate governance, a fiduciary’s duties do not change over time. How we understand those duties may evolve and become refined, but the duties themselves have not changed, except to the extent that fulfilling a fiduciary duty requires obedience to other positive law. This Court strongly encourages directors and officers to employ best practices, as those practices are understood at the time a corporate decision is taken. But Delaware law does not – indeed, the common law cannot – hold fiduciaries liable for a failure to comply with the aspirational ideal of best practices, any more than a common-law court deciding a medical malpractice dispute can impose a standard of liability based on ideal – rather than competent or standard – medical treatment practices, lest the average medical practitioner be found inevitably derelict. Fiduciaries are held by the common law to a high standard in fulfilling their stewardship over the assets of others, a standard that (depending on the circumstances) may not be the same as that contemplated by ideal corporate governance. Yet therein lies perhaps the greatest strength of Delaware’s corporation law. Fiduciaries who act faithfully and honestly on behalf of those whose interests they represent are indeed granted wide latitude in their efforts to maximize shareholders’ investment. Times may change, but fiduciary duties do not. Indeed, other institutions may develop, pronounce and urge adherence to ideals of corporate best practices. But the development of aspirational ideals, however worthy as goals for human behaviour, should not work to distort the legal requirements by which human behavior is actually measured. Nor should the common law of fiduciary duties become a prisoner of narrow definitions or formulaic expressions. It is thus both the province and special duty of this Court to measure, in light of all the facts and circumstances of a particular case, whether an individual who has accepted a position of responsibility over the assets of another has been unremittingly faithful to his or her charge.”

Instructief zijn ook de woorden van de *Court of Chancery* van Delaware in *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*¹³⁷: “Although our understanding of the duties of corporate fiduciaries does (and should) evolve, stability and predictability are, nonetheless, important objectives. (...) To embrace NACEPF’s approach would increase the uncertainty of directors (already challenged by the financial difficulties of the corporations they serve) as to: the scope of their duties; to whom they owe those duties; how to accommodate potentially competing interests; and how to discharge their duties without an unwarranted risk of becoming ensnarled in litigation regard-

136 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) over “goals of heightened and enlightened standards for corporate governance of Delaware corporations.”

137 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006).

HOOFDSTUK II

less of the choices they may make” en van de *Supreme Court* van Delaware in *Brehm v. Eisner*¹³⁸: “(...) the processes of the Old Board and the New Board were hardly paradigms of good corporate governance practices. Moreover, the sheer size of the payout (...) pushes the envelope of judicial respect for the business judgment of directors in making compensation decisions. Therefore, both as to the processes of the two Boards and the waste test, this is a close case. (...) This is a case about whether there should be personal liability of the directors of a Delaware corporation to the corporation for lack of due care in the decisionmaking process and for waste of corporate assets. This case is not about the failure of the directors to establish and carry out ideal corporate governance practices. All good corporate governance practices include compliance with statutory law and case law establishing fiduciary duties. But the law of corporate fiduciary duties and remedies for violations of those duties are distinct from the aspirational goals of ideal corporate governance practices. Aspirational ideals of good corporate governance practices for boards of directors that go beyond the minimal legal requirements of the corporation law are highly desirable, often tend to benefit stockholders, sometimes reduce litigation and can usually help directors avoid liability. But they are not required by the corporation law and do not define standards of liability. The inquiry here is not whether we would disdain the composition, behavior and decisions of Disney’s Old Board or New Board as alleged in the Complaint if we were Disney stockholders. In the absence of a legislative mandate, that determination is not for the courts. That decision is for the stockholders to make in voting for directors, urging other stockholders to reform or oust the board, or in making individual buy-sell decisions involving Disney securities. The sole issue that this Court must determine is whether the particularized facts alleged in this Complaint provide a reason to believe that the conduct of the Old Board in 1995 and the New Board in 1996 constituted a violation of their fiduciary duties.”¹³⁹

De bestuurlijke fiduciaire plichten vormen de bestuurlijke gedragsnormen (i.e. de *standard of conduct*) die dienen te worden onderscheiden van de rechterlijke toetsingsnormen (i.e. de *standard of review*). In het volgende hoofdstuk richt ik mij, ter verdieping van het voorgaande, op de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde fiduciaire plichten die rusten op het bestuur. In hoofdstuk 4 ga ik vervolgens onder meer in op de systematiek van de *business judgment rule*, een wijze waarop de rechter het met zakelijke beleidsafwegingen verband houdende handelen en/of nalaten van het bestuur toetst. Ik maak echter eerst nog een tussenstap.

138 *Brehm v. Eisner* (Del. 2000).

139 Zie o.a. Veasey (2005), 1416, 1419: “Standards of conduct include conduct that is required of directors and aspirations for what is expected of directors. (...) The marketplace is developing the expectation – that is, an extralegal standard of conduct – that directors will engage in best practices. This expectation is, for now, primarily an aspirational standard of conduct. Failure to adhere to the standard of conduct reflected in the aspirational standards of best practices may not necessarily result in liability, as the Delaware Supreme Court made clear in *Brehm v. Eisner*. (...) The interesting conundrum, going forward, is whether or not certain aspirations of best practices will become the norm.”

9. Het mechanisme van de afgeleide actie in Delaware

De ontwikkeling binnen het vennootschapsrecht van Delaware van de inzichten omtrent hetgeen verantwoord bestuur vereist, valt voor een niet onbelangrijk deel toe te schrijven aan de aldaar voor aandeelhouders bestaande mogelijkheid tot een *derivative action*.¹⁴⁰ Dit is een actie op eigen naam van één of meer aandeelhouders jegens derden zoals (oud-)bestuurders (wat ik als uitgangspunt hanteer), afgeleid van die van de vennootschap zelf maar gevoerd ten behoeve van de vennootschap, bestaand uit een rechtsvordering tot vergoeding van door de vennootschap geleden nadeel.

De diverse specifieke aspecten van deze complexe rechtsfiguur binnen het vennootschapsrecht van Delaware behandel ik niet uitputtend, omdat dit reeds door onder anderen Kroeze is gedaan naar wiens bevindingen ik graag verwijs.¹⁴¹ Wel besteed ik ten behoeve van een juiste begripsvorming eerst op hoofdlijnen aandacht aan het mechanisme van de afgeleide actie binnen het vennootschapsrecht van Delaware.

9.a. *Directe actie en afgeleide actie*

De afgeleide actie moet worden onderscheiden van de directe actie, waaraan rechtstreeks en daarmee niet via de band van de vennootschap door de aandeelhouder geleden nadeel als gevolg van specifiek jegens die aandeelhouder laakbaar gedrag van bestuurders (met name: schending van fiduciaire plichten) ten grondslag ligt.¹⁴² Anders dan de afgeleide actie wordt de directe actie niet ten behoeve van de vennootschap gevoerd door de aandeelhouder, maar ten behoeve van de aandeelhouder zelf.

Het Nederlandse vennootschapsrecht kent een afgeleid actierecht voor aandeelhouders ten behoeve van de vennootschap, voor primair door de vennootschap als gevolg van laakbaar gedrag van een derde geleden nadeel, niet. Dat actierecht komt in principe alleen de vennootschap toe.¹⁴³ Invoering van een afgeleide actie wordt in de literatuur wel bepleit.¹⁴⁴

140 Vgl. o.a. *Aronson v. Lewis* (Del. 1984): “The function of the business judgment rule is of paramount significance in the context of a derivative action. It comes into play in several ways – in addressing a demand, in the determination of demand futility, in efforts by independent disinterested directors to dismiss the action as inimical to the corporation’s best interests, and generally, as a defense to the merits of the suit. However, in each of these circumstances there are certain common principles governing the application and operation of the rule.”

141 Kroeze (2004), 183 e.v. Zie voorts o.a. Li (2007), 89 e.v. Zie in Engeland o.a. Gower/Davies (2003), 443 e.v.

142 Vgl. o.a. *Albert v. Alex. Brown Management Services, Inc.* (Del. Ch. 2005).

143 Het bekende startpunt van deze rechtspraak vormt HR 2 december 1994 (Poot/ABP), ro. 3.4.1. Vgl. nadien o.a. HR 16 februari 2007 (Gebr. Tuin Beheer/Houthoff Buruma), ro. 3.3 e.v.; HR 15 juni 2001 (Chipshol/X.), ro. 3.4.1 e.v.; HR 13 oktober 2000 (S./SOBI), ro. 3.3 e.v.; HR 12

→

HOOFDSTUK II

Met name de afgeleide actie is in Delaware een probaat middel gebleken voor (minderheids)aandeelhouders om verantwoord bestuur te bevorderen.

Ik wijs op hetgeen de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Pogostin v. Rice*¹⁴⁵: “The bedrock of the General Corporation Law of the State of Delaware is the rule that the business and affairs of a corporation are managed by and under the direction of its board. See 8 *Del. C.* § 141(a). It follows that the existence and exercise of this power carries with it certain fundamental fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. (...) Balanced against the managerial power of directors is the derivative action enabling shareholders to sue on behalf of the corporation where those in control of the enterprise refuse to assert a claim belonging to it. The derivative action is one method by which shareholders may obtain redress for the misuse of managerial power.”¹⁴⁶

Het risico voor bestuurders dat aandeelhouders dit wapen in stelling brengen – wat vrij vaak geschiedt – en aldus het bestuurlijk gedrag ter beoordeling aan de rechter voorleggen, zal hen doorgaans stimuleren hun gedrag zekerheidshalve op een aanvaardbaar peil te brengen en te houden. De afgeleide actie kan in die zin een preventief corrigerende werking worden toegekend.

Het antwoord op de vraag of sprake is van een afgeleide actie of een directe actie is afhankelijk van de door de aandeelhouder daaraan ten grondslag gelegde feiten en stellingen, niet van het daarop geplakte etiket.¹⁴⁷ Dit antwoord dient door de rechter te worden gegeven¹⁴⁸ aan de hand van de door de *Supreme Court* van Delaware in *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*¹⁴⁹ geformuleerde maatstaf:

1. wie heeft het gestelde nadeel geleden, de vennootschap of de individuele aandeelhouder;
2. en aan wie zou ongedaanmaking van het geleden nadeel ten goede komen, de vennootschap of de individuele aandeelhouder?¹⁵⁰

december 1997 (Ventaz Engineering/Industriebond FNV), ro. 3.2 e.v.; HR 2 mei 1997 (Kip/Coöperatieve Raiffeissen-Boerenleenbank Winterswijk), ro. 3.6; en HR 29 november 1996 (Dohmen/Amersfoortse Algemene Verzekeringsmaatschappij), ro. 3.3. Vgl. in de lagere rechtspraak o.a. Rb. Rotterdam 14 oktober 1999 (Marc Bronmans Beheer/Marco Bouman Beheer), ro. 4.12-4.13 en Rb. Arnhem 7 maart 1996 (Veenbrink/Reuchlin), ro. 9.

144 Zie o.a. Kroeze (2004), 341 e.v. en Timmerman (2000), 15-27. Anders o.a. Raaijmakers (2006), 433-434 en – inmiddels – Winter (2006 a), 644.

145 *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

146 Vgl. o.a. *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003) over de “deterrence effects of meritorious derivative suits on faithless conduct”; *Kramer v. Western Pacific Industries, Inc.* (Del. 1988): “The derivative suit has been generally described as “one of the most interesting and ingenious of accountability mechanisms for large formal organizations””; en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984). Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982).

147 Vgl. o.a. *In re Syncor Int. Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004).

148 Vgl. o.a. *Dieterich v. Harrer* (Del. Ch. 2004).

149 *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.* (Del. 2004).

150 Vgl. o.a. *In re Syncor Int. Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Luidt het antwoord dat het gestelde nadeel primair door de vennootschap wordt geleden en/of dat ongedaanmaking daarvan primair aan de vennootschap ten goede zou komen, dan is naar het lijkt geen sprake van een directe actie maar van een afgeleide actie.

“We seth forth in this Opinion the law to be applied henceforth in determining whether a stockholder’s claim is derivative or direct. That issue must turn *solely* on the following questions: (1) who suffered the alleged harm (the corporation or the suing stockholders, individually); and (2) who would receive the benefit of any recovery or other remedy (the corporation or the stockholders, individually)? (...) This simple analysis is well imbedded in our jurisprudence, but some cases have complicated it by injection of the amorphous and confusing concept of ‘special injury’. The derivative suit has been generally defined as “one of the most interesting and ingenious of accountability mechanisms for large formal organizations.” It enables a stockholder to bring suit on behalf of the corporation for harm done to the corporation. Because a derivative suit is being brought on behalf of the corporation, the recovery, if any, must go to the corporation. A stockholder who is directly injured, however, does retain the right to bring an individual action for injuries affecting his or her legal rights as a stockholder. Such a claim is distinct from an injury caused to the corporation alone. In such individual suits, the recovery or other relief flows directly to the stockholders, not to the corporation. (...) The proper analysis has been and should remain that stated in *Grimes, Kramer and Parnes*. That is, a court should look to the nature of the wrong and to whom the relief should go. The stockholder’s claimed direct injury must be independent of any alleged injury to the corporation. The stockholder must demonstrate that the duty breached was owed to the stockholder and that he or she can prevail without showing an injury to the corporation.”¹⁵¹

Als het gaat om afgeleid nadeel lijkt de aandeelhouder per definitie geen direct actie-recht ten behoeve van hemzelf toe te kunnen komen, nu een vereiste voor het kunnen instellen van een directe actie kennelijk is dat de aandeelhouder direct en geen van de vennootschap afgeleid nadeel lijdt. Dit lijkt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht in zoverre anders te zijn dat rechtspraak van de Hoge Raad niet uitsluit dat de aandeelhouder onder omstandigheden ook een direct actie-recht ten behoeve van hemzelf kan toekomen in geval van door hem geleden afgeleid nadeel als gevolg van specifiek jegens hem onrechtmatig gedrag van een derde, zoals een bestuurder.¹⁵²

151 Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007); *Big Lots Stores, Inc. v. Bain Capital Fund VII, L.L.C.* (Del. Ch. 2006): “A direct claim (...) is a claim on which the stockholder can prevail without showing an injury or breach of duty to the corporation, and one in which no relief flows to the corporation”; en *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “In essence, the Court must determine whether it was the individual shareholder or the corporation that was allegedly harmed and which person would benefit from any potential recovery.”

152 Vgl. o.a. HR 16 februari 2007 (X./Houthoff Buruma), ro. 3.3 sub c, 3.5; HR 13 oktober 2000 (S./SOBI), ro. 3.5; en HR 2 mei 1997 (Kip/Coöperatieve Raiffeissen-Boerenleenbank Winterswijk), ro. 3.6. Ik wijs ook op o.a. Rb. Arnhem 18 mei 2005 (Vero Dordrecht/Erasmus Beheer). Zie o.a. Timmerman (2006 c), 129 e.v., 134 e.v. en Kroeze (2004), 9-27.

HOOFDSTUK II

De nog te behandelen vereisten voor het kunnen voeren van een afgeleide actie gelden niet voor de directe actie. Daarin schuilt een voornaam belang van het onderscheid tussen de afgeleide actie en de directe actie.

Aldus ook de *Supreme Court* van Delaware in *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*: “Determining whether an action is derivative or direct is sometimes difficult and has many legal consequences, some of which may have an extensive impact on the parties to the action. For example, if an action is derivative, the plaintiffs are then required to comply with the requirements of Court of Chancery Rule 23.1, that the stockholder: (a) retain ownership of the shares throughout the litigation; (b) make presuit demand on the board; and (c) obtain court approval of any settlement. Further, the recovery, if any, flows only to the corporation. The decision whether a suit is direct or derivative may be outcome-determinative. Therefore, it is necessary that a standard to distinguish such actions be clear, simple and consistently articulated and applied by our courts.”¹⁵³

Hetzelfde feitencomplex kan de grondslag vormen voor zowel een afgeleide actie als een directe actie.¹⁵⁴ Een procedure vanwege vennootschappelijk *mismanagement*, waarbij het gaat om beweerde schending door het bestuur van de op hem rustende fiduciaire plichten jegens de vennootschap, is een schoolvoorbeeld van een afgeleide actie.¹⁵⁵ Dit volgt uit de gedachte dat een dergelijke actie afgeleid is van die van de vennootschap, niet van de individuele aandeelhouders, ongeacht of de vennootschap solvent is.

Zodra de vennootschap insolvent is geworden komt ook haar crediteuren de mogelijkheid toe een afgeleide actie te starten vanwege beweerde schending door het bestuur van op hem rustende fiduciaire plichten jegens de vennootschap. Een directe actie vanwege beweerde schending door het bestuur van op hem rustende fiduciaire plichten jegens één of meer crediteuren van de vennootschap komt crediteuren naar het lijkt in geen geval toe, of de vennootschap nu solvent is of niet.

153 Zie o.a. Kroeze (2004), 195.

154 Vgl. o.a. *Gatz v. Ponsoldt* (Del. 2007): “It is the very nature of equity to look beyond form to the substance of an arrangement. “Equity will not permit one to evade the law by dressing what is prohibited in substance in the form of that which is permissible.” So too, equity will not permit a fiduciary to deprive his beneficiaries of their entitlement to seek direct redress for fiduciary misconduct by structuring a transaction so as to obscure that entitlement. Although this case differs from *Rosette* in transactional form, the underlying concerns and substantive effects that justify recognizing an entitlement to sue directly are the same. (...) we conclude that although the Court of Chancery correctly determined that the Recapitalization claim could be brought derivatively, it erred in concluding that that claim was exclusively derivative” en *Gentile v. Rosette* (Del. 2006).

155 Vgl. o.a. *In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation* (Del. 2006) en *Kramer v. Western Pacific Industries, Inc.* (Del. 1988): “A claim of mismanagement (...) represents a direct wrong to the corporation that is indirectly experienced by all shareholders. Any devaluation of stock is shared collectively by all the shareholders, rather than independently by the plaintiff or any other individual shareholder. Thus, the wrong alleged is entirely derivative in nature.”

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Dit volgt uit de recente uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*.¹⁵⁶

Omtrent – kort gezegd – de afgeleide actie bij insolventie van de vennootschap wordt daarin het volgende overwogen: “It is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is *solvent*, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring *derivative* actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the corporation’s growth and increased value. When a corporation is *insolvent*, however, its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value. Consequently, the creditors of an *insolvent* corporation have standing to maintain derivative claims against directors on behalf of the corporation for breaches of fiduciary duties. The corporation’s insolvency “makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm’s value.” Therefore, equitable considerations give creditors standing to pursue derivative claims against the directors of an insolvent corporation. Individual creditors of an insolvent corporation have the same incentive to pursue valid derivative claims on its behalf that shareholders have when the firm is solvent.”

Omtrent – kort gezegd – de directe actie bij de – nog – solvete vennootschap wordt daarin het volgende overwogen: “This (...) requires us to address a substantive question of first impression that is raised by the present appeal: as a matter of Delaware law, can the *creditor* of a corporation that is operating within the *zone of insolvency* bring a *direct* action against its directors for an alleged *breach of fiduciary* duty? It is well established that the directors owe their fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. While shareholders rely on directors acting as fiduciaries to protect their interests, creditors are afforded protection through contractual agreements, fraud and fraudulent conveyance law, implied covenants of good faith and fair dealing, bankruptcy law, general commercial law and other sources of creditors rights. Delaware courts have traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties. Accordingly, “the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms.” In this case, NACEPF argues that when a corporation is in the zone of insolvency, this Court should recognize a new direct right for creditors to challenge directors’ exercise of business judgment as breaches of the fiduciary duties owed to them. This Court has never directly addressed the zone of insolvency issue involving directors’ purported fiduciary duties to creditors that is presented by NACEPF in this appeal. That subject has been discussed, however, in several judicial opinions and many scholarly articles. In *Production Resources*, the Court of Chancery remarked that recognition of fiduciary duties to creditors in the ‘zone of insolvency’ context may involve: “using the law of fiduciary duty to fill gaps that do not exist. Creditors are often protected by strong covenants, liens on assets, and other negotiated contractual protections. The implied covenant of good faith and fair dealing also protects creditors. So

156 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007). Daarin wordt in de inleiding vooruitgelopen op de conclusie: “In this opinion, we hold that the creditors of a Delaware corporation that is either insolvent or in the zone of insolvency have no rights, as a matter of law, to assert direct claims for breach of fiduciary duty against the corporation’s directors.”

HOOFDSTUK II

does the law of fraudulent conveyance. With these protections, when creditors are unable to prove that a corporation or its directors breached any of the specific legal duties owed to them, one would think that the conceptual room for concluding that the creditors were somehow, nevertheless, injured by inequitable conduct would be extremely small, if extant. Having complied with all legal obligations owed to the firm's creditors, the board would, in that scenario, ordinarily be free to take economic risk for the benefit of the firm's equity owners, so long as the directors comply with their fiduciary duties to the firm by selecting and pursuing with fidelity and prudence a plausible strategy to maximize the firm's value." In this case, the Court of Chancery noted that creditors existing protections – among which are the protections afforded by their negotiated agreements, their security instruments, the implied covenant of good faith and fair dealing, fraudulent conveyance law, and bankruptcy law – render the imposition of an additional, unique layer of protection through direct claims for breach of fiduciary duty unnecessary. It also noted that "any benefit to be derived by the recognition of such additional direct claims appears minimal, at best, and significantly outweighed by the costs to economic efficiency." The Court of Chancery reasoned that "an otherwise solvent corporation operating in the zone of insolvency is one in most need of effective and proactive leadership – as well as the ability to negotiate in good faith with its creditors – goals which would likely be significantly undermined by the prospect of individual liability arising from the pursuit of direct claims by creditors." We agree. Delaware corporate law provides for a separation of control and ownership. The directors of Delaware corporations have "the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholder owners." Accordingly, fiduciary duties are imposed upon the directors to regulate their conduct when they perform *that* function. Although the fiduciary duties of the directors of a Delaware corporation are unremitting: "the exact cause of conduct that must be charted to properly discharge that responsibility will change in the specific context of the action the director is taking with regard to either the corporation or its shareholders. This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate with due care, good faith and loyalty on behalf of a Delaware corporation and its shareholders. This Court has also endeavored to mark the safe harbors clearly." In this case, the need for providing directors with definitive guidance compels us to hold that no direct claim for breach of fiduciary duties may be asserted by the creditors of a solvent corporation that is operating in the zone of insolvency. When a corporation is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholders."

Omtrent – kort gezegd – de directe actie bij de insolvente vennootschap wordt daarin het volgende overwogen: "In this opinion, we recognize that "the pragmatic conduct-regulating legal realms (...) calls [sic] for more precise conceptual line drawing." Recognizing that directors of an insolvent corporation owe direct fiduciary duties to creditors, would create uncertainty for directors who have a fiduciary duty to exercise their business judgment in the best interest of the insolvent corporation. To recognize a new right for creditors to bring direct fiduciary claims against those directors would create a conflict between those directors' duty to maximize the value of the insolvent corporation for the benefit of all those having an interest in it, and the newly recognized direct fiduciary duty to individ-

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

ual creditors. Directors of insolvent corporations must retain the freedom to engage in vigorous, good faith negotiations with individual creditors for the benefit of the corporation. Accordingly, we hold that individual *creditors* of an *insolvent* corporation have *no right to assert direct* claims for breach of fiduciary duty against corporate directors. Creditors may nonetheless protect their interest by bringing derivative claims on behalf of the insolvent corporation or any *other* direct nonfiduciary claim, as discussed earlier in this opinion, that may be available for individual creditors.”¹⁵⁷

Dit schept duidelijkheid.¹⁵⁸

9.b. *Het theoretische uitgangspunt: beroep op het bestuur*

De vraag of ten behoeve van de vennootschap een procedure gevoerd moet worden dient in beginsel door het bestuur te worden beantwoord, nu dit valt onder de aan hem toekomende bevoegdheid daaromtrent een afweging te maken in het licht van onder meer de tijd en investering die daarmee gepaard gaan.¹⁵⁹ Het uitgangspunt is dat de aandeelhouder die een dergelijke procedure wenst deze vraag aan het dan zittende bestuur voorlegt. Dit is het *demand on the board* vereiste.¹⁶⁰

“If a claim belongs to the corporation, it is the corporation, acting through its board of directors, which must make the decision whether or not to assert the claim” aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Grimes v. Donald*.¹⁶¹ Een afgeleide actie is een uitzondering op de hoofdregel dat de vennootschap in het maatschappelijk verkeer door het bestuur wordt vertegenwoordigd en om die reden een bijzonder procedureel middel.¹⁶²

Voor het vereiste van *demand on the board* worden in de rechtspraak diverse aanvullende redenen aangevoerd.¹⁶³ Ik noem de meest voorkomende:

157 Zie nummers 7.b-7.c hiervoor.

158 In het licht hiervan is mijns inziens wat te kort door de bocht de opmerking van Van Ginneken (2006), 531 dat “de vennootschapsleiding zich binnen het vennootschapsrecht in rechte dus slechts te verantwoorden [heeft] aan aandeelhouders.” Binnen het vennootschapsrecht van Delaware kunnen dat ook de crediteuren zijn. Dit laat ik verder buiten beschouwing.

159 Vgl. o.a. *AIG Retirement Services, Inc. v. Barbizet* (Del. Ch. 2006); *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003); *White v. Panic* (Del. 2001); en *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981): “The final substantive judgment whether a particular lawsuit should be maintained requires a balance of many factors – ethical, commercial, promotional, public relations, employee relations, fiscal as well as legal.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Daily Income Fund, Inc. v. Fox* (U.S. 1984) en *Auerbach v. Bennett* (N.Y. 1979).

160 Vgl. buiten Delaware o.a. *Kamen v. Kemper Financial Services, Inc.* (U.S. 1991).

161 *Grimes v. Donald* (Del. 1996). Vgl. o.a. *Ishimaru v. Fung* (Del. Ch. 2005); *Heineman v. Datapoint Corp.* (Del. 1992); en *In re NVF Co. Litigation* (Del. Ch. 1989).

162 Vgl. o.a. *Highland Legacy Limited v. Singer* (Del. Ch. 2006).

163 Vrij uitvoerig zijn o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996); *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990); en *Kaplan v. Peat, Marwick, Mitchell & Co.* (Del. 1988).

HOOFDSTUK II

- het bestuur moet de gelegenheid worden geboden zelf de gesignaleerde misstand te beëindigen, buiten een procedure om¹⁶⁴;
- de vennootschap dient te worden beschermd tegen het instellen van – te – weinig kansrijke vorderingen ‘ten behoeve van de vennootschap’¹⁶⁵;
- het bestuur moet in de gelegenheid worden gesteld een eventuele procedure te kunnen controleren, voor zover mogelijk.¹⁶⁶

Met name het eerste argument doet denken aan de uitleg die de Ondernemingskamer geeft aan de in art. 2:349 lid 1 BW neergelegde waarschuwingsplicht. Het gaat er gelet op de ratio van de bepaling om dat de vennootschap niet wordt overvallen door het indienen van een enquêteverzoek en tijdig de gelegenheid krijgt de bezwaren zelf te onderzoeken, daarop te reageren en deze indien mogelijk te redresseren om zo een enquêteverzoek te kunnen afwenden.

Zoals de Hoge Raad overweegt in zijn *ATR Leasing IV*-beschikking¹⁶⁷: “Een verzoek als bedoeld in art. 2:345 BW kan pas aan de orde komen als degenen die een onderzoek verlangen, eerst schriftelijk bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken aan de rechtspersoon kenbaar hebben gemaakt. De tekst en de strekking van art. 2:349 lid 1 brengen mee dat (het bestuur van) de betrokken rechtspersoon niet onverhoeds met een dergelijk verzoek mag worden geconfronteerd en voldoende gelegenheid moet hebben gekregen de bezwaren te onderzoeken en, zo mogelijk, maatregelen te nemen om daaraan tegemoet te komen. Deze bepaling strekt ertoe de belangen van de rechtspersoon te beschermen. Een daarop gebaseerd verweer kan daarom slechts gevoerd worden door, en komt dus alleen toe aan, de betrokken rechtspersoon.”¹⁶⁸

Bij het doen van een beroep op het bestuur dient de aandeelhouder schriftelijk en voldoende specifiek aan het gehele bestuur kenbaar te maken:

164 Vgl. o.a. *Pogostin v. Rice* (Del. 1984) en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984). Vgl. buiten Delaware o.a. *Marx v. Akers* (N.Y. 1996) over “judicial economy.”

165 Vgl. o.a. *Scattered Corp. v. Chicago Stock Exchange, Inc.* (Del. 1997). Vgl. buiten Delaware o.a. *Lewis v. Graves* (2nd Cir. 1983).

166 Vgl. o.a. *Good v. Getty Oil Co.* (Del. Ch. 1986).

167 HR 30 maart 2007 (*ATR Leasing IV*), ro. 3.3.

168 Vgl. in de afgelopen jaren o.a. Ok. 28 maart 2007 (Koninklijke DSM), ro. 3.4; Ok. 29 december 2006 (Victor Verhuis Promotions), ro. 3.1; Ok. 18 december 2006 (Enginetronic Innovations), ro. 3.11; Ok. 12 juli 2006 (Becq & Millan Europe), ro. 3.2; Ok. 30 mei 2006 (Jachthaven Hillegersberg), ro. 3.1; Ok. 18 januari 2006 (Daidalos), ro. 3.2; en Ok. 18 augustus 2005 (Dubbelhuis), ro. 3.2. Dit standpunt wordt door de Ondernemingskamer al lang gehuldigd. Vgl. reeds o.a. Ok. 22 december 1983 (Ogem Holding), ro. 7 en Ok. 3 januari 1977 (Huizenga). Het art. 2:349 lid 1 BW-verweer van de vennootschap slaagt zelden, o.a. in Ok. 13 februari 1997 (Exploitatiemaatschappij Boommarkt), ro. 3.1.1-3.1.4. Vgl. ook o.a. Ok. 1 augustus 2003 (NIBO), ro. 3.3-3.4; Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.4 e.v.; en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 2. Zie o.a. Winters/Ploeger (2007), 15-17; A-G Timmerman in 3.1 e.v. voor HR 30 maart 2007 (*ATR Leasing IV*); en Geerts (2004), 41 e.v.

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

1. welke (oud-)bestuurders zich schuldig ondermaats hebben gedragen;
2. waaruit dat ondermaatse gedrag bestaat en tot welk nadeel dit voor de vennootschap heeft geleid;
3. en welke juridische actie het bestuur zijns inziens moet nemen.¹⁶⁹

De identiteit van de aandeelhouder dient aan het bestuur bekend gemaakt te worden. Voldoet de aandeelhouder hier niet aan dan is geen sprake van een adequate *demand on the board*. Op de partij die stelt dat een toereikend beroep op het bestuur is gedaan rust bij betwisting de bewijslast dienaangaande.¹⁷⁰

Er bestaan geen vastomlijnde procedurevoorschriften waaraan het bestuur bij de behandeling van het verzoek dient te voldoen.¹⁷¹ Het is primair aan het bestuur daaraan de vereiste invulling te geven.¹⁷² De aandeelhouder dient het bestuur in ieder geval voldoende tijd te geven de bezwaren te onderzoeken en daarop te reageren. Het bestuur heeft recht op een redelijke periode om te reageren.¹⁷³ Het bestuur zal zichzelf op adequate wijze moeten informeren over de bezwaren en de vervolgens te varen koers, daarbij de diverse alternatieven op doordachte wijze (af)wegend.¹⁷⁴ Welke termijn toereikend is dient van geval tot geval te worden bezien.¹⁷⁵

Daarbij speelt onder meer de “complexity of the technological, quantitative, and legal issues raised by the demand” zoals de *Court of Chancery* van Delaware opmerkt in *Baron v. Siff*.¹⁷⁶ Zo wordt een termijn van tien weken onvoldoende geacht in een geval waarin de bezwaren zich richten tegen het gebrekkig functioneren van een remsysteem in een specifiek model auto, onder meer nu het bestuur dienaangaande weinig tot geen parate kennis bezit en tijd nodig heeft om in voldoende mate bekend te geraken met deze materie en zo de bezwaren te kunnen beoordelen.¹⁷⁷

Het bestuur kan ervoor kiezen:

- geen procedure te entameren en daarbij al dan niet een poging te ondernemen de kenbaar gemaakte bezwaren intern te redresseren;
- wel een procedure te entameren¹⁷⁸;
- of de aandeelhouder toe te staan een afgeleide actie te starten.¹⁷⁹

169 Vgl. o.a. *Leslie v. Telephonics Office Techs., Inc.* (Del. Ch. 1993).

170 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006) en *Yaw v. Talley* (Del. Ch. 1994).

171 Vgl. o.a. *Baron v. Siff* (Del. Ch. 1997).

172 Vgl. o.a. *Rales v. Blasband* (Del. 1993).

173 Vgl. buiten Delaware o.a. *Smachlo v. Birkelo* (D. Del. 1983).

174 Vgl. o.a. *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006).

175 Vgl. o.a. *Charal Inv. Co. v. Rockefeller* (Del. Ch. 1995).

176 *Baron v. Siff* (Del. Ch. 1997).

177 *Allison v. General Motors Corp.* (D. Del. 1985).

178 Vgl. o.a. *Rales v. Blasband* (Del. 1993).

179 Vgl. o.a. *Sohland v. Baker* (Del. 1927). Vgl. buiten Delaware o.a. *Halprin v. Babbitt* (1st Cir. 1962).

HOOFDSTUK II

Het bestuur zal in ieder geval een duidelijk standpunt moeten innemen en kan zich dienaangaande niet op de vlakte houden.¹⁸⁰

9.c. De praktijk: doorgaans geen beroep op het bestuur

In de regel kiest een aandeelhouder ervoor geen beroep op het bestuur te doen, omdat de ervaring leert dat het bestuur doorgaans de mening is toegedaan dat het belang van de vennootschap niet is gediend bij het entameren door de vennootschap van de procedure. Dit nodigt niet uit een dergelijk beroep te doen, met name niet als de aandeelhouder met zijn grieven (oud-)bestuurders van de vennootschap op de korrel neemt en de uitkomst van een dergelijk beroep zich eigenlijk wel laat raden.¹⁸¹ Daarbij komt dat een afwijzend oordeel van het bestuur in hoge mate wordt beschermd tegen rechterlijke toetsing en daardoor in beginsel bindend is.

De aandeelhouder wendt zich dan rechtstreeks tot de rechter om een afgeleide actie te starten ten behoeve van de vennootschap, buiten het bestuur van de vennootschap om. In een afgeleide actie neemt de vennootschap naast de aangesproken (oud-)bestuurders de positie van gedaagde in. De vennootschap is dan *nominal defendant*.¹⁸² De aandeelhouder kan niet zomaar op eigen houtje en naar eigen inzicht een afgeleide actie starten en doorzetten. Op de voet van *Chancery Rule 23.1*¹⁸³ dienen voldoende redenen aanwezig te zijn die rechtvaardigen dat de aandeelhouder geen beroep doet op het bestuur en zich rechtstreeks tot de rechter wendt. Op de aandeelhouder rust dan kort gezegd de last aan te tonen dat het doen van een beroep op het bestuur zinledig is omdat het bestuur geacht moet worden worden die afweging niet op *neutrale* wijze te kunnen maken, zodat niet van de aandeelhouder kan worden verwacht dat hij een dergelijk beroep doet.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Braddock v. Zimmerman*¹⁸⁴: “In derivative litigation, the demand requirement is a recognition of the fundamental statutory precept that section 141(a) vests boards of directors with the power to manage the business and affairs of corporations. The demand requirement of Rule 23.1 is a “substantive right designed to give a corporation the opportunity to rectify an alleged wrong without litigation, and to control any litigation which does arise.” Under Delaware law, a derivative plaintiff must give the board of directors the opportunity to exercise that substantive right or demonstrate that the board is incapable of evaluating demand in a disinterested and inde-

180 Vgl. o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996): “In no event may a corporation assume a position of neutrality and take no position in response to the demand”; *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990); en *Kaplan v. Peat, Marwick, Mitchell & Co.* (Del. 1988).

181 Zie o.a. Kroeze (2004), 210-211.

182 Zoals Kroeze (2004), 193 terecht opmerkt: “Men zegt wel dat de vennootschap formeel gedaagde is (*nominal party defendant*), maar materieel eiser (*real party plaintiff*). Schadevergoeding komt namelijk ten goede aan de vennootschap.”

183 Te vinden op o.a. <http://courts.delaware.gov/>. Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

184 *Braddock v. Zimmerman* (Del. 2006).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

pendent manner, *i.e.*, because that demand would be futile, it is excused.” Dit is een “basic principle of corporate governance” volgens de *Supreme Court* van Delaware in *Grimes v. Donald*.

Instructief zijn ook de volgende overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation*¹⁸⁵: “Rule 23.1 stands for the proposition in Delaware corporate law that the business and affairs of a corporation, absent exceptional circumstances, are to be managed by its board of directors. To this end, Rule 23.1 requires that a plaintiff who asserts that demand would be futile must “comply with stringent requirements of factual particularity that differ substantially from the permissive notice pleadings” normally governed by Rule 8(a). Vague or conclusory allegations do not suffice to upset the presumption of a director’s capacity to consider demand” en in *Ryan v. Gifford*¹⁸⁶ onder verwijzing naar *Sanders v. Wang*¹⁸⁷: “When a shareholder seeks to maintain a derivative action on behalf of a corporation, Delaware law requires that shareholder to first make a demand on that corporation’s board of directors, giving the board the opportunity to examine the alleged grievance and related facts and to determine whether pursuing the action is in the best interest of the corporation. This demand requirement works “to curb a myriad of individual shareholders from bringing potentially frivolous lawsuits on behalf of the corporation, which may tie up the corporation’s governors in constant litigation and diminish the board’s authority to govern the affairs of the corporation.” This Court has recognized, however, that in some cases demand would prove futile. Where the board’s actions cause the shareholders’ complaint, “a question is rightfully raised over whether the board will pursue these claims with 100% allegiance to the corporation, since doing so may require that the board sue *itself* on behalf of the corporation.” Thus, in an effort to balance the interest of preventing “strike suits motivated by the hope of creating settlement leverage through the prospect of expensive and time-consuming litigation discovery [with the interest of encouraging] suits reflecting a reasonable apprehension of actionable director malfeasance that the sitting board cannot be expected to objectively pursue on the corporation’s behalf”, Delaware law recognizes two instances where a plaintiff is excused from making demand. Failure to make demand may be excused if a plaintiff can raise a reason to doubt that: (1) a majority of the board is disinterested or independent or (2) the challenged acts were the product of the board’s valid exercise of business judgment.”

Naast de vennootschap en haar aangesproken (oud-)bestuurders kunnen in Delaware ook derden zich ter verdediging ex *Chancery Rule 23.1* op het standpunt stellen dat de aandeelhouder ten onrechte geen beroep heeft gedaan op het bestuur. De ratio hiervan is gelegen in de opvatting dat uitbreiding van de kring van personen die daarop een beroep kunnen doen bevordert dat de beslissing over het entameren van een procedure ten behoeve van de vennootschap wordt genomen door het daartoe primair aangewezen vennootschapsorgaan: het bestuur.¹⁸⁸

185 *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007).

186 *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007).

187 *Sanders v. Wang* (Del. Ch. 1999).

188 Vgl. o.a. *Rattner v. Bidzos* (Del. Ch. 2003) en *Kaplan v. Peat, Marwick, Mitchell & Co.* (Del. 1988).

HOOFDSTUK II

Daarnaast kunnen de gedaagden onder meer een beroep doen op *Chancery Rule* 12(b)(6): *dismissal* wegens *failure to state a claim*. Dit staat los van de *demand on the board* problematiek en centreert rond de vraag of de rechter op basis van de processtukken en de daarin vervatte specifieke feitelijke stellingen met redelijke zekerheid kan vaststellen dat de aandeelhouder uiteindelijk “could not prevail under any set of facts that can be inferred from the complaint.”¹⁸⁹ De drempel van *Chancery Rule* 12(b)(6) is voor de aandeelhouder eenvoudiger te nemen dan de drempel van *Chancery Rule* 23.1.¹⁹⁰ Instructief is wat de *Court of Chancery* van Delaware uiteenzet in *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation*: “The inquiries differ (...) in the level of detail demanded of the plaintiff’s allegations and the directors at whom the inquiry is directed. In the context of a motion to dismiss under Rule 23.1, the Court considers the directors in office at the time a plaintiff brings a complaint, and plaintiffs may not rely upon the notice pleadings standards of Rule 8(a). In the context of a motion to dismiss for failure to state a claim, on the other hand, the directors relevant to the Court’s decision will usually be those in office at the time the challenged decision was made, and the standard, while perhaps more rigorous in derivative cases than in some others, does not reach so high a bar as Rule 23.1. In both cases this Court must make all inferences in favor of plaintiffs, but in the Rule 23.1 context such inferences may only be drawn from particularized facts, while in the former case I may draw from general, if not conclusory, allegations.”

In het bevestigende geval is sprake van *demand excused* vanwege *futility* en kan de afgeleide actie doorgang vinden als ook aan de overige vereisten daarvoor is voldaan, die ik hierna aanstip.¹⁹¹ Zonder rechterlijke goedkeuring kan een afgeleide actie dan niet worden beëindigd. In het ontkennende geval kan de afgeleide actie niet worden doorgezet en neemt de procedure een einde.

Naast *demand excused* vanwege *futility* is vereist dat de eiser ten tijde van de gestelde misstand, ten tijde van het starten van de afgeleide actie en gedurende de afgeleide actie bij doorzetting ervan aandeelhouder van de vennootschap is. Dit

189 *Zimmerman v. Braddock* (Del. Ch. 2005). Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006); *Lazard Debt Recovery GP, L.L.C. v. Weinstock* (Del. Ch. 2004); en *In re New Valley Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2001): “What this effectively means is that the court must consider the various factual permutations reasonably possible within the framework of the plaintiff’s allegations and conclude whether any one conceivable set of facts could possibly merit granting [the] plaintiff relief. If so, the claim cannot be dismissed.”

190 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007): “In the context of a motion to dismiss for failure to state a claim (...), the pleading standard does not reach so high a bar as Rule 23.1. Thus, where plaintiff alleges particularized facts sufficient to prove demand futility under the second prong of *Aronson*, that plaintiff *a fortiori* rebuts the business judgment rule for the purpose of surviving a motion to dismiss pursuant to Rule 12(b)(6)”; *In re Primedia, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2006): “(...) the ‘reasonable doubt’ standard used in a demand futility analysis provides a higher hurdle for a plaintiff than the relatively lenient standard of review pursuant to Rule 12(b)(6)”; en *Levine v. Smith* (Del. 1991): “Plaintiffs’ pleading burden under Rule 23.1 is (...) more onerous than that required to withstand a Rule 12(b)(6) motion to dismiss.” Ik wijs ook op o.a. *Abraham v. Emerson Radio Corp.* (Del. Ch. 2006) en *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003).

191 Vgl. o.a. *Albert v. Alex. Brown Management Services, Inc.* (Del. Ch. 2005).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

is het vereiste van *continued as well as original standing*, ook wel *contemporaneous ownership requirement* genaamd.

De achterliggende gedachte is onder meer dat zogeheten *strike suits* moeten worden voorkomen. Dit zijn gevallen waarin een (rechts)persoon uit opportunistische overwegingen aandeelhouder wordt om een afgeleide actie te kunnen starten en zo de vennootschap onder druk te kunnen zetten. Tevens is daarbij van belang dat de aandeelhouder bij tussentijdse vervreemding van zijn aandelen de motivatie kan verliezen de afgeleide actie op deugdelijke wijze te voeren.¹⁹²

Wordt daaraan niet voldaan dan verliest de voormalig aandeelhouder zijn *standing*.¹⁹³ Hierop bestaan enkele eng geformuleerde uitzonderingen, zoals de situatie waarin een vennootschappelijke reorganisatie in feite wordt doorgevoerd om een aandeelhouder van zijn *standing* te beroven.¹⁹⁴

In aanvulling daarop is vereist dat de aandeelhouder het belang van de vennootschap door het voeren van de afgeleide actie bevordert op een wijze die jegens de vennootschap *fair and adequate* is. Het is niet de bedoeling dat de aandeelhouder de afgeleide actie voert ter bevordering van vennootschapsvreemde belangen. De stel- en – bij betwisting – bewijsplicht dat daarvan sprake is rust op de gedaagden.¹⁹⁵ Aspecten die bij deze beoordeling een rol kunnen spelen zijn de aard en inhoud van de vordering, aanwijzingen dat de aandeelhouder als stroman fungeert, feitelijke onbekendheid van de aandeelhouder met de procedure, het lopen van andere procedures tussen dezelfde partijen, de (proces)houding van de aandeelhouder jegens de gedaagden en de mate waarin de aandeelhouder kenbaar wordt gesteund door de overige aandeelhouders.¹⁹⁶

9.d. Consequenties van beroep op het bestuur

Wanneer de aandeelhouder ervoor kiest wél een beroep te doen op het bestuur, wat de uitzondering op de regel vormt, geeft hij het recht prijs later te stellen dat

192 Vgl. o.a. *Alabama By-Products Corp. v. Cede & Co.* (Del. 1995): “(...) because a plaintiff may lose his incentive to prosecute a suit by being divested of the property interest (shares of stock) in the corporation for whose behalf he acts, the derivative suit requires “continued as well as original standing”.”

193 Vgl. o.a. *In re Syncor Int. Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004).

194 Vgl. o.a. *In re Tri-Star Pictures, Inc. Litigation* (Del. 1993); *Kramer v. Western Pacific Industries, Inc.* (Del. 1988); en *Lewis v. Anderson* (Del. 1984).

195 Vgl. o.a. *Steiner v. Meyerson* (Del. Ch. 1997): “The fundamental inquiry which the Court makes is whether the plaintiff has a true interest in the case and is likely to pursue it with vigor on behalf of the corporation and the other shareholders.” Uit *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 1989) blijkt dat de gedaagde “must show a substantial likelihood that the derivative action is not being maintained for the benefit of the shareholders.”

196 Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006); *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006); *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006); en *Youngman v. Tahmoush* (Del. Ch. 1983).

HOOFDSTUK II

sprake is van *demand excused* vanwege *futility*. Is het bestuur van mening dat het belang van de vennootschap niet is gediend bij het entameren door de vennootschap van een procedure, dan kan de aandeelhouder zich vervolgens niet meer tot de rechter wenden om een afgeleide actie te starten met als argument dat een beroep op het bestuur zinledig moet worden geacht. Het tegendeel heeft de aandeelhouder dan aangetoond door wel een beroep op het bestuur te doen.¹⁹⁷ Stelt het bestuur de verzochte vordering in namens de vennootschap dan is de rol van de aandeelhouder in beginsel uitgespeeld. Dit doet zich zelden voor.¹⁹⁸

Onder meer vanwege het prijsgeven van voornoemde recht wordt niet al te snel aangenomen dat sprake is van adequate *demand on the board*. Een andere uitkomst zou ontmoedigend werken voor de aandeelhouder om in contact te treden met het bestuur, omdat dan voor de aandeelhouder het gevaar bestaat dat een beroep op *demand excused* vanwege *futility* niet meer mogelijk is wanneer hij besluit zich rechtstreeks tot de rechter te wenden en een afgeleide actie te starten. Daarnaast ligt aan deze uitkomst ten grondslag dat een beroep op het bestuur voldoende concreet moet zijn om het bestuur in staat te stellen op efficiënte wijze actie te ondernemen naar aanleiding van de door de aandeelhouder kenbaar gemaakte bezwaren.¹⁹⁹

De aandeelhouder kan het prijsgeven van een beroep op *demand excused* vanwege *futility* niet voorkomen door het hanteren van kunstgrepen, zoals het in zijn communicatie met het bestuur kenbaar maken dat weliswaar sprake is van een formeel beroep op het bestuur maar dat de aandeelhouder eigenlijk van mening is dat een dergelijk beroep gelet op de omstandigheden van het geval zinledig is. Evenmin is de aandeelhouder gerechtigd met betrekking tot het aangevallen bestuurlijk gedrag ten aanzien van een bepaalde juridische grondslag nog te stellen dat sprake is van *demand excused* vanwege *futility*, als de aandeelhouder met betrekking tot hetzelfde bestuurlijk gedrag een andere juridische grondslag heeft voorgelegd aan het bestuur en het bestuur het verzoek van de aandeelhouder heeft afgewezen.²⁰⁰ Wat de aandeelhouder dan nog wel kan betogen is dat het bestuur op een schuldig ondermaatse wijze tot deze slotsom is gekomen en dat de aandeelhouder dáárom gerechtigd is een afgeleide actie ten behoeve van de vennootschap te voeren. In het bevestigende geval is sprake van *demand wrongfully refu-*

197 Vgl. o.a. *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990) onder verwijzing naar *Stotland v. GAF Corp.* (Del. 1983): “By making a demand, a stockholder tacitly acknowledges the absence of facts to support a finding of futility. (...) Thus, when a demand is made, the question of whether demand was excused is moot” en *Thorpe v. CERBCO, Inc.* (Del. Ch. 1991): “The shareholder is deemed to have made an important concession: that the board is able to function on the question. (...) This tacit concession appears to be not simply a factual presumption that might be rebutted by an allegation of fact but a conclusive presumption. (...) Thus, the current rule may be brought to exact a heavy price from shareholders who elect to try (in a context when they will not have much information) to employ internal corporate mechanisms before filing a claim on behalf of the corporation.”

198 Zie o.a. Kroeze (2004), 212.

199 Vgl. o.a. *Yaw v. Talley* (Del. Ch. 1994) en *Leslie v. Telephonics Office Techs., Inc.* (Del. Ch. 1993).

200 Vgl. o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996).

sed en kan de afgeleide actie doorgang vinden als ook aan de overige vereisten is voldaan. Dit is niet eenvoudig. In het ontkennende geval kan de afgeleide actie niet worden doorgezet en neemt de procedure een einde.²⁰¹

Op de wijze waarop binnen het vennootschapsrecht van Delaware wordt bepaald of sprake is van *demand excused* vanwege *futility* dan wel van *demand wrongfully refused* ga ik hierna in. Eerst besteed ik aandacht aan de wijze waarop de aandeelhouder die voornemens is een afgeleide actie te starten zich van relevante informatie kan voorzien.

9.e. *Geen recht op discovery in de context van de afgeleide actie*

De aandeelhouder die voornemens is een afgeleide actie te starten zal zich bij het verkrijgen van relevante informatie moeten bedienen van de zogeheten *tools at hand* zoals publieke bronnen, waaronder SEC *filings* en de gepubliceerde jaarstukken, en de beperkte mogelijkheid die *Section 220 DGCL* biedt inzage te verkrijgen in bepaalde vennootschappelijke documenten.²⁰²

Teneinde *fishing expeditions* te voorkomen heeft de aandeelhouder pas recht op inzage ex *Section 220 DGCL*, ervan uitgaande dat aan de formele aspecten van de wettelijke regeling is voldaan (die bepalen hoe het verzoek in eerste instantie aan de vennootschap dient te worden gedaan)²⁰³, zodra hij:

- aantoont dat sprake is van een *proper purpose*, in de wet omschreven als een “purpose reasonably related to such person’s interest as a stockholder”²⁰⁴;

201 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “(...) a stockholder may not pursue a derivative suit to assert a claim of the corporation unless: (a) she has first demanded that the directors pursue the corporate claim and they have wrongfully refused to do so, or (b) such demand is excused because the directors are deemed incapable of making an impartial decision regarding the pursuit of the litigation”; *Grimes v. Donald* (Del. 1996): “If a demand is made, the stockholder has spent one – but only one – ‘arrow’ in the ‘quiver’. The spent ‘arrow’ is the right to claim that demand is excused. The stockholder does not, by making demand, waive the right to claim that demand has been wrongfully refused”; en *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006): “A plaintiff’s only recourse, in that circumstance, would be to demonstrate that demand was wrongfully rejected, but, as with any board decision, rejection of shareholder demand is afforded the presumptions of the business judgment rule.”

202 Vgl. o.a. *CM & M Group, Inc. v. Carroll* (Del. 1982).

203 Vgl. o.a. *West Coast Management & Capital, L.L.C. v. Carrier Access Corp.* (Del. Ch. 2006) over “the technical requirements of section 220 with respect to the form and manner of making [the] demand.”

204 Getuige o.a. *Security First Corp. v. U.S. Die Casting & Development Co.* (Del. 1997) valt onder een *proper purpose* ex *Section 220 DGCL* ook “investigation of mismanagement.” Vgl. o.a. *Saito v. McKesson HBOC, Inc.* (Del. 2002) en *Thomas & Betts Corp. v. Leviton Mfg. Co.* (Del. 1996). De aandeelhouder dient wel te expliciteren wat hij met die informatie van plan is of waartoe het onderzoek kan leiden. Vgl. o.a. *West Coast Management & Capital, L.L.C. v. Carrier Access Corp.* (Del. Ch. 2006): “Delaware law does not permit section 220 actions based on an ephemeral purpose, nor will this court impute a purpose absent the plaintiff stating one. Simply put, West Coast must do more than state, in a conclusory manner, a generally

→

HOOFDSTUK II

- feiten aannemelijk maakt waaruit de rechter mogelijk schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag kan afleiden²⁰⁵;
- en aannemelijk maakt “that the books and records sought are “essential and sufficient” for that purpose.”²⁰⁶

Als sprake is van vertrouwelijke informatie, en ongeclausuleerde vrijgave daarvan de vennootschap zou kunnen benadelen, kan de aandeelhouder door de rechter beperkt worden in het gebruik dat hij kan maken van die informatie, indien vrijgegeven.²⁰⁷

Ik wijs op wat *Chancellor* Chandler overweegt in *Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation*²⁰⁸: “Inspection under § 220 may be had only for a proper purpose. A plaintiff who states a proper purpose must also prove that it has some credible evidence to warrant investigation. Mere satisfaction of the proper purpose and credible basis for suspicion prongs will not equal automatic entitlement to the materials sought. A plaintiff must also prove that the information it seeks is necessary and essential to satisfy its stated purpose. Finally, a plaintiff who proves all of these may be limited in its use of any information where the information is confidential and release would harm the company.”

Welke motieven de aandeelhouder overigens heeft om het verzoek te doen is niet relevant, mits het primaire doel een *proper purpose* is en de aandeelhouder het verzoek dus niet onder valse voorwendselen doet.²⁰⁹

accepted proper purpose. West Coast must state a reason for that purpose, i.e., what it will do with the information, or an end to which that investigation may lead.” Wenst de aandeelhouder inzage in bepaalde documenten met slechts als doel *investigation of mismanagement* en vervolgens het starten van een afgeleide actie, dan vereist een *proper purpose* ex *Section 220* DGCL dat de aandeelhouder ook *standing* heeft om die afgeleide actie te starten. Vgl. o.a. *West Coast Management & Capital, L.L.C. v. Carrier Access Corp.* (Del. Ch. 2006) en *Polygon Global Opps. Master Fund v. West Corp.* (Del. Ch. 2006).

205 Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “The threshold may be satisfied by a credible showing, through documents, logic, testimony or otherwise, that there are legitimate issues of wrongdoing.”

206 *Wynnefield Partners Small Cap Value, L.P. v. Niagara Corp.* (Del. Ch. 2006). Vgl. o.a. *Kaufman v. CA, Inc.* (Del. Ch. 2006): “(...) relief under Section 220 is limited only to the inspection of books and records that are necessary and essential to the satisfaction of the stated purpose. To summarize the meaning of our cases as to this latter prong, when a books and records action is brought with the goal of evaluating a possible derivative suit, the books and records that satisfy the action are those that are required to prepare a well-pleaded complaint.”

207 Vgl. o.a. *Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation* (Del. Ch. 2007); *Disney v. The Walt Disney Company* (Del. Ch. 2005); en *Disney v. The Walt Disney Company* (Del. Ch. 2004).

208 *Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation* (Del. Ch. 2007).

209 Vgl. o.a. *Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation* (Del. Ch. 2007): “A corporate defendant may resist demand where it shows that the stockholder’s stated proper purpose is not the actual purpose for the demand. This showing is not made where a secondary improper purpose exists. Instead, in order to succeed, the defendant must prove that the plaintiff pursued its claim under false pretenses. Such a showing is fact intensive and difficult to establish (...);” *Sutherland v. Dardanelle Timber Co.* (Del. Ch. 2006); *Grimes v. DSC Communications Corp.* (Del. Ch. 1998); en *Compaq Computer Corp. v. Horton* (Del. 1993).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Uit het voorgaande volgt dat ongefundeerde verdenkingen, nieuwsgierigheid of ontevredenheid alleen niet dienen te leiden tot toewijzing van het verzoek. De subjectieve perceptie van de aandeelhouder is daarbij niet maatgevend.

Dit is door de *Supreme Court* van Delaware nog eens uitvoerig toegelicht in *Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.*²¹⁰: “Section 220 provides stockholders of Delaware corporations with a “powerful right.” By properly asserting that right under section 220, stockholders are able to obtain information that can be used in a variety of contexts. Stockholders may use information about corporate mismanagement, waste or wrongdoing in several ways. For example, they may: institute derivative litigation; “seek an audience with the board [of directors] to discuss proposed reform or, failing in that, they may prepare a stockholder resolution for the next annual meeting, or mount a proxy fight to elect new directors.” (...) More than a decade ago, we noted that “[s]urprisingly, little use has been made of section 220 as an information-gathering tool in the derivative [suit] context.” Today, however, stockholders who have concerns about corporate governance are increasingly making a broad array of section 220 demands. The rise in books and records litigation is directly attributable to this Court’s encouragement of stockholders, who can show a proper purpose, to use the ‘tools at hand’ to obtain the necessary information before filing a derivative action. Section 220 is now recognized as “an important part of the corporate governance landscape.” (...) Investigations of meritorious allegations of possible mismanagement, waste or wrongdoing, benefit the corporation, but investigations that are “indiscriminate fishing expeditions” do not. “At some point, the costs of generating more information fall short of the benefits of having more information. At that point, compelling production of information would be wealth-reducing, and so shareholders would not want it produced.” Accordingly, this Court has held that an inspection to investigate possible wrongdoing where there is no ‘credible basis’, is a license for ‘fishing expeditions’ and thus adverse to the interests of the corporation: Stockholders have a right to at least a limited inquiry into books and records when they have established some credible basis to believe that there has been wrongdoing. (...) Yet it would invite mischief to open corporate management to indiscriminate fishing expeditions. A stockholder is “not required to prove by a preponderance of the evidence that waste and [mis]management are actually occurring.” Stockholders need only show, by a preponderance of the evidence, a credible basis from which the Court of Chancery can infer there is possible mismanagement that would warrant further investigation – a showing that “may ultimately fall well short of demonstrating that anything wrong occurred.” That “threshold may be satisfied by a credible showing, through documents, logic, testimony or otherwise, that there are legitimate issues of wrongdoing.” Although the threshold for a stockholder in a section 220 proceeding is not insubstantial, the ‘credible basis’ standard sets the lowest possible burden of proof. The only way to reduce the burden of proof further would be to eliminate any requirement that a stockholder show *some evidence* of possible wrongdoing. That would be tantamount to permitting inspection based on the ‘mere suspicion’ standard that *Seinfeld* advances in this appeal. However, such a standard has been repeatedly rejected as a basis to justify the enterprise

210 *Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.* (Del. 2006).

HOOFDSTUK II

cost of an inspection. (...) there are a myriad of cases where stockholders have successfully presented ‘some evidence’ to establish a ‘credible basis’ to infer possible mismanagement and thus received some narrowly tailored right of inspection. We remain convinced that the rights of stockholders and the interests of the corporation in a section 220 proceeding are properly balanced by requiring a stockholder to show “some evidence of *possible* mismanagement as would warrant further investigation.” The ‘credible basis’ standard maximizes stockholder value by limiting the range of permitted stockholder inspections to those that might have merit.”²¹¹

Ik wijs erop dat opening van zaken op grond van *Section 220* DGCL beperkter is dan op grond van *discovery* bij een doorgezette afgeleide actie. *Discovery* is het via de rechter uit te oefenen recht de wederpartij te dwingen tot overlegging van – kort gezegd – alle relevante documenten en overige informatie. *Section 220* DGCL vereist dat de verzochte documenten duidelijk worden omschreven.²¹²

Section 220 DGCL toont in zoverre gelijkenis met de exhibitieplicht van art. 843a Rv. waarin kort gezegd is bepaald dat hij die daarbij een rechtmatig belang heeft op zijn kosten inzage, afschrift of uittreksel kan vorderen van bepaalde bescheiden aangaande een rechtsbetrekking waarin hij partij is van degene die deze bescheiden te zijner beschikking heeft of onder zijn berusting heeft. Het zal dan vooral gaan om documenten waarmee de verzoekende partij reeds bekend is, maar die nog niet in diens bezit zijn. Deze vereisten dienen te waarborgen dat art. 843a Rv. niet verwordt tot een *fishing expedition*.

Discovery moet de aandeelhouder verdienen door zelfstandig aan te tonen dat hij ‘een zaak heeft’ en een afgeleide actie mag doorzetten.²¹³

211 Vgl. o.a. *Shamrock Activist Value Fund, L.P. v. iPass, Inc.* (Del. Ch. 2006): “Neither “mere suspicion” of wrongdoing or mismanagement, (...) nor an interest in investigating “general mismanagement, without more” is sufficient”; *Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.* (Del. Ch. 2005); *Deephaven Risk Arb Trading Ltd. v. UnitedGlobalCom, Inc.* (Del. Ch. 2004); *Mattes v. Checkers Drive-In Rest., Inc.* (Del. Ch. 2001); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “Mere curiosity or a desire for a fishing expedition will not suffice”; *Everett v. Hollywood Park, Inc.* (Del. Ch. 1996); *Weiland v. Cent. & S.W. Corp.* (Del. Ch. 1989); en *Helmsman Management Services v. A&S Consultants, Inc.* (Del. Ch. 1987).

212 Vgl. o.a. *Highland Select Equity Fund, L.P. v. Motient Corporation* (Del. Ch. 2006); *Marathon Partners, L.P. v. M&F Worldwide Corp.* (Del. Ch. 2004); *Beam v. Stewart* (Del. 2004); en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000). Vgl. buiten Delaware o.a. *Gonzalez Turul v. Rogatol Distr., Inc.* (1st Cir. 1991) en *Cramer v. General Tel. & Elec. Corp.* (3rd Cir. 1978).

213 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “In general, derivative plaintiffs are not entitled to discovery in order to demonstrate demand futility. The general unavailability of discovery to assist plaintiffs with pleading demand futility does not leave plaintiffs without means of gathering information to support their allegations of demand futility, however. Both this Court and the Court of Chancery have continually advised plaintiffs who seek to plead facts establishing demand futility that the plaintiffs might successfully have used a Section 220 books and records inspection to uncover such facts”; *Scattered Corp. v. Chicago Stock Exchange, Inc.* (Del. 1997); *Grimes v. Donald* (Del. 1996); *Rales v. Blasband* (Del. 1993); en *Levine v. Smith* (Del. 1991).

9.f. *Demand excused vanwege futility*

Of sprake is van *demand excused* vanwege *futility* is afhankelijk van het antwoord op de vraag, of het door de aandeelhouder aangevallen bestuurlijk gedrag verband houdt met een door het zittende bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging.²¹⁴

In het bevestigende geval dient de rechter de maatstaf te hanteren die door de *Supreme Court* van Delaware in *Aronson v. Lewis*²¹⁵ is geïntroduceerd. De aandeelhouder mag de afgeleide actie mogelijk doorzetten wanneer “under the particularized facts alleged, a reasonable doubt is created that: (1) the directors are disinterested and independent and (2) the challenged transaction was otherwise the product of a valid exercise of business judgment.”

“(...) the Court of Chancery must make two inquiries, one into the independence and disinterestedness of the directors and the other into the substantive nature of the challenged transaction and the board’s approval thereof. As to the latter inquiry the court does not assume that the transaction is a wrong to the corporation requiring corrective steps by the board. Rather, the alleged wrong is substantively reviewed against the factual background alleged in the complaint. As to the former inquiry, directorial independence and disinterestedness, the court reviews the factual allegations to decide whether they raise a reasonable doubt, as a threshold matter, that the protections of the business judgment rule are available to the board. (...) In sum the entire review is factual in nature. The Court of Chancery in the exercise of its sound discretion must be satisfied that a plaintiff has alleged facts with particularity which, taken as true, support a reasonable doubt that the challenged transaction was the product of a valid exercise of business judgment. Only in that context is demand excused.”²¹⁶ Zoals de *Supreme Court* van Delaware kort en bondig uiteenzet in *Pogostin v. Rice*: “Thus, the *Aronson* test examines the alleged wrong to the corporation in relation to issues of independence, interest, and the exercise of business judgment by the directors. The reasonable doubt standard in conjunction with the particularity requirement of Rule 23.1 strikes the essential balance between avoiding abuse of the derivative action and forcing a plaintiff to plead evidence without the benefit of discovery.”

Er heeft met name buiten Delaware enige discussie gewoed over het criterium ‘redelijke twijfel’. Daaromtrent is onder meer overwogen dat dit begrip niet dient te worden ingevuld aan de hand van inelastische criteria en dat dit begrip niet wetenschappelijk van aard is.²¹⁷ Interessant is de stelling van *Judge Easterbrook* in zijn *concurring opinion* bij de uitspraak van het *Seventh Circuit* Hof inzake *Starrels v. First National Bank*²¹⁸ dat het begrip ‘redelijke twijfel’ teveel een strafrechtelijke connotatie heeft en daarom verwarrend kan werken. Dit begrip behelst volgens *Easterbrook* in het strafrecht een betrekkelijk lichte

214 Vgl. o.a. *Zimmerman v. Braddock* (Del. Ch. 2005).

215 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

216 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998): “In these situations, a director cannot be expected to act “without being influenced by the (...) personal consequences” flowing from the decision.”

217 Vgl. o.a. *Harris v. Carter* (Del. Ch. 1990) en *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

HOOFDSTUK II

maatstaf waaraan vrij snel is voldaan: de afwezigheid van ‘redelijke twijfel’ vereist in zijn optiek “at least a 90% likelihood that the defendant is guilty.” Slechts bij twijfel die 10% of minder beslaat kan een veroordeling volgen, zo begrijp ik de stelling van Easterbrook, waarbij ik aanteken dat het gieten van dergelijke criteria in percentages altijd een zeker arbitrair karakter heeft. Het gaat er in de strafrechtelijke context bij het verkrijgen van een veroordeling om dat die ‘redelijke twijfel’ er niet is. In de *demand excused* context is het juist doorslaggevend of die ‘redelijke twijfel’ er wél is.

Easterbrook vervolgt: “If ‘reasonable doubt’ in the *Aronson* formula means the same thing as ‘reasonable doubt’ in criminal law, then demand is excused whenever there is a 10% chance that the original transaction is not protected by the business judgment rule. Why should demand be excused on such a slight showing? Surely not because courts want shareholders to file suit whenever there is an 11% likelihood that the business judgment rule will not protect a transaction. *Aronson* did not say, and later cases have not supplied the deficit. If ‘reasonable doubt’ in corporate law means something different from ‘reasonable doubt’ in criminal law, however, what is the difference, and why use the same term for two different things?”

Ook is het begrip ‘redelijke twijfel’ wel bekritiseerd vanwege het te rekbare karakter, waardoor hetzelfde feitencomplex door verschillende rechters op zeer verschillende wijze zou kunnen worden beoordeeld.²¹⁹ De *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Grimes v. Donald* echter simpelweg dat het begrip ‘redelijke twijfel’ – hoewel ook gehanteerd in de strafrechtelijke context – een geschikt begrip is dat tot een juiste balans leidt. Een begrip met de betekenis dat er gegronde reden is om te twijfelen, een objectieve toets die in verscheidene vennootschapsrechtelijke contexten gehanteerd wordt.²²⁰ De vraag of het invoeren van een *universal demand requirement* – waarin een aandeelhouder altijd een beroep op het bestuur moet doen en eventueel naderhand kan betogen tegenover de rechter dat het bestuur ten onrechte is overgegaan tot *demand refusal* – niet een praktischer systeem zou opleveren en invoering verdient beantwoordt de *Supreme Court* van Delaware in *Rales v. Blasband*²²¹ negatief.

Het komt heel kort gezegd neer op de vraag of voldoende twijfel bestaat dat de *business judgment rule* van toepassing is, oftewel of voldoende reden bestaat om op basis van de aangedragen feiten aan te nemen dat een toereikend aantal van de zittende bestuurders bij het maken van de aangevallen zakelijke beleidsafweging:

- niet (1) zonder een tegenstrijdig belang van voldoende gewicht om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten en/of (2) onafhankelijk;

218 *Starrels v. First National Bank* (7th Cir. 1989).

219 Vgl. buiten Delaware o.a. *Marx v. Akers* (N.Y. 1996).

220 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “The ‘reasonable doubt’ standard is “sufficiently flexible and workable to provide the stockholder with the ‘keys to the courthouse’ in an appropriate case where the claim is not based on mere suspicion or stated solely in conclusory terms.”

221 *Rales v. Blasband* (Del. 1993).

- niet op voldoende geïnformeerde en doordachte wijze;
- en/of niet op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap;

zijn taakopdracht jegens de vennootschap heeft vervuld.²²²

Er geldt een weerlegbaar vermoeden dat de bestuurders aan hun fiduciaire plichten hebben voldaan.²²³ Dit hoort bij het mechanisme van de *business judgment rule*.²²⁴ Alleen als de aandeelhouder erin slaagt ten minste één van beide componenten van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf aannemelijk te maken is sprake van *demand excused* vanwege *futility* en zal hij de afgeleide actie mogelijk mogen doorzetten. Het gaat dan om een *prima facie* indruk bij de rechter dat het bestuurlijk gedrag niet door de beugel kan. De aandeelhouder hoeft in deze fase nog niet aan te tonen dat daadwerkelijk sprake is van schending van een fiduciaire plicht (waarvan de bestuurders schuld treft).

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Heineman v. Datapoint Corp.*²²⁵: “Equity will not require a useless act, however. Where demand upon the board would be ‘futile’, the demand requirement will be excused. (...) In this context, futility does not mean that there is no likelihood that a board will agree to the demand. Rather, demand is futile where a reasonable doubt exists that the board has the ability to exercise its managerial power, in relation to the decision to prosecute, within the strictures of its fiduciary obligations. (...) The plaintiff need only raise a reasonable doubt that the business judgment rule applies. And though he is not required to plead a *prima facie* case of breach of fiduciary duty in order to avoid the demand requirement, once he does make such allegations he has carried his burden and demand is excused” en in *Grobow v. Perot*²²⁶: “The test for demand futility should be whether the well-pleaded facts of the particular complaint support a reasonable doubt of business judgment protection, not whether the facts support a judicial finding that the directors’ actions are not protected by the business judgment rule.” Illustratief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*²²⁷: “These additional components add bitter flavor to a

222 Illustratief is *Grobow v. Perot* (Del. 1988). Daarop ga ik in hoofdstuk 4 – nummers 17-19 verder in. De invloed van goedkeuring door een meerderheid van adequaat geïnformeerde, neutrale en subjectief *bona fide* aandeelhouders laat ik hier buiten beschouwing. Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.d.

223 Vgl. o.a. *Zimmerman v. Braddock* (Del. Ch. 2005) en *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “(...) the key principle upon which this area of our jurisprudence is based is that the directors are entitled to a *presumption* that they were faithful to their fiduciary duties.”

224 Vgl. o.a. *Aronson v. Lewis* (Del. 1984): “In our view the entire question of demand futility is inextricably bound to issues of business judgment and the standards of that doctrine’s applicability. The business judgment rule is an acknowledgment of the managerial prerogatives of Delaware directors under Section 141(a). (...) It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. (...) Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption.”

225 *Heineman v. Datapoint Corp.* (Del. 1992).

226 *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

227 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK II

burgoo already full of off-putting ingredients. At the pleading stage, their combination generates an aroma of fiduciary infidelity.”

Voor zover het door de aandeelhouder ten gronde aangevallen bestuurlijk gedrag samenvalt met het bestuurlijk gedrag dat in deze fase onderwerp van rechterlijke toetsing vormt, wordt in deze fase in feite al enigszins vooruitgelopen op de inhoudelijke behandeling van de bezwaren van de aandeelhouder indien de afgeleide actie bij gebleken *demand excused* vanwege *futility* doorgezet wordt, maar een definitief oordeel velt de rechter dan nog niet.²²⁸ De formele en materiële aspecten van het geschil hangen met elkaar samen.²²⁹ Het is aan de rechter om uit te maken of meerdere gedragingen – bijvoorbeeld bestaande uit transacties – als geheel moeten worden beschouwd dan wel separaat dienen te worden beoordeeld.²³⁰ Blijkt de situatie naderhand toch anders te liggen dan kan de rechter daar in het vervolg van de procedure, zo deze wordt doorgezet, rekening mee houden.²³¹

Slaagt de aandeelhouder daarin en is aan de overige vereisten voor het doorzetten van de afgeleide actie voldaan dan wordt, veelal na *discovery*, schriftelijke stukkenwisselingen, één of meer zittingen en/of getuigenverhoren, het gewraakte gedrag van de aangesproken (oud-)bestuurders aan verdere rechterlijke toetsing in eerste aanleg onderworpen.²³² Slaagt de aandeelhouder daarin niet dan neemt de procedure een einde.

De rechterlijke instantie in tweede/finale aanleg is de *Supreme Court* van Delaware.²³³ Deze systematiek vertoont gelijkenis met het enquêterecht waarbinnen de Ondernemingskamer ex art. 2:345 BW de rechter in eerste aanleg is en de Hoge Raad ex art. 2:359 BW de rechter in tweede/finale aanleg is.

228 Vgl. o.a. *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002) en *Friedman v. Beningson* (Del. Ch. 1995): “It should go without saying, that in concluding as I do under the reasonable doubt standard at this procedural juncture, I do not suggest any view concerning the legal merits of any of the claims asserted.”

229 Aardig is in dit verband de volgende signalering van Kroeze (2004), 202: “Om het sterk uit te drukken: acht de rechter de vordering inhoudelijk zwak, dan zijn de procedurele en processuele hindernissen onneembaar, acht hij de vordering sterk, dan vormen ze geen probleem.”

230 Vgl. o.a. *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003).

231 Vgl. o.a. *Heineman v. Datapoint Corp.* (Del. Ch. 1990).

232 Vgl. o.a. *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003) en *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

233 Zoals staat vermeld op <http://courts.delaware.gov/courts/> (laatstelijk geraadpleegd op 21 mei 2007): “The Court of Chancery has jurisdiction to hear all matters relating to equity. The litigation in this tribunal deals largely with corporate issues, trusts, estates, other fiduciary matters, disputes involving the purchase of land and questions of title to real estate as well as commercial and contractual matters. The Court of Chancery has a national reputation in the business community and is responsible for developing the case law in Delaware on corporate matters. Appeals from the Court of Chancery may be taken to the Supreme Court” en “The Supreme Court is the State’s appellate court which receives direct appeals from the Court of Chancery, the Superior Court, and the Family Court.”

De wel als zwaar geduide stel- en bewijsplicht rust daarmee op de aandeelhouder²³⁴, waarbij als uitgangspunt dient te worden genomen het moment waarop de afgeleide actie wordt gestart.²³⁵ Speculeren of het trekken van ongefundeerde conclusies alleen volstaat niet.²³⁶ De rechter dient zich te beperken tot de aantijgingen in de inleidende processtukken, de daarvan deel uitmakende bijlagen en wat daarover ter zitting wordt opgemerkt. Voldoende concreet uiteengezette bezwaren dienen door de rechter in deze fase voor waar aangenomen te worden.²³⁷ Alle redelijke en logische gevolgtrekkingen dienen daarbij in het voordeel van de aandeelhouder uitgelegd te worden.²³⁸ In zoverre verdient de kwalificatie van de stel- en bewijsplicht die op de aandeelhouder rust als ‘zwaar’ enige relativering²³⁹, maar deze blijkt in de praktijk desalniettemin vrij pittig te zijn, met name waar het gaat om een bestuur zonder een aanwijsbaar tegenstrijdig belang van voldoende gewicht om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten en het aan komt op de tweede component van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf.²⁴⁰

Ik benadruk dat van *demand excused* vanwege *futility* nog geen sprake is als onwaarschijnlijk moet worden geacht dat het bestuur zal ingaan op het verzoek

234 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007): “Creating such a reason to doubt is a difficult feat under Delaware law. (...) That is, plaintiff must “comply with stringent requirements of factual particularity that differ substantially from the permissive notice pleadings” in order to create a reason to doubt that a majority of the board is disinterested or independent or that the board’s action was a valid exercise of business judgment, thereby excusing plaintiff’s failure to make a demand.”

235 Vgl. o.a. *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

236 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006) en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000).

237 Vgl. o.a. *Savor, Inc. v. FMR Corp.* (Del. 2002) en *Solomon v. Pathe Communications Corp.* (Del. 1996).

238 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004); *In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholder Litigation* (Del. 1995); en *Haber v. Bell* (Del. Ch. 1983).

239 Zie o.a. de *concurring opinion* van Justice Hartnett bij *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) waarin wordt benadrukt dat de op de aandeelhouder rustende stel- en bewijsplicht ook weer niet té zwaar moet zijn. Vgl. over de nog terughoudender geformuleerde *Chancery Rule* 12(b)(6) *Vice Chancellor Strine in Teachers’ Retirement System of Louisiana v. Aidinoff* (Del. Ch. 2006): “The great thing about a complaint from a plaintiff’s perspective is obvious: if the plaintiff and its counsel can make factual allegations with a good faith basis, then the story those allegations tell must be accepted by the court, with all inferences from the story being drawn in the plaintiff’s favor. That is a really cool place to be, and not one that plaintiffs often seek to leave for an environment littered with extrinsic evidence.”

240 Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006): “(...) typically such showing of facts must be tantamount to corporate waste to satisfy the second prong of the demand futility analysis”; *Highland Legacy Limited v. Singer* (Del. Ch. 2006): “The plaintiff faces a substantial burden, as the second prong of the *Aronson* test is directed to extreme cases in which despite the appearance of independence and disinterest a decision is so extreme or curious as to itself raise a legitimate ground to justify further inquiry and judicial review”; en *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. Ch. 1994): “The test for this second stage is thus necessarily high, similar to the legal test for waste.” *Waste* ziet kort gezegd op overduidelijke verspilling van vennootschappelijke middelen. Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.c.

HOOFDSTUK II

van de aandeelhouder. Vereist is dat het zittende bestuur vanwege persoonlijke belangen niet in staat moeten worden geacht een neutrale afweging te maken.

Instructief is de volgende overweging van *Chancellor Allen* in *Friedman v. Beningson*²⁴¹: “The question presented is not whether plaintiff’s factual account is a correct one; nor is it whether liability follows if it is correct in whole or in substantial part. Rather the question at this stage is whether plaintiff has pleaded with sufficient specificity facts that raise a reasonable doubt concerning the board of directors’ ability fairly to consider the questions that this suit raises and to make a decision respecting these claims which would demand the respect that the business judgment rule normally accords to disinterested board decisions made in good faith and in a deliberate way.”²⁴²

Zo is niet automatisch sprake van *demand excused* vanwege *futility* door de omstandigheid dat een meerderheid van de zittende bestuurders niet corrigerend heeft ingegrepen bij afwezigheid van een beroep op het bestuur of een eerder beroep op het bestuur door een andere aandeelhouder heeft afgewezen. Dat een meerderheid van de zittende bestuurders wordt genoemd als gedaagden maakt dit niet anders. Ook de enkele dreiging van persoonlijke aansprakelijkheid vanwege het hebben goedgekeurd van een aangevallen transactie levert niet de vereiste twijfel op.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware benadrukt in *Aronson v. Lewis*: “(...) the mere threat of personal liability for approving a questioned transaction, standing alone, is insufficient to challenge either the independence or disinterestedness of directors, although in rare cases a transaction may be so egregious on its face that board approval cannot meet the test of business judgment, and a substantial likelihood of director liability therefore exists. (...) In Delaware mere directorial approval of a transaction, absent particularized facts supporting a breach of fiduciary duty claim, or otherwise establishing the lack of independence or disinterestedness of a majority of the directors, is insufficient to excuse demand” en in *Grimes v. Donald*: “Demand is not excused simply because plaintiff has chosen to sue all directors. (...) Likewise, a plaintiff cannot necessarily disqualify all directors simply by attacking a transaction in which all participated. (...) To hold otherwise would permit plain-

241 *Friedman v. Beningson* (Del. Ch. 1995).

242 Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006): “It is a fundamental principle of the Delaware General Corporation Law that “[t]he business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors (...)” Thus, “by its very nature [a] derivative action impinges on the managerial freedom of directors.” Therefore, the right of a stockholder to prosecute a derivative suit is limited to situations where either the stockholder has demanded the directors pursue a corporate claim and the directors have wrongfully refused to do so, or where demand is excused because the directors are incapable of making an impartial decision regarding whether to institute such litigation. Court of Chancery Rule 23.1, accordingly, requires that the complaint in a derivative action “allege with particularity the efforts, if any, made by the plaintiff to obtain the action the plaintiff desires from the directors [or] the reasons for the plaintiff’s failure to obtain the action or for not making the effort””; *In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation* (Del. 2006); *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Alabama By-Products Corp. v. Cede & Co.* (Del. 1995); en *Rales v. Blasband* (Del. 1993). Vgl. buiten Delaware o.a. *Drage v. Procter & Gamble* (Ohio App. Ct. 1997) en *Kamen v. Kemper Financial Services, Inc.* (7th Cir. 1990).

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

tiffs to subvert the particularity requirements of Rule 23.1 simply by designating all the directors as targets.”

Zo wordt bewerkstelligd dat een afgeleide actie alleen wordt doorgezet wanneer daarvoor voldoende feitelijke en juridische grondslag bestaat.

Tot voor kort werd ten aanzien van *futility* vanwege redelijke twijfel omtrent de aanwezigheid van *disinterestedness* en/of *independence*, de eerste component van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf, doorgaans aangenomen dat dit voor een meerderheid van de zittende bestuurders op moet gaan.

Ik wijs op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Grimes v. Donald*: “The basis for claiming excusal would normally be that: (1) a majority of the board has a material financial or familial interest; (2) a majority of the board is incapable of acting independently for some other reason such as domination or control; or (3) the underlying transaction is not the product of a valid exercise of business judgment” en *Aronson v. Lewis*: “We recognize that drawing the line at a majority of the board may be an arguably arbitrary dividing point. Critics will charge that we are ignoring the structural bias common to corporate boards throughout America, as well as the other unseen socialization processes cutting against independent discussion and decisionmaking in the boardroom. The difficulty with structural bias in a demand futile case is simply one of establishing it in the complaint for purposes of Rule 23.1. We are satisfied that discretionary review by the Court of Chancery of complaints alleging specific facts pointing to bias on a particular board will be sufficient for determining demand futility.”²⁴³

Recent lijkt de *Supreme Court* van Delaware in *Beam v. Stewart*²⁴⁴ te hebben aangevaard, onder verwijzing naar de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Beneville v. York*²⁴⁵, dat ook een 50/50 situatie kan volstaan.²⁴⁶

Zo overweegt *Chief Justice Veasey* in *Beam v. Stewart*: “Because Patrick and Stewart herself are not independent for demand purposes, all the plaintiff need show is that one of the remaining directors is not independent, there being only six board members”, met daarbij in een voetnoot: “If three directors of a six person board are not independent and three directors are independent, there is not a majority of independent directors and demand

243 Vgl. o.a. *White v. Panic* (Del. 2001): “It is not within our province to express a view on the morality of the alleged conduct of the corporate officer or the business decisions of the board in its handling of that conduct. Our role is to review *de novo* the legal sufficiency of the complaint in accordance with the standard of review established in our jurisprudence. Applying that standard we find that the allegations in this complaint do not meet the heightened pleading requirements to excuse pre-suit demand in derivative suits as required by Chancery Rule 23.1. That rule is designed to implement the principle that the cause of action belongs to the corporation, not the stockholder plaintiff and it is the board (unless a majority of its members are disqualified) that must decide whether to pursue the corporation’s claim.”

244 *Beam v. Stewart* (Del. 2004). Deze uitspraak is overigens niet gewezen op basis van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf.

245 *Beneville v. York* (Del. Ch. 2000).

246 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006).

HOOFDSTUK II

would be futile. *See Benneville v. York* (...) (Del. Ch. 2000) (holding that demand is excused where a board is evenly divided between interested and disinterested directors).” Verderop in de opinie merkt *Chief Justice Veasey* op: “More precisely in the context of the present case, the independence inquiry requires us to determine whether there is a reasonable doubt that any one of these three directors is capable of objectively making a business decision to assert or not assert a corporate claim against Stewart.” Omdat daarvan geen sprake is luidt de conclusie: “Because Beam did not plead facts sufficient to support a reasonable inference that at least one MSO director in addition to Stewart and Patrick was incapable of considering demand, Beam was required to make demand on the board before pursuing a derivative suit. Hence, presuit demand was not excused.”

In *Benneville v. York* overweegt de *Court of Chancery* van Delaware dat *demand is excused* “when one member of a two-member board of directors cannot impartially consider a stockholder demand.” Daarvoor hanteert de rechter de volgende redenering: “If the members of the board who cannot impartially consider the demand have the corporate power to prevent the corporation from bringing suit, then our law considers demand futile, whether it is because the conflicted directors command a majority or because they have equal voting power with the impartial directors. Under traditional rules of board governance, an equally divided vote on a motion to bring suit has the same effect as a vote in which the motion is defeated by a one vote majority. In either case, the motion is unsuccessful and does not become corporate policy. Given this reality, it would be logically incoherent for Delaware courts to refuse to excuse demand where half of the board cannot impartially consider a demand but to excuse demand where a bare majority cannot act impartially.” Door de *Court of Chancery* van Delaware is eerder al bij herhaling een beroep op *Benneville v. York* gedaan.²⁴⁷ Deze redenering wordt echter niet consequent gevolgd.²⁴⁸

Bij de tweede component van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf gaat het erom dat “plaintiffs must plead particularized facts sufficient to raise a reason to doubt that the action was taken honestly and in good faith or a reason to doubt that the board was adequately informed in making the decision.”²⁴⁹ Of hier ook een 50/50 situatie kan volstaan is mij niet duidelijk geworden.

247 Vgl. o.a. *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002) en *In re The Student Loan Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2002). Vgl. daarvoor o.a. *Kaufman v. Beal* (Del. Ch. 1983).

248 Illustratief is *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007).

249 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003). Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007) onder verwijzing naar *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996): “A severe test faces those seeking to overcome this presumption: “[W]here a director is independent and disinterested, there can be no liability for corporate losses, unless the facts are such that no person could possibly authorize such a transaction if he or she were attempting in *good faith* to meet their duty””; *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006) over het vermoeden dat de bestuurders “have acted on an informed basis and in the honest belief that the decisions were in furtherance of the best interests of the LLC and its members”; en *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “By proper business judgment we mean both substantive due care (purchase terms) (...) and procedural due care (an informed decision) (...).”

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

Ik wijs op hetgeen de *Supreme Court* van Delaware – zij het ruim vóór *Beam v. Stewart* – overweegt in *Levine v. Smith*²⁵⁰: “The premise of a shareholder claim of futility of demand is that a majority of the board of directors either has a financial interest in the challenged transaction or lacks independence or otherwise failed to exercise due care. On either showing, it may be inferred that the Board is *incapable* of exercising its power and authority to pursue derivative claims directly.” *Demand on the board* is *in casu* vereist omdat de *lack of due care* aantijgingen “implicated, at most, only two of GM’s fourteen outside directors, thereby leaving at least twelve of the twenty-one directors (...) independent and ‘capable of impartially considering a demand’.”

Dit zou gelet op het voorgaande in ieder geval getuigen van een consequent beleid.

De situatie waarop de door de *Supreme Court* van Delaware in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf ziet wordt beschouwd als de standaardsituatie²⁵¹, maar daarop zijn uitzonderingen denkbaar en in de rechtspraak ook erkend. Dan geldt de maatstaf die door de *Supreme Court* van Delaware negen jaar na *Aronson v. Lewis* is geïntroduceerd in *Rales v. Blasband*, waarnaar ik kortheidshalve verwijs.

“Consistent with the context and rationale of the *Aronson* decision, a court should not apply the *Aronson* test for demand futility where the board that would be considering the demand did not make a business decision which is being challenged in the derivative suit. This situation would arise in three principal scenarios: (1) where a business decision was made by the board of a company, but a majority of the directors making the decision have been replaced; (2) where the subject of the derivative suit is not a business decision of the board; and (3) where, as here, the decision being challenged was made by the board of a different corporation. (...) Instead, it is appropriate in these situations to examine whether the board that would be addressing the demand can impartially consider its merits without being influenced by improper considerations. Thus, a court must determine whether or not the particularized factual allegations of a derivative stockholder complaint create a reasonable doubt that, as of the time the complaint is filed, the board of directors could have properly exercised its independent and disinterested business judgment in responding to a demand. If the derivative plaintiff satisfies that burden, then demand will be excused as futile.”²⁵² In *Rales v. Blasband* is een meerderheid van de bestuurders volgens de *Supreme Court* van Delaware niet in staat op neutrale wijze te reageren op een *demand on the board*, vanwege het feit dat een aantal bestuurders dan dient te oordelen over het instellen door de vennootschap van een vordering tegen onder meer zichzelf als bestuurder van een andere vennootschap (waarbij sprake is van een *substantial likelihood* van persoonlijke aansprake-

250 *Levine v. Smith* (Del. 1991).

251 Vgl. o.a. *Harris v. Carter* (Del. 1990) over “the common-occurring pattern.”

252 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007); *Stone v. Ritter* (Del. 2006); *Braddock v. Zimmerman* (Del. 2006); *Shaev Profit Sharing Account v. Armstrong* (Del. Ch. 2006); *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003); en *Seminaris v. Landa* (Del. Ch. 1995).

HOOFDSTUK II

lijkheid²⁵³) en de overige bestuurders onvoldoende onafhankelijk zijn van de bestuurders die dit persoonlijke aansprakelijkheidsrisico lopen.²⁵⁴

Wordt nadat de afgeleide actie is gestart het bestuur vervangen door een bestuur dat wel in staat is op neutrale wijze te reageren op een *demand on the board* dan brengt dit niet noodzakelijkerwijs mee dat de afgeleide actie daardoor wordt onderbroken en dat de aandeelhouder alsnog een beroep dient te doen op het bestuur. Dit geldt ook bij toepassing van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf. Instructief is de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Braddock v. Zimmerman*: “As the Court of Chancery recognized in *Harris v. Carter* (*Harris v. Carter* (Del. Ch. 1990), BFA), there are several legal options that protect the section 141(a) statutory power of a board to manage the corporation’s business and affairs. When a derivative action is pending, a board “comprised of new directors who are under no personal conflict with respect to prosecution of a pending derivative claim (...) may cause the corporation to act in a number of ways with respect to that litigation.” For example, the new board can take control of the litigation by becoming realigned as the party plaintiff; move to dismiss the action as not in the corporation’s best interest; permit the plaintiff to carry the litigation forward; or appoint a special litigating committee to determine what action to take. Accordingly, we also conclude that: when during the pendency of a derivative litigation there occurs a change in the composition of a board that had been disabled by conflict, and the board as newly constituted is capable of validly exercising judgment concerning that corporate claim, it has sufficient avenues open to it to meet its Section 141(a) responsibilities. There are good reasons not to go further and require that a derivative plaintiff interrupt litigation, when amending his pleading or otherwise, to make a demand upon such a newly constituted board. We hold that, when an amended derivative complaint is filed, the existence of a new independent board of directors is relevant to a Rule 23.1 demand inquiry only as to derivative claims in the amended complaint that are not already validly in litigation. Three circumstances must exist to excuse a plaintiff from making demand under Rule 23.1 when a complaint is amended after a new board of directors is in place: first, the original complaint was well pleaded as a derivative action; second, the original complaint satisfied the legal test for demand excusal; and third, the act or transaction complained of in the amendment is essentially the same as the act or transaction challenged in the original complaint. *A fortiori* for Rule 23.1 demand purposes, we hold a complaint that has been dismissed is not validly in litigation.”

Aangenomen wordt wel dat in dergelijke gevallen alleen de eerste component van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde maatstaf een rol speelt, toegepast op de vraag of het zittende bestuur op een *disinterested* en *independent* wijze kan reageren op het beroep op het bestuur door de aandeelhouder.²⁵⁵ Aangenomen wordt ook dat de vraag welke maatstaf geldt dient te worden beantwoord naar het moment waarop de aandeelhouder de afgeleide actie start.²⁵⁶

253 De *Supreme Court* van Delaware verwijst naar “potentially significant financial consequences.”

254 Vgl. o.a. *In re Baxter International, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995).

255 Vgl. o.a. *In re Bally’s Grand Derivative Litigation* (Del. Ch. 1997).

256 Vgl. o.a. *Rattner v. Bidzos* (Del. Ch. 2003).

9.g. *Demand wrongfully refused*

Doet de aandeelhouder een beroep op het bestuur en reageert het bestuur negatief, zodat sprake is van *demand refused*, dan wordt die zakelijke beleidsafweging beschermd door de *business judgment rule*. Daarmee neemt de kwestie in beginsel een einde.²⁵⁷ Het staat de aandeelhouder evenwel vrij aan de hand van voldoende gepreciseerde feiten voor de rechter het tegendeel aan te tonen. Hier wordt dan in essentie hetzelfde stramien gevolgd als in de *demand excused* context.

De *Supreme Court* van Delaware is hierover duidelijk in *Grimes v. Donald*: “Simply because the composition of the board provides no basis *ex ante* for the stockholder to claim with particularity (...) that it is reasonable to doubt that a majority of the board is either interested or not independent, it does not necessarily follow *ex post* that the board in fact acted independently, disinterestedly or with due care in response to the demand. A board or committee of the board may appear to be independent, but may not always act independently. If a demand is made and rejected, the board rejecting the demand is entitled to the presumption of the business judgment rule unless the stockholder can allege facts with particularity creating a reasonable doubt that the board acted independently or with due care in responding to the demand, the stockholder may have the basis *ex post* to claim wrongful refusal. The stockholder then has the right to bring the underlying action with the same standing which the stockholder would have had, *ex ante*, if demand had been excused as futile.”²⁵⁸

Slaagt de aandeelhouder daarin en is aan de overige vereisten voor het doorzetten van de afgeleide actie voldaan, dan wordt het ten gronde aangevallen gedrag van de aangesproken (oud-)bestuurders, veelal na *discovery*, schriftelijke stukkenwisselingen, één of meer zittingen en/of getuigenverhoren, aan verdere rechterlijke toetsing in eerste aanleg onderworpen. Slaagt de aandeelhouder daarin niet dan neemt de procedure een einde.

Heeft het bestuur een *special litigation committee* ingesteld om de door de aandeelhouder geuite bezwaren te onderzoeken en naar aanleiding van de bevindingen aanbevelingen te doen aan het bestuur, dan dient het gedrag van zowel het bestuur als de *special litigation committee* te worden gezien.²⁵⁹

257 Vgl. o.a. *Scattered Corp. v. Chicago Stock Exchange, Inc.* (Del. 1997); *Grimes v. Donald* (Del. 1996); *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990); *Aronson v. Lewis* (Del. 1984); en *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981). Vgl. buiten Delaware o.a. *Abramowitz v. Posner* (2nd Cir. 1982).

258 Vgl. o.a. *Boeing Co. v. Shrontz* (Del. Ch. 1994) en *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

259 In de rechtspraak worden deze vaak kortweg *Special Litigation Committee*'s genoemd. Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004). Het gaat dan doorgaans niet om de *special litigation committee* in de hier bedoelde zin, maar om de *special litigation committee* die als partij optreedt in de afgeleide actie en die namens de vennootschap kan concluderen dat het niet in het belang van de vennootschap moet worden geacht dat de aandeelhouder de afgeleide actie

→

HOOFDSTUK II

9.h. De special litigation committee in de afgeleide actie

Vermeldenswaardig is ten slotte nog de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Zapata Corp. v. Maldonado*²⁶⁰ in verband met het functioneren van een *special litigation committee* die door de vennootschap is opgezet naar aanleiding van een gestarte afgeleide actie en die namens de vennootschap in rechte concludeert dat het voortzetten van de afgeleide actie niet in het belang is van de vennootschap (i.e. *pretrial motion to dismiss*), hoewel sprake is van een *demand excused* situatie vanwege *futility* of van een *demand wrongfully refused* situatie.²⁶¹

De *Supreme Court* van Delaware heeft in deze uitspraak erkend dat onder omstandigheden aanleiding kan bestaan een gestarte afgeleide actie niet voort te zetten omdat dit niet in het belang is van de vennootschap, ook al is op zichzelf sprake van een *demand excused* situatie vanwege *futility* of van een *demand wrongfully refused* situatie en ook al heeft de aandeelhouder de afgeleide actie op zichzelf kunnen starten en voortzetten. Laatstgenoemd recht van de aandeelhouder is niet absoluut.

De boodschap is in feite dat een enkele aandeelhouder, de 'kleine dwarsligger', niet in een extreem geval zelf het voortbestaan van de vennootschap moet kunnen beïnvloeden. "(...) a board has the power to choose not to pursue litigation when demand is made upon it, so long as the decision is not wrongful. If the board determines that a suit would be detrimental to the company, the board's determination prevails. Even when demand is excusable, circumstances may arise when continuation of the litigation would not be in the corporation's best interests. Our inquiry is whether, under such circumstances, there is a permissible procedure under s 141(a) by which a corporation can rid itself of detrimental litigation. If there is not, a single stockholder in an extreme case might control the destiny of the entire corporation." Daarbij verwijst de *Supreme Court* van Delaware naar de overweging van het *Ninth Circuit* Hof in *Lewis v. Anderson*²⁶² waarin wordt overwogen dat "to allow one shareholder to incapacitate an entire board of directors merely by leveling charges against them gives too much leverage to dissident shareholders."²⁶³

doorzet (indien op zichzelf aan alle vereisten is voldaan). Vgl. o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996): "This Court has held that in demand-excused cases the board of directors may sometimes reassert its authority over a derivative claim in certain instances through the device of the Special Litigation Committee ('SLC'). (...) The use of a committee of the board formed to respond to a demand or to advise the board on its duty in responding to a demand is not the same as the SLC process contemplated by *Zapata*, however. It is important that these discrete and quite different processes not be confused."

260 *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

261 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982).

262 *Lewis v. Anderson* (9th Cir. 1979).

263 Zie o.a. Block/Barton/Radin (1998), 1712: "Where demand is excused because it would be futile (or has been wrongfully refused), *Zapata* sets forth a two-step test permitting, but not requiring, judicial examination of the merits of a special committee's decision that pursuit of litigation will not serve the best interests of the corporation and the exercise of the court's "independent business judgment"."

Het enkele feit dat een meerderheid van het bestuur getroffen wordt door een tegenstrijdig belang van voldoende gewicht om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten vormt op zichzelf geen beletsel voor het bestuur een *special litigation committee* in te stellen die bestaat uit de minderheid van het bestuur zonder een dergelijk tegenstrijdig belang, welke *committee* op onafhankelijke en subjectief *bona fide* wijze een voldoende geïnformeerde en doordachte zakelijke beleidsafweging dient te maken omtrent het lot van de door de aandeelhouder gestarte afgeleide actie.²⁶⁴

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Aronson v. Lewis*: “By way of background, this Court’s review in *Zapata* was limited to whether an independent investigation committee of disinterested directors had the *power* to cause the derivative action to be dismissed. Preliminarily, it was noted in *Zapata* that “directors of Delaware corporations derive their managerial decision making power, which encompasses decisions where [sic] to initiate, or refrain from entering, litigation, from 8 *Del. C.* § 141(a).” (...) In that context, this Court observed that the business judgment rule has no relevance to corporate decision making until *after a decision has been made*. (...) In *Zapata*, we stated that a shareholder does not possess an independent individual right to continue a derivative action. Moreover, where demand on a board has been made and refused, we apply the business judgment rule in reviewing the board’s refusal to act pursuant to a stockholder’s demand. (...) Unless the business judgment rule does not protect the refusal to sue, the shareholder lacks the legal managerial power to continue the derivative action, since that power is terminated by the refusal. (...) We also concluded that where demand is excused a shareholder possesses the ability to initiate a derivative action, but the right to prosecute it may be terminated upon the exercise of applicable standards of business judgment. (...) The thrust of *Zapata* is that in either the demand-refused or the demand-excused case, the board still retains its Section 141(a) managerial authority to make decisions regarding corporate litigation. Moreover, the board may delegate its managerial authority to a committee of independent disinterested directors. (...) See 8 *Del. C.* § 141(c). Thus, even in a demand-excused case, a board has the power to appoint a committee of one or more independent disinterested directors to determine whether the derivative action should be pursued or dismissal sought. (...) Under *Zapata*, the Court of Chancery, in passing on a committee’s motion to dismiss a derivative action in a demand excused case, must apply a two-step test. First, the court must inquire into the independence and good faith of the committee and review the reasonableness and good faith of the committee’s investigation. (...) Second, the court must apply its own independent business judgment to decide whether the motion to dismiss should be granted.”

Daarbij is gezocht naar een balans tussen enerzijds het praktisch onmogelijk maken van het starten en voortzetten van een afgeleide actie en anderzijds het praktisch onbeperkt mogelijk maken van het starten en voortzetten van een afgeleide actie (al dan niet ten koste van de vennootschap).²⁶⁵

264 Vgl. o.a. *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

265 Vgl. o.a. *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

HOOFDSTUK II

Het aardige is dat de bestuurders die deel uitmaken van de *special litigation committee* een onderzoek dienen in te stellen naar het bestuurlijk handelen en/of nalaten dat het onderwerp vormt van de door de aandeelhouder naar voren gebrachte bezwaren. Hier valt een klein dwarsverband te maken met de inrichting van de enquêteprocedure binnen het Nederlandse vennootschapsrecht waarvan – gelet op de wet en de *Gucci Group*-beschikking²⁶⁶ van de Hoge Raad – het onderzoek de kern vormt. Ook in Delaware geldt dat de uitkomst van de procedure voor een niet onbelangrijk deel samenhangt met de wijze waarop de onderzoeker invulling heeft gegeven aan zijn onderzoekstaak. De aantekening die daarbij te maken valt is natuurlijk dat waar de onderzoeker in een enquêteprocedure op afstand staat van de problematiek binnen de vennootschap, dit in het model van Delaware per definitie niet het geval is.²⁶⁷

De *pretrial motion to dismiss* van de *special litigation committee* dient gegevens te bevatten over:

- het door de *special litigation committee* verrichte onderzoek;
- de bevindingen van de *special litigation committee*;
- en de aanbeveling van de *special litigation committee*.

In *Zapata Corp. v. Maldonado* heeft de *Supreme Court* van Delaware geoordeeld dat de rechter allereerst dient te bezien “the independence and good faith of the committee and the bases supporting its conclusions.”²⁶⁸ De rechter dient er daarbij niet van uit te gaan dat sprake is van onafhankelijke en subjectief *bona fide* bestuurders zonder tegenstrijdig belang, die hun voldoende doordachte oordeel gebaseerd hebben op gegevens voortvloeiende uit een op een redelijke en subjectief *bona fide* wijze verricht onderzoek. Die stel- en bewijsplicht rust op de *special litigation committee*.²⁶⁹

De reden hiervoor zoekt de *Supreme Court* van Delaware onder meer in de onvermijdelijke realiteit dat een *special litigation committee* in de regel bemand wordt door bestuurders

266 HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 4.2-4.3.

267 Vgl. o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

268 Vgl. o.a. *Katell v. Morgan Stanley Group, Inc.* (Del. Ch. 1995).

269 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “An SLC is a unique creature that was introduced into Delaware law by *Zapata v. Maldonado* in 1981. The SLC procedure is a method sometimes employed where presuit demand has already been excused and the SLC is vested with the full power of the board to conduct an extensive investigation into the merits of the corporate claim with a view toward determining whether – in the SLC’s business judgment – the corporate claim should be pursued. Unlike the demand-excusal context, where the board is presumed to be independent, the SLC has the burden of establishing its own independence by a yardstick that must be “like Caesar’s wife” – “above reproach.” Moreover, unlike the presuit demand context, the SLC analysis contemplates not only a shift in the burden of persuasion but also the availability of discovery into various issues, including independence.” Vgl. over de “like Caesar’s wife” metafoor o.a. *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006): “In short, when Julius Caesar was asked why he chose to divorce his wife after a false accusation of adultery, Caesar’s laconic answer is said to have been that “Caesar’s wife must be above suspicion”, or as it is usually rendered, “Caesar’s wife must be above reproach.””

BESCHOUWINGEN BIJ HET VENNOOTSCHAPSRECHT VAN DELAWARE

die een oordeel dienen te vellen over gedragingen van hun mede-bestuurders, door wie die leden benoemd zijn. Uit bijvoorbeeld empathie kunnen de bestuurders zonder diskwalificerend tegenstrijdig belang zich mogelijk onbewust toch laten sturen door vennootschapsvreemde belangen: “The question naturally arises whether a ‘there but for the Grace of God go I’ empathy might not play a role. And the further question arises whether inquiry as to independence, good faith and reasonable investigation is sufficient safeguard against abuse, perhaps subconscious abuse.” Het is een gegeven dat dergelijke bestuurders – soms te – ‘dicht op elkaar zitten’. Het lijkt bovendien verdedigbaar om aan te nemen dat het eenvoudiger is toestemming te weigeren tegenover een mede-bestuurder voor het aangaan van een transactie dan te oordelen dat die mede-bestuurder zich – (hoogst)waarschijnlijk – schuldig ondermaats heeft gedragen.²⁷⁰

Een terughoudender benadering kiest de *Court of Appeals* van New York County in *Auerbach v. Bennett*²⁷¹: “We turn then to the action of the special litigation committee itself which comprised two components. First, there was the selection of procedures appropriate to the pursuit of its charge, and second, there was the ultimate substantive decision; predicated on the procedures chosen and the data produced thereby, not to pursue the claims advanced in the shareholders’ derivative actions. The latter, substantive decision falls squarely within the embrace of the business judgment doctrine, involving as it did the weighing and balancing of legal, ethical, commercial, promotional, public relations, fiscal and other factors familiar to the resolution of many if not most corporate problems. To this extent the conclusion reached by the special litigation committee is outside the scope of our review. Thus, the courts cannot inquire as to which factors were considered by that committee or the relative weight accorded to them in reaching that substantive decision (...). Inquiry into such matters would go to the very core of the business judgment made by the committee. To permit judicial probing of such issues would be to emasculate the business judgment doctrine as applied to the actions and determinations of the special litigation committee. Its substantive evaluation of the problems posed and its judgment in their resolution are beyond our reach. As to the other component of the committee’s activities, how-

270 Vgl. o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003) en daarover, alsmede over de kwestie van *independence* in enerzijds de *demand excused* context en anderzijds de *special litigation committee* context, *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “*Oracle* involved the issue of the independence of the Special Litigation Committee (SLC) appointed by the Oracle board to determine whether or not the corporation should cause the dismissal of a corporate claim by stockholder-plaintiffs against directors. The Court of Chancery undertook a searching inquiry of the relationships between the members of the SLC and Stanford University in the context of the financial support of Stanford by the corporation and its management. The Vice Chancellor concluded, after considering the SLC Report and the discovery record, that those relationships were too close for purposes of the SLC analysis of independence. (...) We need not decide whether the substantive standard of independence in an SLC case differs from that in a presuit demand case. As a practical matter, the procedural distinction relating to the diametrically-opposed burdens and the availability of discovery into independence may be outcome-determinative on the issue of independence. Moreover, because the members of an SLC are vested with enormous power to seek dismissal of a derivative suit brought against their director-colleagues in a setting where presuit demand is already excused, the Court of Chancery must exercise careful oversight of the *bona fides* of the SLC and its process.”

271 *Auerbach v. Bennett* (N.Y. 1979).

HOOFDSTUK II

ever, the situation is different (...). As to the methodologies and procedures best suited to the conduct of an investigation of facts and the determination of legal liability, the courts are well equipped by long and continuing experience and practice to make determinations. In fact they are better qualified in this regard than are corporate directors in general. Nor do the determinations to be made in the adoption of procedures partake of the nuances or special perceptions or comprehensions of business judgment or corporate activities or interests. The question is solely how appropriately to set about to gather the pertinent data. While the court may properly inquire as to the adequacy and appropriateness of the committee's investigative procedures and methodologies, it may not under the guise of consideration of such factors trespass in the domain of business judgment. At the same time those responsible for the procedures by which the business judgment is reached may reasonably be required to show that they have pursued their chosen investigative methods in good faith. (...) The latter (de "corporate representatives", BFA) may be expected to show that the areas and subjects to be examined are reasonably complete and that there has been a good-faith pursuit of inquiry into such areas and subjects. What has been uncovered and the relative weight accorded in evaluating and balancing the several factors and considerations are beyond the scope of judicial concern. Proof, however, that the investigation has been so restricted in scope, so shallow in execution, or otherwise so *pro forma* or halfhearted as to constitute a pretext or sham, consistent with the principles underlying the application of the business judgment doctrine, would raise questions of good faith or conceivably fraud which would never be shielded by that doctrine."

Is de rechter er niet van overtuigd dat bij de *special litigation committee* sprake is van de vereiste mate van onafhankelijkheid, subjectieve goede trouw en adequaat onderzoek dan dient de rechter de *pretrial motion to dismiss* af te wijzen.²⁷² Ik benadruk dat de rechter in dat geval niet toekomt aan een beoordeling van de argumenten die de aandeelhouder in dat verband aandraagt voor het voortzetten van de afgeleide actie. Slechts de gedragingen van de *special litigation committee* zijn dan onderwerp van rechterlijke toetsing.²⁷³

Het enkele feit dat bestuurders die deel uitmaken van de *special litigation committee* zijn gedagvaard door de aandeelhouder brengt niet mee dat aan de stellen bewijsplicht niet meer kan worden voldaan. Dit zou immers betekenen dat een aandeelhouder door alle bestuurders te dagvaarden zou kunnen bewerkstelligen dat de vennootschap in dit verband niet op zinvolle wijze een *special litigation committee* zou kunnen instellen.²⁷⁴ De volgende factoren kunnen bijvoorbeeld wel een rol spelen:

- het aantal leden van de *special litigation committee*²⁷⁵;
- of en in welke mate de *special litigation committee* advies heeft ingewonnen van onafhankelijke experts²⁷⁶;

272 Vgl. o.a. *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

273 Vgl. o.a. *Kaplan v. Wyatt* (Del. Ch. 1984).

274 Vgl. buiten Delaware o.a. *Mills v. Esmark, Inc.* (N.D. Ill. 1982).

275 Vgl. o.a. *Lewis v. Fuqua* (Del. Ch. 1985).

276 Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Oracle Securities Litigation* (N.D. Cal. 1993).

- of en in welke mate zakelijke en/of sociale contacten – hebben – bestaan tussen leden van de *special litigation committee* en de gedaagde bestuurders, van wie het door de aandeelhouder gewraakte gedrag onderwerp van onderzoek vormt.²⁷⁷

Uit de rechtspraak blijkt dat dergelijke factoren doorgaans gezamenlijk worden bezien en niet zelfstandig doorslaggevend zijn, met uitzondering van de situatie waarin een bestuurder die deel uitmaakt van de *special litigation committee* tevens betrokken is geweest bij het door de aandeelhouder ten gronde aangevallen bestuurlijk gedrag.²⁷⁸

Het enkele feit dat de rechter niet overtuigd is van de onafhankelijkheid van de *special litigation committee* brengt voorts niet mee dat die bestuurders niet op subjectief *bona fide* wijze hebben gehandeld. Daarin wordt een onderscheid gemaakt.²⁷⁹

Als de *special litigation committee* in de stel- en bewijsplicht slaagt mag de rechter vervolgens zelf een oordeel vellen over de wenselijkheid van het voortzetten van de afgeleide actie, daarbij alle omstandigheden van het geval in acht nemend (i.e. *independent business judgment*).²⁸⁰ Deze tweede component van de maatstaf als geïntroduceerd door de *Supreme Court* van Delaware in *Zapata Corp. v. Maldonado* komt relatief vergaand over.²⁸¹ Dit is wel gerechtvaardigd met het argument dat het uiteindelijk toch de rechter moet zijn die – hoewel de conclusie van de *special litigation committee* in aanmerking nemend – in een dergelijk geval de knoop moet kunnen doorhakken. De *Supreme Court* van Delaware heeft met name daarmee een midden proberen te vinden tussen het laten van de beslissing aan enkel de aandeelhouder of de vennootschap via de *special litigation committee*.

“The second step is intended to thwart instances where corporate actions meet the criteria of step one, but the result does not appear to satisfy its spirit, or where corporate actions would simply prematurely terminate a stockholder grievance deserving of further consideration in the corporation’s interest. The Court of Chancery of course must carefully consider and weigh how compelling the corporate interest in dismissal is when faced with a non-frivolous lawsuit. The Court of Chancery should, when appropriate, give special consideration to matters of law and public policy in addition to the corporation’s best interests.”

277 Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Oracle Securities Litigation* (N.D. Cal. 1994) en *Houle v. Low* (Mass. 1990).

278 Vgl. buiten Delaware o.a. *Johnson v. Hui* (N.D. Cal. 1991) over een “substantial bias or interest.”

279 Instructief is o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

280 Vgl. o.a. *Kaplan v. Wyatt* (Del. Ch. 1984): “(...) in addition to considering matters of law and public policy, consider also such ethical, commercial, promotional, public relations, employee relations and fiscal factors as may be involved in a given situation” en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984). Vgl. buiten Delaware o.a. *Auerbach v. Bennett* (N.Y. 1979) met alleen de eerste component.

281 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982).

HOOFDSTUK II

Dat de *special litigation committee* slaagt in de bewijsplicht onder de eerste component betekent daarom niet in alle gevallen dat wanneer de *special litigation committee* concludeert tot het niet voortzetten van de afgeleide actie de procedure daarmee een einde neemt. Hier kan het rechterlijke oordeel tussen zitten. Ik zeg 'kan', omdat de tweede stap – hoewel “the essential key in striking the balance” – een discretionaire bevoegdheid van de *Court of Chancery* van Delaware behelst.²⁸² De tweede component vormt een ontsnappingsmechanisme voor de rechter. Daarvan kan hij gebruik maken als het voor de aandeelhouder negatief luidende oordeel van de *special litigation committee* zijns inziens toch niet gehonoreerd dient te worden.²⁸³ De conclusie lijkt gelet op het voorgaande gerechtvaardigd dat wanneer de *special litigation committee* goed en betrouwbaar werk levert, de kans groot is dat de vennootschap alsnog de gestarte afgeleide actie kan stoppen. De onafhankelijkheid en integriteit van de daarin plaatsnemende bestuurders spelen daarbij een sleutelrol.²⁸⁴ In Delaware vindt in beginsel geen *discovery* plaats totdat de aanbeveling van de *special litigation committee* bekend is om te voorkomen dat voordien de procedure al is verzand in een tijdrovende en kostbare aangelegenheid, die uiteindelijk wellicht niet in het belang van de vennootschap moet worden geacht.²⁸⁵ Dit vormt echter geen vrijbrief voor de *special litigation committee* tot het hanteren van vertragingstactieken. De rechter zal doorgaans een tijdpad uitzetten waarbinnen het onderzoek dient te worden afgerond en de aanbeveling kenbaar dient te worden gemaakt. Is de aanbeveling van de *special litigation committee* eenmaal bekend en concludeert deze tot beëindiging van de afgeleide actie dan kan de aandeelhouder desgevraagd door de rechter²⁸⁶ beperkte *discovery* worden toegestaan, maar alleen in het licht van de eerste component van voornoemde maatstaf en ten behoeve van het door de rechter ambtshalve in te stellen onderzoek dienaangaande.²⁸⁷

Uit het voorgaande blijkt dat de afgeleide actie binnen het vennootschapsrecht van Delaware een vrij ingewikkelde systematiek herbergt, niet in de laatste plaats vanwege het door de *Supreme Court* van Delaware in *Zapata Corp. v. Maldonado* geïntroduceerde mechanisme van de *special litigation committee*. Het gevaar is dat een procedure binnen een procedure ontstaat, omdat partijen niet alleen strijden om de duur van het onderzoek door de *special litigation committee*, maar ook om het al dan niet toestaan van *limited discovery* door de aandeelhouder en uit-

282 Vgl. o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003) en *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

283 Vgl. o.a. *Carlton Investments v. TLC Beatrice International Holdings, Inc.* (Del. Ch. 1997) over situaties waarin “the result reached was ‘irrational’ or ‘egregious’ or some other such extreme word.”

284 Vgl. o.a. *Biondi v. Scruschy* (Del. Ch. 2003) en *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

285 Vgl. o.a. *Kaplan v. Wyatt* (Del. Ch. 1984).

286 Vgl. o.a. *Kaplan v. Wyatt* (Del. 1985).

287 Vgl. o.a. *Abbey v. Computer & Communications Technology Corp.* (Del. Ch. 1983).

eindelijk om de vraag of de *pretrial motion to dismiss* van de *special litigation committee* toe- of afgewezen dient te worden.²⁸⁸

Hiermee ben ik aanbeland bij de analyse van de fiduciaire plichten die binnen het vennootschapsrecht van Delaware op het bestuur rusten, te beginnen met de *duty of loyalty*.

288 Vgl. o.a. *Kaplan v. Wyatt* (Del. Ch. 1984): “The *Zapata* procedure adds, in effect, a new party to derivative litigation – the Special Litigation Committee – and a new battery of lawyers – counsel for the Committee – with the attendant expense to the corporation. It sidetracks derivative litigation as we have heretofore known it for approximately two years at a minimum while the Committee goes through its functions and while the plaintiff passively awaits his chances to resist them. And in the process the *Zapata* procedure has imposed substantial additional burdens at the trial court level in each such derivative suit in which it has been employed.”

Hoofdstuk III

De bestuurlijke *fiduciary duties* in Delaware

“The decision-makers entrusted by shareholders must act out of loyalty to those shareholders. They must in good faith act to make informed decisions on behalf of the shareholders, untainted by self-interest. Where they fail to do so, this Court stands ready to remedy breaches of fiduciary duty.”¹

10. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

11. de *duty of loyalty*;
 - 11.a. *(dis)interestedness*;
 - 11.b. *(in)dependence*;
 - 11.c. vaststelling van *interestedness* en/of *dependence*;
12. de *duty of care*;
 - 12.a. toezicht op de gang van zaken binnen vennootschap en onderneming;
 - 12.b. de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging;
13. de *duty of good faith* en *Section 102(b)(7) DGCL*;
 - 13.a. het vereiste van subjectieve *bona fides*;
 - 13.b. *duty of loyalty/duty of good faith* en *Section 102(b)(7) DGCL*;
14. de *duty of disclosure*.

11. De *duty of loyalty*

Het bestuur moet het belang van de vennootschap op exclusieve en onafhankelijke wijze dienen en bevorderen. Vennootschapsvreemde elementen, met name de persoonlijke belangen van bestuurders die tegenstrijdig zijn aan het belang van de vennootschap, dienen de wijze waarop het bestuur zijn taakopdracht jegens de vennootschap vervult niet negatief te beïnvloeden. Hij kan niet volstaan met de “morals of the market place”, er wordt meer van het bestuur verwacht.² In de kern

¹ *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

² Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006); *Blackwell v. Nixon* (Del. Ch. 1991); en *Guth v. Loft* (Del. 1939): “The fiduciary relation demands something more than the morals of the market place.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Meinhard v. Salmon* (N.Y. 1928): “Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm’s length, are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not

→

HOOFDSTUK III

vormt dit van oudsher de *duty of loyalty* binnen het vennootschapsrecht van Delaware. Dit is een primaire fiduciaire plicht die op de bestuurders rust.

Vaak wordt teruggerepen naar de bijna prozaische maar ook vrij rigide formulering van deze fundamentele bestuurlijke plicht, afkomstig uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Guth v. Loft*³: “Corporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interests. While technically not trustees, they stand in a fiduciary relation to the corporation and its stockholders. A public policy, existing through the years, and derived from a profound knowledge of human characteristics and motives, has established a rule that demands of a corporate officer or director, peremptorily and inexorably, the most scrupulous observance of his duty, not only affirmatively to protect the interests of the corporation committed to his charge, but also to refrain from doing anything that would work injury to the corporation, or to deprive it of profit or advantage which his skill and ability might properly bring to it, or to enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest. The occasions for the determination of honesty, good faith and loyal conduct are many and varied, and no hard and fast rule can be formulated. The standard of loyalty is measured by no fixed scale. If an officer or director of a corporation, in violation of his duty as such, acquires gain or advantage for himself, the law charges the interest so acquired with a trust for the benefit of the corporation, at its election, while it denies to the betrayer all benefit and profit. The rule, inveterate and uncompromising in its rigidity, does not rest upon the narrow ground of injury or damage to the corporation resulting from a betrayal of confidence, but upon a broader foundation of a wise public policy that, for the purpose of removing all temptation, extinguishes all possibility of profit flowing from a breach of the confidence imposed by the fiduciary relation. Given the relation between the parties, a certain result follows; and a constructive trust is the remedial device through which precedence of self is compelled to give way to the stern demands of loyalty.”⁴

honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behaviour. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the ‘disintegrating erosion’ of particular exceptions.” Zie o.a. Johnson (2003), 41.

3 *Guth v. Loft* (Del. 1939).

4 Vgl. o.a. *BelCom, Inc. v. Robb* (Del. Ch. 1998); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “Essentially, the duty of loyalty mandates that the best interest of the corporation and its shareholders takes precedence over any interest possessed by a director, officer or controlling shareholder and not shared by the stockholders generally”; en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “It is basic to our law that the board of directors has the ultimate responsibility for managing the business and affairs of a corporation. (...) In discharging this function, the directors owe fiduciary duties of care and loyalty to the corporation and its shareholders (...). This unremitting obligation extends equally to board conduct in a sale of corporate control. (...) The fiduciary nature of a corporate office is immutable. (...) Not only do these principles

→

DE BESTUURLIJKE FIDUCIARY DUTIES IN DELAWARE

Een tweede bijzonder lezenswaardige formulering van dit brede⁵ uitgangspunt is te vinden in de uitspraak van de *Supreme Court* van New York County inzake *Bayer v. Beran*⁶ onder verwijzing naar opmerkingen van Justice Stone: “Directors are agents; they are fiduciaries. The fiduciary has two paramount obligations: responsibility and loyalty. Those obligations apply with equal force to the humblest agent or broker and to the director of a great and powerful corporation. They lie at the very foundation of our whole system of free private enterprise and are as fresh and significant today as when they were formulated decades ago. The responsibility – that is, the care and the diligence – required of an agent or of a fiduciary, is proportioned to the occasion. It is a concept that has, and necessarily so, a wide penumbra of meaning – a concept, however, which becomes sharpened in its practical application to the given facts of a situation. The concept of loyalty, of constant, unqualified fidelity, has a definite and precise meaning. The fiduciary must subordinate his individual and private interests to his duty to the corporation whenever the two conflict. (...) In an address delivered in 1934, Mr. Justice, now Chief Justice, Stone declared that the fiduciary principle of undivided loyalty was, in effect, “the precept as old as Holy Writ, that “a man cannot serve two masters.” More than a century ago equity gave a hospitable reception to that principle and the common law was not slow to follow in giving it recognition. No thinking man can believe that an economy built upon a business foundation can long endure without loyalty to that principle.” He went on to say that “The separation of ownership from management, the development of the corporate structure so as to vest in small groups control of resources of great numbers of small and uninformed investors, make imperative a fresh and active devotion to that principle if the modern world of business is to perform its proper function. (...) While there is a high moral purpose implicit in this transcendent fiduciary principle of undivided loyalty, it has back of it a profound understanding of human nature and of its frailties. It actually accomplishes a practical, beneficent purpose. It tends to prevent a clouded conception of fidelity that blurs the vision. It preserves the free exercise of judgment uncontaminated by the dross of divided allegiance or self-interest. It prevents the operation of an influence that may be indirect but that is all the more potent for that reason. The law has set its face firmly against undermining the rule of undivided loyalty by the disintegrating erosion of particular exceptions”.”⁷

demand that corporate fiduciaries absolutely refrain from any act which breaches the trust reposed in them, but also to affirmatively protect and defend those interests entrusted to them. Officers and directors must exert all reasonable and lawful efforts to ensure that the corporation is not deprived of any advantage to which it is entitled. (...) Thus, directors are required to demonstrate both their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of transactions in which they possess a financial, business or other personal interest which does not devolve upon the corporation or all stockholders generally. (...) When faced with such divided loyalties, directors have the burden of establishing the entire fairness of the transaction to survive careful scrutiny by the courts.”

5 Vgl o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2004) en *Guth v. Loft* (Del. 1939): “The question is not one to be decided on narrow or technical grounds, but upon broad considerations of corporate duty and loyalty.”

6 *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

7 Zie Morse (2005), 299 e.v.; Farrar (2005), 103 e.v.; en Gower/Davies (2003), 380 e.v. over de naar Engels en Australisch vennootschapsrecht op het bestuur rustende – fiduciaire – plichten.

HOOFDSTUK III

De *duty of loyalty* behelst zowel een negatieve component (i.e. bestuurders mogen de vennootschap niet ‘verraden’ door – kort gezegd – persoonlijke belangen te laten prevaleren boven het belang van de vennootschap) als een positieve component (i.e. bestuurders dienen op subjectief *bona fide* wijze invulling te geven aan hun taakopdracht jegens de vennootschap).

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*⁸: “This involves duties of loyalty and care. The former embodies not only an affirmative duty to protect the interests of the corporation, but also an obligation to refrain from conduct which would injure the corporation and its stockholders or deprive them of profit or advantage. In short, directors must eschew any conflict between duty and self-interest. (...) They cannot succumb to influences which convert an otherwise valid business decision into a faithless act. (...) On the other hand, the duty of care requires a director, when making a business decision, to proceed with a ‘critical eye’ by acting in an informed and deliberate manner respecting the corporate merits of an issue before the board.”⁹

In de *duty of loyalty* gaat dus ook het vereiste van subjectieve goede trouw schuil. Binnen het vennootschapsrecht van Delaware wordt dit aspect, de positieve component van de *duty of loyalty*, in toenemende mate als de *duty of good faith* geduid.

Dit blijkt onder meer uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Stone v. Ritter*¹⁰: “(...) although good faith may be described colloquially as part of a “triad” of fiduciary duties that includes the duties of care and loyalty, the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty. Only the latter two duties, where violated, may directly result in liability, whereas a failure to act in good faith may do so, but indirectly. (...) the fiduciary duty of loyalty is not limited to cases involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest. It also encompasses cases where the fiduciary fails to act in good faith. As the Court of Chancery aptly put it in *Guttman*, “[a] director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporation’s best interest”.” Aardig is ook de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., Inc.*¹¹: “(...) the core element of the fiduciary duty of loyalty (...) is a good faith attempt to exercise power over corporate property or process so as to advance legitimate interests of the corporation and not for any selfish reason.”¹² Dit vereiste van trouw en toewijding wordt breed getrokken. Ik wijs

8 *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987).

9 Vgl. reeds *Guth v. Loft* (Del. 1939): “Duty and loyalty are inseparably connected. Duty is that which is required by one’s station or occupation; is that which one is bound by legal or moral obligation to do or refrain from doing (...)”

10 *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

11 *SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., Inc.* (Del. Ch. 1997).

12 Vgl. buiten Delaware o.a. *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986): “(...) the exercise of fiduciary duties by a corporate board member includes more than avoiding fraud, bad faith and self-dealing. Directors must exercise their “honest judgment in the lawful and legitimate furtherance of corporate purposes”.”

DE BESTUURLIJKE FIDUCIARY DUTIES IN DELAWARE

onder meer op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Oberly v. Kirby*¹³: “It is an act of disloyalty for a fiduciary to profit personally from the use of information secured in a confidential relationship, even if such profit or advantage is not gained at the expense of the fiduciary. The result is nonetheless one of unjust enrichment which will not be countenanced by a Court of Equity.”¹⁴

Ik behandel uit praktische overwegingen de *duty of good faith* als een separate fiduciaire plicht, die in de rechtspraak ook wel zo wordt geduid, met dien verstande dat deze doctrinair deel uitmaakt van de bredere *duty of loyalty*.¹⁵

Loyaliteitskwesaties zijn altijd een zwaartepunt geweest in de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware, hetgeen verband lijkt te houden met de wijze waarop de *corporate governance* binnen vennootschappen doorgaans is ingericht en de relatief autonome positie die het bestuur daarbij inneemt ten opzichte van de aandeelhouders. Dit hangt waarschijnlijk eveneens samen met de verbondenheid van de bestuurlijke positie binnen het vennootschapsrecht met het *trustrecht*.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*¹⁶: “It would not be much of a stretch to say that the central idea of Delaware’s approach to corporation law is the empowerment of centralized management, in the form of boards of directors and the subordinate officers they choose, to make disinterested business decisions. The business judgment rule exemplifies and animates this idea. But this idea also presents corporate law makers – of both the statutory and common law variety – a correlative challenge that has occupied most of the last century of American corporation law: how to regulate transactions between corporations and their own directors, officers, or controlling stockholders. And, with the later emergence of a vibrant market for corporate control, came the need to address the extent to which certain corporate transactions with, or defensive reactions towards, third parties sufficiently implicate the self-interest of directors and officers as to cast doubt on their ability to pursue their corporations’ best interests with unconflicted fidelity. In other words, for the law of corporations, much of the hard thinking has been what to do about business decisions in which directors have non-stockholder interests that might bias their judgment.”

Deze traditionele benadering staat in toch wel schril contrast met de achtergrond van de tegenstrijdig belang problematiek binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Daarbinnen is tot de jaren tachtig van de vorige eeuw relatief weinig aandacht aan dit onderwerp besteed, zoals ook de Ondernemingskamer signaleert in haar enquêterechtelijke *Linders Beheer*-eindbeschikking.¹⁷ Dit is inmiddels wel anders.¹⁸

13 *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

14 De afwezigheid van schade is niet doorslaggevend. Vgl. o.a. *In re Primedia, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2006); *Boyer v. Wilmington Materials, Inc.* (Del. Ch. 1999); en *In re Tri-Star Pictures, Inc. Litigation* (Del. 1993).

15 Daarop ga ik in nummer 13.b hierna verder in.

16 *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

17 Ok. 26 mei 1983 (*Linders Beheer*), ro. 4. Zie o.a. Dorresteyn (1989), vii, 41 e.v.

18 Zie o.a. Leijten (2005), 135 en Gepken-Jager (2003), 88.

HOOFDSTUK III

De *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware zien traditioneel zéér nauwlettend toe op naleving door het bestuur van de *duty of loyalty*.¹⁹ Van oudsher ligt de nadruk daarbij sterk op de negatieve component, op de problematiek van de tegenstrijdige belangen. Daarbij speelt logischerwijs – het ontbreken van – de subjectieve *bona fides* van bestuurders ook vaak een rol.

Dit wordt onder meer geïllustreerd door de bekende uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Weinberger v. UOP, Inc.*²⁰: “This is merely stating in another way the long-existing principle of Delaware law that these Signal designated directors on UOP’s board still owed UOP and its shareholders an uncompromising duty of loyalty. The classic language of *Guth v. Loft, Inc.* (...) requires no embellishment (...). Given the absence of any attempt to structure this transaction on an arm’s length basis, Signal cannot escape the effects of the conflicts it faced, particularly when its designees on UOP’s board did not totally abstain from participation in the matter. There is no ‘safe harbor’ for such divided loyalties in Delaware. When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. (...) The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts. (...) There is no dilution of this obligation where one holds dual or multiple directorships, as in a parent-subsiidiary context. (...) Thus, individuals who act in a dual capacity as directors of two corporations, one of whom is parent and the other subsidiary, owe the same duty of good management to both corporations, and in the absence of an independent negotiating structure (...), or the directors’ total abstention from any participation in the matter, this duty is to be exercised in light of what is best for both companies.”²¹

Aardig is ook de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Perlegos v. Atmel Corporation*²²: “Delaware law presumes that directors of a corporation act loyally in their management of its affairs. Sometimes, however, loyalty is questioned, particularly in the context of an extraordinary transaction or decision. The facts differ from case to case, but the question of directors’ loyalty almost universally centers on whether they were interested in or lacked the independence relative to the matter before them.”

De aandacht voor de positieve component, los van de tegenstrijdig belang problematiek, kent evenwel duidelijk een stijgende lijn.²³

Schending van de *duty of loyalty* wordt bepaald niet licht opgenomen. Hiervan gaat een preventieve en disciplinerende werking uit, zo is althans de gedachte.

19 Vgl. o.a. *Bomarko, Inc. v. International Telecharge, Inc.* (Del. Ch. 1999).

20 *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983).

21 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988); en *Guth v. Loft* (Del. 1939). Vgl. buiten Delaware o.a. *Schaffhauser v. Arnholt & Schaefer Brewing Co.* (Pa. 1907). Zie o.a. Johnson (2003), 33 e.v.

22 *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007).

23 Illustratief zijn *Stone v. Ritter* (Del. 2006) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

DE BESTUURLIJKE FIDUCIARY DUTIES IN DELAWARE

Een sprekend geval vormt de handelwijze van de *Chief Executive Officer* van WorldCom, Inc. Bernard J. Ebbers, zoals kernachtig samengevat door *Judge Winters* in *United States of America v. Ebbers*.²⁴ Dit betreft het hoger beroep van de strafprocedure. Daarin wordt het vonnis in eerste aanleg – bestaande uit onder meer een gevangenisstraf van 25 jaar, gelet op de leeftijd van Ebbers in feite waarschijnlijk levenslang – door het *Second Circuit* Hof bekrachtigd. Winters opent met de zin: “There is an element of tragedy here in that it was not a lack of legitimate entrepreneurial skills that caused Ebbers to resort to fraud.” Zijn afsluitende woorden luiden als volgt: “(...) the securities fraud here was not puffery or cheerleading or even a misguided effort to protect the company, its employees, and its shareholders from the capital-impairing effects of what was believed to be a temporary downturn in business. The methods used were specifically intended to create a false picture of profitability even for professional analysts that, in Ebbers’ case, was motivated by his personal financial circumstances. Given Congress’ policy decisions on sentences for fraud, the sentence is harsh but not unreasonable.”²⁵

Wat *in concreto* de *duty of loyalty* precies behelst is noodzakelijkerwijs afhankelijk van de omstandigheden van het geval.²⁶ Het is bijvoorbeeld niet zo dat een transactie waarbij de bestuurder een persoonlijk, aan het belang van de vennootschap tegenstrijdig, belang heeft per definitie ontoelaatbaar wordt geacht.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Oberly v. Kirby*: “The fact that some interested transactions are permitted under our corporate law demonstrates that they are not inherently detrimental to a corporation. As long as a given transaction is fair to the corporation and no confidential relationship is betrayed, it may not matter that certain corporate officers will profit as the result of it. (...) interested transactions are not inherently wrong.”

Dat geldt slechts voor die transacties waarbij de behartiging van het persoonlijk, aan het belang van de vennootschap tegenstrijdig, belang van de bestuurder ten koste gaat van het belang van de vennootschap, althans waarbij het belang van de vennootschap niet wordt gediend: die transacties worden bestuurders geacht te

24 *United States of America v. Ebbers* (2nd Cir. 2006).

25 Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007): “Not all acts of disloyalty or bad faith will directly benefit the malefactor, and a director may be held personally liable for a breach of the duty of loyalty in the absence of a personal financial gain”; *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006); *Boyer v. Wilmington Materials, Inc.* (Del. Ch. 1999); *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989) over “the unyielding principle that corporate fiduciaries shall abjure every temptation for personal profit at the expense of those they serve”; en *Pike v. Commodore Motel Corp.* (Del. Ch. 1986): “The prophylactic policy underlying these principles is that acts of conscious wrongdoing and breaches of a fiduciary’s duty of loyalty will best be deterred by requiring the wrongdoer to disgorge any profit made as a result of such wrongful conduct.”

26 Vgl. o.a. *Guth v. Loft* (Del. 1939). Vgl. buiten Delaware o.a. *Resolution Trust Corp. v. Bright* (N.D. Tex. 1995).

HOOFDSTUK III

vermijden.²⁷ Wel is het zo dat wanneer het bestuur vanwege een tegenstrijdig belang niet als neutrale beslisser kan optreden, de rechter het bestuurlijk gedrag in beginsel op een voor het bestuur zeer strenge wijze objectief toetst.²⁸

Binnen het concept van de *duty of loyalty* spelen in Delaware twee begrippen een belangrijke rol. Er wordt onderscheid gemaakt:

- in de aan- of afwezigheid van een vennootschapsvreemd belang, doorgaans een persoonlijk belang van één of meer bestuurders dat tegenstrijdig is aan het belang van de vennootschap (i.e. *(dis)interestedness*);
- en in de aan- of afwezigheid van onafhankelijkheid bij één of meer bestuurders ten opzichte van de persoon – vaak een bestuurder – met het persoonlijk belang dat tegenstrijdig is aan het belang van de vennootschap (i.e. *(in)dependence*).

Deze centrale begrippen zijn verwant maar dienen wel te worden onderscheiden.

Instructief is wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Orman v. Cullman*²⁹: “As a general matter, the business judgment rule presumption that a board acted loyally can be rebutted by alleging facts which, if accepted as true, establish that *the board* was either interested in the outcome of the transaction or lacked the independence to consider objectively whether the transaction was in the best interest of its company and all of its shareholders. (...) Although interest and independence are two separate and distinct issues, these two attributes are sometimes confused by parties (...) Confusion over whether specific facts raise a question of interest or independence arises from the reality that similar factual circumstances may implicate *both* interest and independence, one but not the other, or neither.”

27 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “(...) directors are required to avoid only those self-interested actions which come at the expense of the corpora[tion] or its shareholders.”

28 Dit wordt doorgaans de *entire fairness test* genoemd. Illustratief zijn *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “In such a context, the challenged transaction must withstand rigorous judicial scrutiny under the exacting standards of entire fairness” en *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983): “When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. (...) The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944): “Of course it is not improper to appoint relatives of officers or directors to responsible positions in a company. But where a close relative of the chief executive officer of a corporation, and one of its dominant directors, takes a position closely associated with a new and expensive field of activity, the motives of the directors are likely to be questioned. The board would be placed in a position where selfish, personal interests might be in conflict with the duty it owed to the corporation. That being so, the entire transaction, if challenged in the courts, must be subjected to the most rigorous scrutiny to determine whether the action of the directors was intended or calculated to subserve some outside purpose, regardless of the consequences to the company, and in a manner inconsistent with its interests.” Daarop ga ik in hoofdstuk 4 – nummers 18.a en 20 verder in.

29 *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002).

DE BESTUURLIJKE *FIDUCIARY DUTIES* IN DELAWARE

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Williams v. Geier*³⁰: “Disinterested directors are those directors that neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally. Independent means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences.”

Ik ga eerst in op het begrip *(dis)interestedness*.

11.a. *(Dis)interestedness*

Een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang in de zin van *interestedness* kent binnen het vennootschapsrecht van Delaware diverse vormen, zoals:

- de situatie waarin de bestuurder aan beide zijden van de transactie staat, waarbij het risico bestaat dat de bestuurder zich uitsluitend of primair laat leiden door zijn eigen belang in plaats van door het belang van de vennootschap;
- de situatie waarin de bestuurder niet aan beide zijden van de transactie staat maar de bestuurder wel uitzicht heeft op noemenswaardig persoonlijk voordeel/profit van de transactie dat de vennootschap niet ten deel valt, waarbij het risico bestaat dat de bestuurder zich uitsluitend of primair laat leiden door het ontvangen van dat voordeel/profit – dus: zijn eigen belang – in plaats van het belang van de vennootschap;
- en de situatie waarin de te nemen beslissing wezenlijke gevolgen kan hebben voor de bestuurder, waarbij de bestuurder zich uitsluitend of primair laat leiden door het vermijden van voor hemzelf nadelige gevolgen – dus: zijn eigen belang – en het risico bestaat dat hierdoor het belang van de vennootschap niet wordt bevorderd.³¹

De eerste twee voorbeelden spreken voor zich. Het gaat daarbij enerzijds om *standing on both sides of the transaction*³², ook wel *self-dealing* genaamd³³, anderzijds om *incidental director interest* waaronder ook het derde voorbeeld lijkt te vallen.

30 *Williams v. Geier* (Del. 1996).

31 Vgl. o.a. *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003).

32 Vgl. o.a. *Carlson v. Hallinan* (Del. Ch. 2006); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); en *Zimmerman v. Braddock* (Del. Ch. 2005). Dit wordt door de *Supreme Court* van Delaware ook wel als een geval van *divided loyalties* geduid, wat overigens iets anders is dan *disloyalty*. Vgl. o.a. *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

33 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The first type of loyalty claim is self-interest or, as it is more aptly put, self-dealing transactions. In a classic self-dealing transaction the corporation engages in any sort of contract or deal with an individual or group of officers and directors.”

HOOFDSTUK III

In onder meer de uitspraak inzake *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*³⁴ wordt door de *Supreme Court* van Delaware een duidelijk onderscheid aangebracht in *self-dealing* en andere vormen van tegenstrijdige belangen (i.e. *incidental director interest*): “Traditionally, the term ‘self-dealing’ describes the “situation when a [corporate fiduciary] is on both sides of a transaction (...).” *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (...). In *Cede II*, this Court distinguished classic self-dealing from incidental director interest.”³⁵ Daaronder lijken ook die gevallen te worden geschaard waarin de bestuurder indirect aan beide zijden van de transactie staat, bijvoorbeeld als bestuurder en/of aandeelhouder van de entiteit waarmee de vennootschap de transactie aangaat.³⁶ In *Solomon v. Armstrong*³⁷ lijkt de *Court of Chancery* van Delaware een verdergaand standpunt in te nemen: ““Self-dealing occurs when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such a way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary.” *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (...). (...) Self-dealing claims may properly be seen as a subset of breach of loyalty claims. Self-dealing attacks on the business judgment rule require that there be something more than a simple transaction between a parent and its subsidiary, there must be some cognizable allegation of wrongdoing. See *Sinclair Oil* (...).”³⁸ Het begrip *self-dealing* lijkt in de rechtspraak incidenteel ook in bredere zin te worden gehanteerd, zoals door de *Supreme Court* van Delaware in *Grobow v. Perot*³⁹ waarin onder meer verwezen wordt naar “self-dealing in the usual sense of personal profit or betterment” en in *Aronson v. Lewis*.⁴⁰ *Self-dealing* is kennelijk geen eenduidig begrip.

In de rechtspraak worden ook wel de begrippen *personal pecuniary interest*⁴¹ en *financial interest*⁴² gehanteerd, waardoor met name de eerste twee voorbeelden gedekt lijken te worden.

34 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

35 Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005): “Entrenchment, self-dealing, or financial interest can indicate that a director is interested or lacks independence.”

36 Dit is ook de systematiek van *Section 144(a)* DGCL. Deze bepaling ziet op de nietigheid/ver-nietigbaarheid van *self-dealing transactions*. Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “The concern *Section 144* addresses is self-dealing; for example, when a director deals directly with the corporation, or has a stake in or is an officer or director of a firm that deals with the corporation. (...) Traditionally, the term ‘self-dealing’ describes the “situation when a [corporate fiduciary] is on both sides of a transaction (...).” Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.d.

37 *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999).

38 Zie o.a. *In re Primedia, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2006).

39 *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

40 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984): “(...) directors can neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally.”

41 Vgl. o.a. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

42 Vgl. o.a. *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003) en *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989): “A financially interested person in this sense is one with a financial interest in the transaction under consideration that is adverse to the corporation or its shareholders. (...) A fuller statement of the occasion for invocation of the intrinsic fairness test than the brief statement in text would acknowledge that that test will be used when a financially interested party sets the terms of a transaction and compels its effectuation.”

Het tweede voorbeeld, als gehanteerd binnen het vennootschapsrecht van Delaware, lijkt mij overigens niet geheel te kloppen. Zo is het toch denkbaar dat een bestuurder ook *interested* kan zijn wanneer hij persoonlijk een voordeel ontvangt dat ook de vennootschap gelijkkelijk toekomt. Dit enkele gegeven sluit immers niet uit dat een alternatieve transactie mogelijk is die het belang van de vennootschap aanwijsbaar meer dient, maar waarbij de bestuurder geen – althans een minder aantrekkelijke – beloning ten deel valt. Het vooruitzicht van deze beloning, ook al komt die ook de vennootschap toe, kan voor de bestuurder aanleiding vormen toch voor de transactie te kiezen die in mindere mate in het belang van de vennootschap moet worden geacht, omdat de bestuurder in het andere geval dit profijt geheel – althans goeddeels – zou mislopen.

Zuiverder oogt daarom de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Chaffin v. GNI Group, Inc.*⁴³: “To be considered disinterested, the director’s decision must be based entirely on the corporate merits of the transaction and not be influenced by personal or extraneous considerations. Thus, a director who stands to receive a substantial benefit in a transaction that he votes to approve, cannot objectively be viewed as disinterested.” Deze signalering heeft een bredere strekking en dekt daardoor mijns inziens de lading beter.

Wanneer een persoon bij beide vennootschappen die met elkaar zaken doen een bestuursfunctie bekleedt ligt een belangenconflict al snel op de loer. Gegeven de loyaliteit die de persoon als bestuurder van de betrokken vennootschappen jegens de te onderscheiden vennootschappen dient te betrachten, kan met name deze constructie leiden tot *catch 22* situaties waarin de bevoordeling van de ene vennootschap automatisch benadeling van de andere vennootschap meebrengt.⁴⁴

Het derde voorbeeld is een wat meer verborgen vorm van tegenstrijdig belang die zich in de regel zal voordoen wanneer een vijandige overname dreigt of een *sale of control* zich aandient, als gevolg waarvan het bestuur zijn positie zou kunnen verliezen. Het prestige van die positie staat dan op het spel, evenals de daaraan gekoppelde macht en financiële voordelen.

Ik wijs op de *dissenting/concurring opinion* van Judge Cudahy bij de uitspraak van het *Seventh Circuit* Hof inzake *Panter v. Marshall Field & Co.*⁴⁵: “Directors of a New York Stock Exchange-listed company are, at the very least, ‘interested’ in their own positions of power, prestige and prominence (and in their not inconsequential perquisites). They are ‘interested’ in defending against outside attack the management which they have, in fact, installed or maintained in power ‘their’ management (to which, in many cases, they owe their directorships). And they are ‘interested’ in maintaining the public reputation of their

43 *Chaffin v. GNI Group, Inc.* (Del. Ch. 1999).

44 Vgl. o.a. *In re Digex, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000); *Shaev v. Wylly* (Del. Ch. 1998); *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983); en *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966). Zie in Engeland o.a. Gower/Davies (2003), 415.

45 *Panter v. Marshall Field & Co.* (7th Cir. 1981).

HOOFDSTUK III

own leadership and stewardship against the claims of ‘raiders’ who say that they can do better.”⁴⁶

Wanneer het bestuur zich mogelijk door ‘hang naar het pluche’ gekleurde motieven laat leiden wordt wel gesproken van het gevaar van *entrenchment*. *Interestedness* bestaand uit *entrenchment* wordt pas aangenomen als duidelijk is dat het handelen en/of nalaten van het bestuur daadwerkelijk uitsluitend of primair is ingegeven door de wens zijn eigen positie te beschermen en niet met het doel het belang van de vennootschap te beschermen of te bevorderen (i.e. een *valid corporate purpose*).⁴⁷ In feite gaat het dan al om niet subjectief *bona fide* gedrag door het bestuur. Het enkele gegeven dat *entrenchment* motieven zich met name kunnen voordoen in de beschermingscontext en in dergelijke gevallen het onvermijdelijke risico bestaat dat het bestuur zich niet geheel door het belang van de vennootschap laat leiden bij zijn gedragingen is onvoldoende om *interestedness* aan te nemen.

Iets anders is dat de rechter in onder meer deze context in beginsel een andere – en voor het bestuur gradueel strengere – objectieve toetsingsmaatstaf hanteert dan de bestuursvriendelijke *business judgment rule* bij het beoordelen van het bestuurlijk gedrag, juist vanwege dit risico. Dan is sprake van *enhanced scrutiny*. Daarvoor is geen daadwerkelijke *interestedness* vereist.⁴⁸

Illustratief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Solomon v. Armstrong*: “In most circumstances Delaware law routinely rejects the notion that a director’s interest in maintaining his office, by itself, is a debilitating factor. Even in the more extreme situation where directors allegedly engage in defensive actions to thwart the advances of a hostile bidder (e.g. the *Unocal* context), the business judgment rule is not automatically rebutted. The court merely engages in an additional inquiry, i.e., heightened scrutiny.”

46 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999) over “entrenchment fear”; *In re Fuqua Industries, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1997): “(...) a successful claim of entrenchment requires plaintiffs to prove that the defendant directors engaged in actions which had the effect of protecting their tenure and that the action was motivated primarily or solely for the purpose of achieving that goal”; *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) over “motives of entrenchment”; *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988); *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986); en *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

47 Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005): “BOT (...) must prove that the directors believed they were vulnerable to being removed from office, and that they took entrenchment action. (...) An entrenchment effect alone (...) is not enough to demonstrate a primary or sole purpose to entrench.”

48 Zie hoofdstuk 4 – nummers 18.b en 21.

De aan- of afwezigheid van een *personal entrenchment motive* zal vaak uit de omstandigheden van het geval afgeleid moeten worden.⁴⁹ Hier rust al met al een vrij zware stel- en – bij betwisting – bewijsplicht op de agerende aandeelhouder.

Kort gezegd wordt *interestedness* in de regel gekenmerkt door een, van de omstandigheden van het geval afhankelijk, persoonlijk financieel belang of een persoonlijk belang bij handhaving van de positie binnen de vennootschap.⁵⁰ Uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Grimes v. Donald*⁵¹ valt evenwel af te leiden dat een dergelijk tegenstrijdig belang, buiten de *entrenchment* context, naast een financieel karakter ook een affectief karakter kan hebben. Daarin wordt verwezen naar de omstandigheid dat “a majority of the board has a material financial or familial interest.”

Ten aanzien van het Nederlandse vennootschapsrecht dringt zich hier de parallel op met het *Maas/Amazone*-arrest⁵² van de Hoge Raad waarin hij overweegt dat “noch de woorden noch de strekking van dat wetsartikel (art. 51 WvK, een voorloper van art. 2:146/256 BW, BFA) verbieden om bij de beoordeling, of een (tegenstrijdig, BFA) belang in den zin van het artikel bij den vader van partij Maas bestond, mede in aanmerking te nemen de voldoening, die een vader, ook al mochten zijn eigen geldelijke belangen daarbij niet betrokken zijn, kan putten en in den regel zal putten uit het feit, dat zijn zoon een ruim salaris voor zijn werkzaamheden bedingt.”

Voor zover ik heb kunnen nagaan, blijft dit aspect in de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware grotendeels onuitgewerkt. De nadruk ligt op de financiële aspecten.

Dit blijkt onder meer uit de volgende overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*⁵³: “The sort of ‘interest’ that qualifies to disarm a board at the outset of the benefits of a business judgment approach is a financial interest in the transaction adverse to that of the corporation or its shareholders. (...) Such a financial interest most typically is a direct financial interest in the transaction. A special case arises when the claimed financial interest is not in the transaction itself, but is an interest in maintaining the present board in power” en in *Solash v. The Telex Corporation*⁵⁴: “(...) breach of loyalty cases inevitably involve conflicting economic or other interests, even if only in the somewhat diluted form present in every ‘entrenchment’ case. (...) Where there is no adverse financial or personal interest such as an alleged entrenchment

49 Vgl. o.a. *Packer v. Yampol* (Del. Ch. 1986): “An inequitable purpose can be inferred where the directors’ conduct has the effect of being unnecessary under the circumstances, of thwarting shareholder opposition, and of perpetuating management in office” en *Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.* (Del. Ch. 1967).

50 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

51 *Grimes v. Donald* (Del. 1996).

52 HR 14 september 1940 (*Maas/Amazone*).

53 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

54 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

HOOFDSTUK III

motivation or effect, that question unquestionably implicates not the directors' duty of loyalty, but the duty of care."⁵⁵ Ik heb slechts enkele uitzonderingen kunnen vinden.⁵⁶ Ook binnen het Nederlandse vennootschapsrecht lijkt de problematiek van de tegenstrijdige belangen doorgaans in de financiële en niet in de affectieve sleutel te worden geplaatst.

Het enkele feit dat een bestuurder ook aandeelhouder is leidt niet automatisch tot de conclusie dat de bestuurder een persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is aan dat van de vennootschap in de zin van *interestedness*. In dergelijke gevallen zal doorgaans juist aanleiding bestaan aan te nemen dat de bestuurder tevens heeft gehandeld in diens eigen – economische – belang als aandeelhouder en daarmee in het belang van de overige aandeelhouder(s).⁵⁷ Dit is vanzelfsprekend anders indien blijkt dat de bestuurder in die hoedanigheid heeft geprobeerd zijn eigen belang als aandeelhouder te behartigen ten koste van de overige aandeelhouder(s).⁵⁸ Ook wanneer diverse groepen aandeelhouders afwijkende belangen hebben leidt het aandeelhouderschap van een bestuurder op zichzelf niet tot de conclusie dat sprake is van *interestedness*.

Aardig is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Harbor Finance Partners v. Huizenga*⁵⁹: “In evaluating whether to accord business judgment rule protection to a decision of the General Motors board (...), I recently weighed whether the members of the General Motors board owned so much more of one class of GM's stock than the other as to render it improbable that they could evaluate the transaction impartially. *In re General Motors Class H Shareholders Litigation* (...). I engaged in the weighing analysis rather than assume that the necessity of decisionmaking in such circumstances renders it proper for the court to blind itself totally to the directors' economic motivations. Such an analysis was beneficial to the stockholders in that case because it recognized that a board's personal economic circumstances might make it impossible for them to act as an impartial broker between classes of the corporation's stockholders in a zero-sum transaction. Use of the weighing analysis in such cases encourages directors to avoid acting uni-

55 Vgl. o.a. *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.* (Del. Ch. 2005).

56 Vgl. o.a. *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007): “The lack of a financial benefit of course does not shield a director from questions as to his loyalty. Directors can benefit in other ways”; *Grace Brothers, Ltd. v. Uniholding Corp.* (Del. Ch. 2000) onder verwijzing naar *Chaffin v. GNI Group, Inc.* (Del. Ch. 1999): “Where a transaction benefited his son financially, the father was ‘interested’ in transaction [sic] for purposes of the business judgment rule”; *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999); “Close familial relationships between directors can create a reasonable doubt as to impartiality. (...) I acknowledge that a not insubstantial proportion of people have rather cool relationships with their in-laws. That would not seem to be the case with Hudson and Huizenga. Even if it were, many people swallow their actual views of their in-laws for the sake of their spouses (and for the self-interested reason of avoiding marital strife)”; en *Mizel v. Connelly* (Del. Ch. 1999).

57 Vgl. o.a. *In re Mobile Communications Corporation of America, Inc., Consolidated Litigation* (Del. 1992). Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Healthco International* (D. Mass. 1997); *Long v. Lampton* (Ark. 1996); en *Asarco, Inc. v. MRH Homes A Court* (D. N.J. 1985).

58 Vgl. o.a. *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

59 *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999).

laterally in situations where their disinterestedness might be reasonably questioned and to employ procedural protections such as class-specific votes or special committees to ensure fairness.”⁶⁰

Daarvoor is meer nodig.

Een bijzondere vorm van onoorbaar handelen door de bestuurder bestaat in dit verband uit het wegkapen voor eigen doeleinden van een aan de vennootschap toekomende ondernemingskans. Deze problematiek wordt geduid als de leer van de *corporate opportunities*, waarbij de centrale vraag luidt “whether or not the director has appropriated for himself something that in fairness should belong to his corporation.”⁶¹

Ook hier wordt doorgaans teruggegrepen naar de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Guth v. Loft*: “The rule, referred to briefly as the rule of corporate opportunity, is merely one of the manifestations of the general rule that demands of an officer or director the utmost good faith in his relation to the corporation which he represents. It is true that when a business opportunity comes to a corporate officer or director in his individual capacity rather than in his official capacity, and the opportunity is one which, because of the nature of the enterprise, is not essential to his corporation, and is one in which it has no interest or expectancy, the officer or director is entitled to treat the opportunity as his own, and the corporation has no interest in it, if, of course, the officer or director has not wrongfully embarked the corporation’s resources therein. (...) On the other hand, it is equally true that, if there is presented to a corporate officer or director a business opportunity which the corporation is financially able to undertake, is, from its nature, in the line of the corporation’s business and is of practical advantage to it, is one in which the corporation has an interest or a reasonable expectancy, and, by embracing the opportunity, the self-interest of the officer or director will be brought into conflict with that of his corporation, the law will not permit him to seize the opportunity for himself.”⁶²

Het gaat ook dan om “the diverse and often competing obligations faced by directors.”⁶³ Onder bepaalde voorwaarden is het de bestuurder toegestaan een aan de vennootschap toekomende ondernemingskans ‘over te nemen’. Dit is niet per definitie ontoelaatbaar. Geïnformeerde vrijgave door een neutrale en subjectief

60 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990); en *Freedman v. Restaurant Assoc. Industries, Inc.* (Del. Ch. 1987).

61 *Johnston v. Greene* (Del. 1956).

62 Vgl. buiten Delaware o.a. *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940): “(...) the thing determined by the court to be the subject of the trust was a thing of special and unique value to the cestui; for example, real estate, a proprietary formula valuable to the corporation’s business, patents indispensable or valuable to its business, a competing enterprise or one required for the growth and expansion of the corporation’s business or the like. To put it quite simply, the question to be determined is, have the directors profited at the expense of their corporation; have they gained because of disloyalty to its interests and welfare?”

63 *Broz v. Cellular Information Systems, Inc.* (Del. 1996).

HOOFDSTUK III

bona fide beslisser binnen de vennootschap van een dergelijke *corporate opportunity* creëert een veilige haven voor de bestuurder.

In *Telxon Corp. v. Meyerson*⁶⁴ wijst de *Supreme Court* van Delaware erop dat het voorleggen van de ondernemingskansen aan de *Chief Executive Officer* van de vennootschap onvoldoende is: “While presentation of a purported corporate opportunity to a board of directors, and the board’s refusal thereof, creates a safe harbor for an interested director, that safe harbor does not extend to an opportunity presented only to the corporation’s CEO. (...) Rejection of a corporate opportunity by the CEO is not a valid substitute for consideration by the full board of directors.”⁶⁵

Ik wijs erop dat de vraag of de bestuurder de ondernemingskansen aan de vennootschap heeft aangeboden niet altijd het doorslaggevende aspect vormt. Er zijn situaties denkbaar waarin de bestuurder de gesignaleerde ondernemingskansen niet aan de vennootschap heeft aangeboden, maar objectief bezien van een aan de vennootschap toekomende ondernemingskansen geen sprake is. Komt de bestuurder tot de slotsom dat een ondernemingskansen aan de vennootschap toebehoort, biedt hij deze aan de vennootschap aan en geeft deze de ondernemingskansen op adequate wijze vrij, dan verkeert de bestuurder in een veilige haven. Komt de bestuurder tot de slotsom dat een ondernemingskansen niet aan de vennootschap toebehoort en biedt hij deze daarom niet aan de vennootschap aan dan mag hij deze in beginsel zelf benutten, maar loopt hij wel het risico dat nadien in een procedure geoordeeld wordt dat de ondernemingskansen wel aan de vennootschap toebehoort en deze ten onrechte door de bestuurder is ‘overgenomen’. Hierbij loopt de bestuurder met name het gevaar de situatie verkeerd te taxeren, doordat zijn beoordelingsvermogen vertroebeld wordt door zijn eigen belang bij aanwending van de ondernemingskansen voor hemzelf.⁶⁶

64 *Telxon Corp. v. Meyerson* (Del. 2002).

65 Vgl. buiten Delaware o.a. *Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris* (Me. 1995) met een instructief overzicht van de wijzen waarop deze problematiek in de rechtspraak wordt benaderd: “At bottom, the corporate opportunity doctrine recognizes that a corporate fiduciary should not serve both corporate and personal interests at the same time.”

66 Vgl. o.a. *Broz v. Cellular Information Systems, Inc.* (Del. 1996) waarin de *Supreme Court* van Delaware vrij uitvoerig ingaat op dit leerstuk: “Of course, presenting the opportunity to the board creates a kind of ‘safe harbor’ for the director, which removes the specter of a *post hoc* judicial determination that the director or officer has improperly usurped a corporate opportunity. Thus, presentation avoids the possibility that an error in the fiduciary’s assessment of the situation will create future liability for breach of fiduciary duty. It is not the law of Delaware that presentation to the board is a necessary prerequisite to a finding that a corporate opportunity has not been usurped.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris* (Me. 1995) waarin juist wordt aangenomen dat de bestuurder de vennootschap te allen tijde op adequate en tijdige wijze dient te informeren over de ondernemingskansen. Zie in Engeland Gower/Davies (2003), 416 e.v.

11.b. *(In)dependence*

Dan het begrip *(in)dependence*, dat samenhangt met, maar moet worden onderscheiden van het begrip *(dis)interestedness*.

Een bestuurder wordt niet *independent* geacht wanneer zijn oordeel beïnvloed wordt door bijvoorbeeld persoonlijke niet ter zake doende voorkeuren⁶⁷, of wanneer hij zich in zijn gedragingen laat sturen door derden.⁶⁸ Het gaat er dan niet zozeer om of een bestuurder een persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is aan dat van de vennootschap, maar of een bestuurder “does not maintain discretion to independently approve a transaction” en welbeschouwd niet op objectieve en autonome wijze zijn koers heeft bepaald.⁶⁹

In de woorden van de *Supreme Court* van Delaware in *Aronson v. Lewis*: “The requirement of director independence inheres in the conception and rationale of the business judgment rule. The presumption of propriety that flows from an exercise of business judgment is based in part on this unyielding precept. Independence means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences. While directors may confer, debate, and resolve their differences through compromise, or by reasonable reliance upon the expertise of their colleagues and other qualified persons, the end result, nonetheless, must be that each director has brought his or her own informed business judgment to bear with specificity upon the corporate merits of the issues without regard for or succumbing to influences which convert an otherwise valid business decision into a faithless act.”⁷⁰

Ook daarbij dienen noodzakelijkerwijs alle omstandigheden van het geval in aanmerking te worden genomen door de rechter.

In de woorden van de *Court of Chancery* van Delaware in de uitspraken inzake *Orman v. Cullman*: “To establish that a *board* was interested or lacked independence, a plaintiff must allege facts as to the interest and lack of independence of the *individual members* of that board. (...) Whether a particular director is disinterested or independent is a recurring theme in Delaware’s corporate jurisprudence. We reach conclusions as to the sufficiency of allegations regarding interest and independence only after considering all the facts alleged

67 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004) en *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

68 Vgl. o.a. *Rales v. Blasband* (Del. 1993): “A director is not independent where he is dominated or otherwise controlled by or ‘beholden’ to an individual or entity interested in the conduct or transaction at issue or so under their influence that their discretion would be sterilized.”

69 *Benerofe v. Cha* (Del. Ch. 1996). Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006): “Put in plain terms, it is no safe harbor to claim that one was a paid stooge for a controlling stockholder” en *Seminaris v. Landa* (Del. Ch. 1995).

70 Vgl. o.a. *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004): “Director independence is a separate concept from director interestedness.” Onzuiver lijkt mij daarom o.a. *Orban v. Field* (Del. Ch. 1997): “A decision will fail to qualify for business judgment review only where the decision-maker lacks independence, which typically includes financial self-interest.”

HOOFDSTUK III

on a case-by-case basis” en *Friedman v. Beningson*⁷¹: “The requirement that directors exercise independent judgment (insofar as it is a distinct prerequisite to business judgment review from a requirement that directors exercise financially disinterested judgment), directs a court to an inquiry into all of the circumstances that are alleged to have inappropriately affected the exercise of board power. This inquiry may include the subject whether some or all of directors are ‘beholden’ to or under the control, domination or strong influence of a party with a material financial interest in the transaction under attack, which interest is adverse to that of the corporation.”

Eenzelfde invalshoek hanteert de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Beam v. Stewart*⁷²: “Independence is a fact-specific determination made in the context of a particular case. The Court must make that determination by answering the inquiries: independent from whom and independent for what purpose?”⁷³ Zoals de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*⁷⁴: “This contextual approach is a strength of our law, as even the best minds have yet to devise across-the-board definitions that capture all the circumstances in which the independence of directors might reasonably be questioned. By taking into account all circumstances, the Delaware approach undoubtedly results in some level of indeterminacy, but with the compensating benefit that independence determinations are tailored to the precise situation at issue.”

De enkele aanwezigheid van een controlerende (minderheids)aandeelhouder brengt nog niet het vermoeden mee dat een bestuurder ten aanzien van het voorliggende geval zijn onafhankelijkheid kwijt is.⁷⁵ Evenmin het gegeven dat de bestuurder op instigatie van de verondersteld controlerende persoon is voorgedragen of benoemd als bestuurder, een *personal-selection-of-directors allegation*.⁷⁶ Daarvoor is meer nodig, zoals een specifieke relatie waarin de bestuurder tot de medebestuurder(s) en/of aandeelhouder(s) staat en waaruit de (niet on)afhankelijke positie van de betreffende bestuurder in voldoende mate blijkt.⁷⁷

71 *Friedman v. Beningson* (Del. Ch. 1995).

72 *Beam v. Stewart* (Del. 2004).

73 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006) en *Litt v. Wycoff* (Del. Ch. 2003). Vgl. buiten Delaware o.a. *SEC v. Chenery Corp.* (U.S. 1943): “(...) to say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction into further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary?” Zie o.a. Veasey (2005), 1470.

74 *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

75 Vgl. o.a. *Benerofe v. Cha* (Del. Ch. 1996): “The fact that the corporation has one controlling shareholder does not, as a matter of law, establish that its directors are dominated or controlled by that shareholder” en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984): “(...) even proof of majority ownership of a company does not strip the directors of the presumption of independence and that their acts have been taken in good faith and in the best interests of the corporation.”

76 Vgl. o.a. *In re Ply Gem Industries, Inc.* (Del. Ch. 2001) en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

77 Vgl. o.a. *AIG Retirement Services, Inc. v. Barbizet* (Del. Ch. 2006): “Plaintiff (...) has pled sufficient facts to show that Ryan’s relationship with Francois Pinault was of a bias-producing nature, i.e., the relationship was one that gave the interested party leverage over the director”; *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005); *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002); en *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997): “It is the care, attention and sense of individual responsibility to the performance of one’s duties, not the method of election, that generally touches on independence.” Zie o.a. Strine (2002), 1379.

DE BESTUURLIJKE *FIDUCIARY DUTIES* IN DELAWARE

Het moet gaan om “a direction of corporate conduct in such a way as to comport with the wishes or interests of the corporation (or persons) doing the controlling” aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Aronson v. Lewis*: “The shorthand shibboleth of “dominated and controlled directors” is insufficient.”

Er kan ook sprake zijn van meer dan één – kort gezegd – controlerend persoon.

Ik wijs nog op wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Aronson v. Lewis*: “There must be coupled with the allegation of control such facts as would demonstrate that through personal or other relationships the directors are beholden to the controlling person” en op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware oordeelt in *Zimmerman v. Braddock*⁷⁸: “Evaluation of a board’s independence (...) requires a “contextual inquiry.” Not only must the Court consider the power and influence of the allegedly dominating person, but it also must assess the susceptibility of the directors to the exercise of that leverage. A large shareholder may be able to control the affairs of a corporation as a matter of voting power even without being able to exercise controlling influence over the company’s directors that would raise reasonable doubts about the directors’ ability to discharge their fiduciary duties loyally. Under these circumstances, a careful analysis of why the directors, on an individual basis, might need to carry favor with (or otherwise consider their obligations to) the majority shareholder is necessary. For example, the Court must consider what material benefits (or detriments) the majority shareholder can bestow (or impose) upon each of the directors, other than, as a general matter, the majority shareholder’s capacity to deny them their continuing status as directors. On the other hand, there are circumstances in which a shareholder with less than a majority of a company’s equity can effectively control and dominate a board. Something more than merely owing a sizeable (but less than a majority) block of the Company’s stock is necessary. This inquiry may involve, for example, the exercise of power by a dominant chief executive.”

De grens tussen *dependence* en *independence* valt in de praktijk niet altijd even scherp te trekken. De rechtspraak laat een boeiend en divers beeld zien.

Ik geef enkele voorbeelden uit de rechtspraak.

In *Zimmerman v. Braddock* overweegt de *Court of Chancery* van Delaware dat de omstandigheid dat een persoon die als *President and Chief Executive Officer* van de vennootschap fungeert direct rapporteert en verantwoording aflegt aan een medebestuurder en aandeelhouder, gegronde twijfel oplevert aan de geschiktheid van deze persoon om op een onafhankelijke wijze te oordelen over een *demand on the board* om een rechtszaak te beginnen tegen onder anderen deze medebestuurder en aandeelhouder, “his boss.”⁷⁹

In *Beam v. Stewart* overweegt de *Supreme Court* van Delaware dat een “variety of motivations, including friendship” van invloed kan zijn op de (on)afhankelijkheidstoets in de context van *demand excused*, maar dat een dergelijke relatie daadwerkelijk een negatieve

78 *Zimmerman v. Braddock* (Del. Ch. 2005).

79 Vgl. o.a. *Telxon Corp. v. Bogomolny* (Del. Ch. 2001).

HOOFDSTUK III

invloed moet hebben op de onafhankelijkheid van de betreffende bestuurder (i.e. een *bias-producing nature*).⁸⁰ Het enkele bestaan van een vriendschappelijke band tussen twee bestuurders (i.e. *a mere personal friendship of a mere outside business relationship*) tast de onafhankelijkheid van een bestuurder niet op fatale wijze aan.⁸¹ Zo brengt de enkele omstandigheid dat de betreffende *Chief Executive Officer* en de overige bestuurders zich in dezelfde sociale kringen bewegen, dezelfde bruiloften bezoeken, zakelijke relaties met elkaar hebben ontwikkeld voordat zij tot het bestuur zijn toegetreden en elkaar als vrienden beschouwen, niet mee dat reeds daardoor de onafhankelijkheid van één of meer bestuurders tegenover de ‘dominante’ *Chief Executive Officer* wordt gecompromiteerd. Ook niet wanneer daarbij de “94% voting power” van de *Chief Executive Officer* als aandeelhouder wordt meegewogen. Deze overweging hangt samen met de afwijzing door de *Supreme Court* van Delaware van het *structural bias* argument, inhoudende dat professionele en sociale verstandhoudingen tussen leden van een bestuur – waarvan in de regel sprake zal zijn – welhaast per definitie echt onafhankelijke besluitvorming beletten. Dat argument gaat er onder meer aan voorbij dat gedragingen van een bestuur ook beïnvloed worden door factoren als persoonlijke integriteit, verantwoordelijkheidsgevoel jegens de vennootschap, de waarde van een goede publieke reputatie en het risico van persoonlijke aansprakelijkheid, aldus de *Supreme Court* van Delaware.⁸² De sociale/zakelijke componenten dienen wel van een *bias producing nature* te zijn wil de rechter kunnen aannemen dat een bestuurder om die reden niet onafhankelijk is. Dit brengt mee dat lang niet iedere relatie, al dan niet van sociale en/of zakelijke aard, in dit verband relevant is.⁸³

Ik merk nog op dat volgens de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Beam v. Stewart* de vraag of bestuurders *independent* zijn tevens de vraag omvat of de bestuurders *disinterested* zijn in de *demand excused* context.⁸⁴ Een bestuurder met een noemenswaardig tegenstrijdig belang is in die visie kennelijk tevens (niet on)afhankelijk. De logica van die redenering schuilt erin dat de hamvraag telkens luidt of de bestuurder wel neutraal is en zich niet laat leiden door vennootschapsvreemde belangen. “A director will be considered unable to act objectively with respect to a presuit demand if he or she is interested in the outcome of the litigation or is otherwise not independent. A director’s interest may be shown by demonstrating a potential personal benefit or detriment to the director as a result of the decision. “In such circumstances, a director cannot be expected to exercise

80 Vgl. o.a. *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004).

81 Vgl. o.a. *Beam ex rel. Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Stewart* (Del. Ch. 2003) en *Cal. Pub. Employee’s Ret. Sys. v. Coulter* (Del. Ch. 2002).

82 Vgl. o.a. *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

83 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006): “Although not all allegations of past or present social or business relationships may be lumped in the category of allegations that provide no grist for the mill of demand-futility inquiry, the heightened strength of relationship required to find that a director’s “discretion would be sterilized” renders allegations concerning most ordinary relationships of limited value, at most”; *Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Cos., Inc.* (Del. Ch. 1999); en *Katz v. Halperin* (Del. Ch. 1996).

84 Deze zaak speelt tegen de achtergrond van de in *Rales v. Blasband* (Del. 1993) aangelegde maatstaf in het kader van de afgeleide actie, gelet op het feit dat de kwestie zich toespitte op het veronderstelde handelen met voorkennis door bestuurder Stewart en niet op een door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging. Zie hoofdstuk 2 – nummer 9.f.

his or her independent business judgment without being influenced by the (...) personal consequences resulting from the decision.” The primary basis upon which a director’s independence must be measured is whether the director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board, rather than extraneous considerations or influences. This broad statement of the law requires an analysis of whether the director is disinterested in the underlying transaction and, even if disinterested, whether the director is otherwise independent. More precisely in the context of the present case, the independence inquiry requires us to determine whether there is a reasonable doubt that any of these three directors is capable of objectively making a business decision to assert or not assert a corporate claim against Stewart.”⁸⁵ Dit heeft zijn charme, maar door een duidelijker onderscheid in *interestedness* en *dependence* wordt wel beter benadrukt dat het ontbreken van neutraliteit verschillende oorzaken kan hebben met een eigen karakter. Ik vind daarom het onderscheid in *interestedness* en *dependence* zo gek nog niet.

Ik wijs voorts op de instructieve kernoverweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* betreffende *director independence* en sociale aspecten. Een kernoverweging die moet worden gezien tegen de achtergrond van de beoordeling door de rechter van de gedragingen van de bestuurders die deel uitmaken van een *special litigation committee*: “Having framed the competing views of the parties, it is now time to decide. I begin with an important reminder: the SLC bears the burden of proving its independence. It must convince me. But of what? According to the SLC, its members are independent unless they are essentially subservient to the Trading Defendants – *i.e.*, they are under the ‘domination and control’ of the interested parties. If the SLC is correct and this is the central inquiry in the independence determination, they would win. Nothing in the record suggests to me that either Garcia-Molina or Grundfest are dominated and controlled by any of the Trading Defendants, by Oracle, or even by Stanford. *See, e.g., In re Walt Disney Co. Derivative Litig. (...)* (...) But, in my view, an emphasis on ‘domination and control’ would serve only to fetishize much-parroted language, at the cost of denuding the independence inquiry of its intellectual integrity. Take an easy example. Imagine if two brothers were on a corporate board, each successful in different businesses and not dependent in any way on the other’s beneficence in order to be wealthy. The brothers are brothers, they stay in touch and consider each other family, but each is opinionated and strong-willed. A derivative action is filed targeting a transaction involving one of the brothers. The other brother is put on a special litigation committee to investigate the case. If the test is domination and control, then one brother could investigate the other. Does any sensible person think that is our law? I do not think it is. And it should not be our law. Delaware law should not be based on a reductionist view of human nature that simplifies human motivations on the lines of the least sophisticated notions of the law and economics movement. *Homo sapiens* is not merely *homo economicus*. We may be thankful that an array of other motivations exist that influence human behavior; not all are any better than greed or avarice, think of envy, to name just one. But also think of motives like love, friendship, and collegiality, think of those among us who direct their behavior as best they can on

85 Vgl. o.a. *Telxon Corp. v. Meyerson* (Del. 2002): “Directors must not only be independent, but must act independently” en *Grimes v. Donald* (Del. 1996).

HOOFDSTUK III

a guiding creed or set of moral values. Nor should our law ignore the social nature of humans. To be direct, corporate directors are generally the sort of people deeply enmeshed in social institutions. Such institutions have norms, expectations that, explicitly and implicitly, influence and channel the behavior of those who participate in their operation. Some things are ‘just not done’, or only at a cost, which might not be so severe as a loss of position, but may involve a loss of standing in the institution. In being appropriately sensitive to this factor, our law also cannot assume – absent some proof of the point – that corporate directors are, as a general matter, persons of unusual social bravery, who operate heedless to the inhibitions that social norms generate for ordinary folk. For all these reasons, this court has previously held that the Delaware Supreme Court’s teachings on independence can be summarized thusly: At bottom, the question of independence turns on whether a director is, for any substantial reason, incapable of making a decision with only the best interests of the corporation in mind. That is, the Supreme Court cases ultimately focus on impartiality and objectivity. This formulation is wholly consistent with the teaching of *Aronson*, which defines independence as meaning that “a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences.” As noted by Chancellor Chandler recently, a director may be compromised if he is beholden to an interested person. Beholden in this sense does not mean just owing in the financial sense, it can also flow out of “personal or other relationships” to the interested party.”

Vice Chancellor Strine is duidelijk in deze overweging: niet alleen financieel-economische motieven, maar ook sociale aspecten dienen een rol te spelen bij beantwoording van de vraag of – afhankelijk van de feitelijke en procedurele context⁸⁶ – een bestuurder al dan niet als onafhankelijk kwalificeert.⁸⁷ *Homo sapiens* houdt meer in dan *homo economicus*. Een dergelijke uitkomst ligt voor de hand, maar opmerkelijk genoeg vaart de *Court of Chancery* van Delaware hierin door de jaren heen geen vaste koers.⁸⁸ Dit wordt overigens door *Vice Chancellor Strine* ook met zoveel woorden erkend: “I do not believe that the result I reach applies a new definition of independence; rather, it recognizes the importance (*i.e.*, the materiality) of other bias-creating factors other than fear that acting a certain way will invite economic retribution by the interested directors. (...) Without backtracking from these general propositions, it would be less than candid if I did not admit that Delaware courts have applied these general standards in a manner that has been less than wholly consistent. Different decisions take a different view about the bias-producing potential of family relationships, not all of which can be explained by mere degrees of consanguinity. Likewise, there is admittedly case law that gives little weight to ties of friendship in the independence inquiry. In this opinion, I will not venture to do what I believe to be impossible: attempt to rationalize all these cases in their specifics. Rather, I undertake what I understand to be my duty and what is possible: the application of the independence inquiry that our Supreme Court has articulated in a manner that is faithful to its essential spirit.”

86 Zoals de *demand excused* context en de *special litigation committee* context. Zie hoofdstuk 2 – nummers 9.f en 9.h.

87 Vgl. o.a. *In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005). Daarbij kunnen zowel in het verleden liggende als toekomstige ontwikkelingen een rol spelen. Vgl. o.a. *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002).

88 Vgl. de verwijzingen in *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003).

In *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation*⁸⁹ overweegt de *Court of Chancery* van Delaware dat een gift van een bestuurder (Wexner) aan een universiteit ten bedrage van US\$ 25 miljoen, hoewel niet aan de medebestuurder (Gee) die tevens de positie van *university president* bekleedt persoonlijk, de medebestuurder en diens succesvolle fondswervende inspanningen als *university president* in een gunstig daglicht zet. Voor dat geval, hoewel geen sprake kan zijn van een *bright line test*, concludeert de *Court of Chancery* van Delaware dat “a gift of that magnitude can reasonably be considered as instilling in Gee a sense of ‘owingness’ to Mr. Wexner” waardoor de onafhankelijkheid van de medebestuurder negatief wordt beïnvloed.⁹⁰ De noodzakelijke onbevangenheid ontbreekt, de bestuurder kan niet op soevereine wijze optreden.

Ik wijs er voor de goede orde op dat het leerstuk van *director independence* binnen het vennootschapsrecht van Delaware met name een rol lijkt te spelen wanneer tevens sprake is van *interestedness* van de controlerende partij. Wanneer de controlerende partij geen tegenstrijdig belang heeft dat van voldoende gewicht is om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten, vormt de (on)afhankelijkheid van bestuurders in de regel geen zelfstandig onderwerp van rechterlijke toetsing.⁹¹ Zo zal de eisende partij – doorgaans één of meer aandeelhouders – bijvoorbeeld feiten aannemelijk moeten maken waaruit blijkt dat een meerderheid van de bestuurders “were dominated or controlled by a materially interested director.”⁹²

11.c. Vaststelling van *interestedness* en/of *dependence*

Een vaststelling van *interestedness* en/of *dependence* vereist meer dan aantijgingen alleen. Aan een dergelijk oordeel dienen feiten ten grondslag gelegd te kunnen worden die concreet wijzen op bijvoorbeeld specifieke *financial benefits* voor of daadwerkelijke controle over een bepaalde bestuurder.⁹³ Ontoereikend is

89 *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002).

90 Vgl. o.a. *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002) en *Mizel v. Connelly* (Del. Ch. 1999).

91 Vgl. o.a. *Highland Legacy Limited v. Singer* (Del. Ch. 2006): “There must be some alleged nexus between the domination and the resulting personal benefit to the controlling party”; *AIG Retirement Services, Inc. v. Barbizet* (Del. Ch. 2006); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Bodkin v. Mercantile Stores Co.* (Del. Ch. 1996); *Heineman v. Datapoint Corp.* (Del. 1992): “We recognize that an allegation that directors are dominated and controlled, standing alone, does not meet the demand futility standard. (...) There must be some alleged nexus between the domination and the resulting personal benefit to the controlling party”; *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “To otherwise qualify for demand excusal under *Aronson’s* first prong, a derivative complaint must raise a reasonable doubt of director independence. This would require plaintiffs to allege with particularity that the GM directors were dominated or otherwise controlled by an individual or entity interested in the transaction. (...) Such allegations are not to be found within plaintiffs’ complaints. Thus, the plaintiffs cannot satisfy *Aronson’s* first prong for excusal based on lack of director independence”; en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

92 *Crescent/Much I Partners, L.P. v. Turner* (Del. Ch. 2000). Zie o.a. Veasey (2005), 1472-1473.

93 Vgl. o.a. *In re Paxson Communication Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2001) en *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* (Del. Ch. 1990).

HOOFDSTUK III

dan ook de niet onderbouwde stelling dat “a certain decision might lead to the potential of giving a director a longer tenure on the board of directors.”⁹⁴

Uit de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware valt verder af te leiden dat – afgezien van *entrenchment* gevallen – in het kader van een transactie/zakelijke beleidsafweging pas sprake is van een *disabling interest* in de zin van *interestedness* wanneer de bestuurder aan beide zijden van de transactie staat, of wanneer:

1. een bestuurder persoonlijk voordeel/profijt heeft;
2. bij de litigieuze transactie/zakelijke beleidsafweging;
3. welk voordeel/profijt niet ook de vennootschap ten deel valt;
4. en welk voordeel/profijt van dermate groot belang is voor de bestuurder dat redelijkerwijs kan worden betwijfeld of deze bestuurder nog in staat is in dit verband op objectieve wijze een oordeel te vellen over het belang van de vennootschap.⁹⁵

In de hiervoor weergegeven vierslag wordt uitgegaan van persoonlijk voordeel/profijt voor de bestuurder. Het kan ook gaan om persoonlijk nadeel. Ik wijs in dit verband op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Solomon v. Armstrong*: “Directors are deemed disinterested when they “neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally.” Subsequently, “[t]his definition was further refined (...) when our Supreme Court recognized that “directorial interest also exists where a corporate decision will have a materially detrimental impact on a director, but not on the corporation and the stockholders”” en in *Orman v. Cullman*: “(...) a disabling ‘interest’, as defined by Delaware common law, exists in two instances. The first is when (1) a director personally receives a benefit (or suffers a detriment), (2) as a result of, or from, the challenged transaction, (3) which is not generally shared with (or suffered by) the other shareholders of his corporation, and (4) that benefit (or detriment) is of such subjective material significance to that particular director that it is reasonable to question whether that director objectively considered the advisability of the challenged transaction to the corporation and its shareholders. The second instance is when a director stands on both sides of the challenged transaction.”

De onder sub 4 verwoorde eis dat het tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang voor de bestuurder van objectief gezien voldoende gewicht moet zijn om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap te kunnen aannemen, geldt niet voor de situatie waarin de bestuurder aan beide zijden van de transactie staat.⁹⁶ In dat geval wordt automatisch *interestedness* aangenomen.⁹⁷

94 *Washington Bancorp v. Said* (D. D.C. 1993). Vgl. o.a. *Rales v. Blasband* (Del. 1993).

95 Instructief is *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002).

96 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “In *Cede II*, this Court distinguished classic self-dealing from incidental director interest. To be disqualifying, the nature of the director interest must be substantial.”

→

Geheel logisch is dit niet. Met name in het geval de bestuurder indirect aan beide zijden van de transactie staat, bijvoorbeeld omdat hij aandeelhouder in de entiteit is waarmee de vennootschap de transactie aangaat, kan het tegenstrijdig belang voor de bestuurder – voor zover dit er is – welbeschouwd van onvoldoende gewicht zijn om redelijkerwijs aan te kunnen nemen dat zijn vermogen in het belang van de vennootschap te handelen daardoor wordt aangetast.

Een tegenstrijdig belang dat van voldoende gewicht is om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te kunnen achten, en dat dus aan de onder sub 4 verwoorde eis voldoet, noem ik een *substantieel tegenstrijdig belang*. Daaronder schaar ik gemakshalve ook de situatie waarin de bestuurder aan beide zijden van de transactie staat, waarvoor op zichzelf de onder sub 4 genoemde eis niet geldt. Van een substantieel tegenstrijdig belang is dus niet reeds sprake bij ieder voordeel dat de bestuurder ontvangt.⁹⁸ Het belangenconflict moet voldoende significant zijn voor de betreffende bestuurder. In de rechtspraak wordt in dit verband bijvoorbeeld overwogen dat het gesignaleerde tegenstrijdig belang niet slechts *de minimis* moet zijn.⁹⁹

Hier dienen de rechters in Delaware de zogeheten *actual person test* aan te leggen. Het gaat er niet om of de *reasonable director* in gelijke omstandigheden *interested* moet worden geacht, maar of er voldoende aanleiding bestaat aan te nemen dat de betreffende bestuurder *in casu* een tegenstrijdig belang heeft dat voor hem *material and debilitating* is.¹⁰⁰ Zo zal het voordeel/profijt dat de betrokken bestuurder exclusief ten deel valt moeten worden geplaatst tegen zijn per-

97 Vgl. o.a. *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002): “As for the fourth element, whenever a director stands on both sides of the challenged transaction he is deemed interested and allegations of materiality have not been required”; *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 1999); en *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “The Chancellor concluded that a plaintiff’s burden of proof of a director’s self-interest in an arm’s-length third-party transaction should be greater than in a classic self-dealing transaction where a director or directors stand on both sides of a transaction. (...) we affirm the materiality test’s first part as a restatement of established Delaware law (...)”

98 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1991): “(...) in some instances an arguable or an established personal financial benefit may, when viewed in context, be found to be immaterial in fact to the exercise of a judgment motivated entirely to achieve the best available result for the corporation.” Daarvan is geen sprake in o.a. *Ryan v. Tad’s Enterprises, Inc.* (Del. Ch. 1996).

99 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “(...) to be disqualifying, the nature of the director interest must be substantial, not merely incidental.”

100 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “(...) this standard requires the court to determine *not* how or whether a reasonable person in the same or similar circumstances (...) would be affected by a financial interest of the same sort as present in the case, but whether *this* director in fact was or would likely be affected”; *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002): “Materiality means that the alleged benefit was significant enough “in the context of the director’s economic circumstances, as to have made it improbable that the director could perform her fiduciary duties to the (...) shareholders without being influenced by her overriding personal interests””; en *McMullin v. Beran* (Del. 2000).

HOOFDSTUK III

soonlijke economische achtergrond bij beantwoording van de vraag of dat voordeel/profijt een substantieel tegenstrijdig belang oplevert.

Deze maatstaf is door de *Court of Chancery* van Delaware geformuleerd in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁰¹: “The rejected test for a material conflicting interest is objective (as lawyers use that term), referring not to the effect that a financial interest had or would have on the particular party, who may have eccentric characteristics, but to the effect that one would expect such an interest to have on a hypothetical ‘reasonable person’. (...) One possible alternative to this ‘reasonable person’ test would be an ‘actual person’ test of materiality, focusing on the effect the financial interest in fact had on the actual director in question. Under such a test of materiality the court would be required to determine *not* how or whether a reasonable person in the same or similar circumstances of exercising a corporate responsibility would be affected by a financial interest of the same sort as present in the case, but whether *this* director in fact was or would likely be affected. If the rejection of a reasonable person standard is to be confirmed, then I suppose that such a particularized (or subjective) test would be the most likely alternative. Logically, application of a particularized or subjective test rather than the more widely used reasonable person standard to the question of the materiality of director interest might lead to a different result than that reached under the objective test only if the individual director that is the subject of the analysis is shown by the evidence to have some special characteristic that makes him or her especially susceptible to or immune to opportunities for self-enrichment or if there is persuasive evidence that he or she in fact behaved differently in this instance than one would expect a reasonable person in the same or similar circumstances to act.”¹⁰²

Het voordeel van een dergelijke aanpak is een op maat gesneden analyse, waarin volledig rekening kan worden gehouden met de specifieke omstandigheden van het geval nu niet de hypothetische redelijke persoon centraal staat. Het evidente nadeel van een dergelijke aanpak is de moeilijkheid die inherent is aan het achterhalen en in aanmerking nemen van *personal eccentricities*. Een subjectieve toets met alle bijkomende bijzonderheden is weerbarstiger dan een puur objectieve toets en levert daardoor waarschijnlijk voor de rechter een lastiger te maken afweging op.¹⁰³ Daarop valt weer de nuance aan te brengen dat de rechter uiteindelijk tegen de persoonlijke achtergrond van de betreffende bestuurder tot op zekere hoogte toch een objectief oordeel zal moeten vellen over de mate waarin die bestuurder niet als een neutrale beslisser kan optreden.

Een soortgelijke *actual person test* wordt toegepast bij het vaststellen van de mate van (on)afhankelijkheid.

Illustratief in dat opzicht is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Orman v. Cullman*: “‘Independence’ does not involve a question of whether the

101 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

102 Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006); *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

103 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

challenged director derives a benefit *from the transaction* that is not generally shared with the other shareholders. Rather, it involves an inquiry into whether the director's decision resulted from that director being *controlled* by another. A director can be controlled by another if in fact he is *dominated* by that other party, whether through close personal or familial relationship or through force or will. A director can also be controlled by another if the challenged director is *beholden* to the allegedly controlling entity. A director may be considered beholden to (and thus controlled by) another when the allegedly controlling entity has the unilateral power (whether direct or indirect through control over other decision makers), to decide whether the challenged director continues to receive a benefit, financial or otherwise, upon which the challenged director is so dependent or is of such subjective material importance to him that the threatened loss of that benefit might create a reason to question whether the controlled director is able to consider the corporate merits of the challenged transaction objectively."¹⁰⁴

Hierbij vallen dezelfde kanttekeningen te plaatsen als bij het vaststellen van een substantieel tegenstrijdig belang.

12. De *duty of care*

Naast de *duty of loyalty* wordt binnen het vennootschapsrecht van Delaware ook de *duty of care* als een primaire fiduciaire plicht gezien die op het bestuur rust.

Zo benadrukt de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*¹⁰⁵ onder verwijzing naar de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Lutz v. Boas*¹⁰⁶: "Duty of care and duty of loyalty are the traditional hallmarks of a fiduciary who endeavors to act in the service of a corporation and its stockholders. (...) Each of these duties is of equal and independent significance."

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*¹⁰⁷ waarin het elementaire karakter van de bestuurlijke *duty of care* wordt benadrukt in de context van een overname van de vennootschap: "The ultimate responsibility for managing the business and affairs of a corporation falls on its board of directors. (...) In discharging this function the directors owe fiduciary duties of care and loyalty to the corporation and its shareholders. (...) These principles apply with equal force when a board approves a corporate merger (...) and of course they are the bedrock of our law regarding corporate takeover issues."¹⁰⁸

104 Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006); *Beam v. Stewart* (Del. 2004); *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003); en *McMullin v. Beran* (Del. 2000). Zie o.a. Veasey (1997), 405-406.

105 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

106 *Lutz v. Boas* (Del. Ch. 1961).

107 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986).

108 Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

HOOFDSTUK III

Ondanks de ronkende retoriek die uit deze overwegingen blijkt, is de *duty of care* lange tijd het ondergeschoven kindje geweest ten opzichte van de *duty of loyalty*.

Pas sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw, waarin door de toename van – vijandige – overnames en de daaruit voortvloeiende geschillen de rechter zich genoodzaakt zag de *duty of care* van nadere contouren te voorzien en waarin de rol van het bestuur in belang is toegenomen¹⁰⁹, vormt deze fiduciaire plicht daadwerkelijk een zelfstandig onderwerp van rechterlijke toetsing. Tot die tijd werden eventuele vraagtekens bij het bestuurlijk gedrag primair geplaatst bij de betrachte loyaliteit (inclusief de subjectieve *bona fides*).¹¹⁰ Deze ontwikkeling heeft meegebracht dat sluitende formuleringen van de *duty of care* in de rechtspraak ontbreken. Het is een complexe lappendeken van overwegingen die deze fiduciaire plicht van reliëf voorzien. Ik teken daarbij aan dat tot op heden slechts in een zeer beperkt aantal gevallen door de rechter is aangenomen dat het bestuur zijn *duty of care* heeft geschonden zonder dat loyaliteitsaspecten daarbij een rol spelen.¹¹¹

12.a. Toezicht op de gang van zaken binnen vennootschap en onderneming

Een eerste algemene aanwijzing omtrent inhoud en strekking van de *duty of care* is te vinden in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company*.¹¹²

Daarin wordt het bestuur door aandeelhouders verweten onvoldoende toezicht te hebben gehouden op de gang van zaken binnen de door de vennootschap gedreven onderneming, specifiek het bij herhaling toelaten van schending van mededingingswetgeving door lagere functionarissen resulterend in schade voor de vennootschap. De *Supreme Court* van Delaware stelt vast dat het bestuur in ieder geval geen wetenschap heeft gehad van deze gang van zaken. Tegen die achtergrond wordt als volgt overwogen: “From the Briggs case and others cited by plaintiffs (niet bestaande uit vennootschapsrechtelijke uitspraken uit Delaware, BFA) (...), it appears that directors of a corporation in managing the corporate affairs are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances. Their duties are those of control, and whether or not by neglect they have made themselves liable for failure to exercise proper control depends on the circumstances and facts of the particular case. The precise charge made against these

109 Vgl. o.a. *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “In the 1980s, much of what was most compelling and urgent in corporation law, was the judiciary’s articulation of the freedom that directors had to address hostile takeover bids” en *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996).

110 Zie o.a. Strine (2005), 883 e.v.; Allen/Jacobs/Strine (2002), 450-451; Johnson (2000), 639 e.v.; en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1290.

111 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “Cases holding directors liable for a breach of the duty of attention or care, uncomplicated by self-dealing or conflict of interest are rare. (...) One authority identifies only ten modern cases as finding actionable director negligence without a concurrent breach of loyalty or conflict of interest.”

112 *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* (Del. 1963).

director defendants is that, even if they had no knowledge of any suspicion of wrongdoing on the part of the company's employees, they still should have put into effect a system of watchfulness which would have brought such misconduct to their attention in ample time to have brought it to an end. However, the Briggs case expressly rejects such an idea. On the contrary, it appears that directors are entitled to rely on the honesty and integrity of their subordinates until something occurs to put them on suspicion that something is wrong. If such occurs and goes unheeded, then liability of the directors might well follow, but absent cause for suspicion there is no duty upon the directors to install and operate a corporate system of espionage to ferret out wrongdoing which they have no reason to suspect exists."

De *Supreme Court* van Delaware maakt vervolgens een tussenstap en overweegt dat, gelet op de omvang van de vennootschap en de taak daarbinnen van het bestuur, niet van het bestuur verwacht kan worden dat hij bekend is met de identiteit van iedere werknemer, maar alleen dat hij zich op adequate wijze kwijt van zijn taak controle te behouden over het algemene beleid. Daaraan heeft het bestuur *in casu* voldaan. Tegen deze achtergrond luidt de slotsom: "(...) the question of whether a corporate director has become liable for losses to the corporation through neglect of duty is determined by the circumstances. If he has recklessly reposed confidence in an obviously untrustworthy employee, has refused or neglected cavalierly to perform his duties as a director, or has ignored either willfully or through inattention obvious danger signs of employee wrongdoing, the law will cast the burden of liability upon him. This is not the case at bar, however, for as soon as it became evident that there were grounds for suspicion, the Board acted promptly to end it and prevent its recurrence. Plaintiffs say these steps should have been taken long before, even in absence of suspicion, but we think not, for we know of no rule of law which requires a corporate director to assume, with no justification whatsoever, that all corporate employees are incipient law violators who, but for a tight checkrein, will give free vent to their unlawful propensities."

Dit is voor zover mij bekend één van de zeer weinige uitspraken uit Delaware waarin een algemene overweging wordt gewijd aan de inhoud en strekking van de *duty of care*.¹¹³

Het gaat hier in zekere zin om een a-typisch geval. Niet zozeer een bewust verrichte handeling van het bestuur staat centraal, zoals het maken van een zakelijke beleidsafweging, als wel een onbewust nalaten. In de rechtspraak komen vooral gevallen voor waarin bewust bestuurlijk gedrag onderwerp van toetsing vormt. De overweging van de *Supreme Court* van Delaware dat bestuurders geacht moeten worden de mate van zorg te betrachten die overeenkomt met de zorg die een gemiddeld zorgvuldig en prudent persoon in soortgelijke omstandigheden zou betrachten lijkt niet specifiek toegesneden op situaties waarin sprake is van rechterlijke toetsing van een door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, althans niet als toetsingsnorm.

113 Vgl. vrij uitvoerig buiten Delaware o.a. *Francis v. United Jersey Bank* (N.J. 1981) en *Barnes v. Andrews* (S.D. N.Y. 1924). Zie o.a. Johnson (2000), 625: "The *Allis-Chalmers* dictum appears to be the chief basis for believing that the Delaware Supreme Court, in the 1960s, began to recognize a director duty of care."

HOOFDSTUK III

Zoals ik in het volgende hoofdstuk behandel divergeren in laatstgenoemde gevallen in beginsel de bestuurlijke gedragsnorm en de – voor het bestuur mildere – rechterlijke toetsingsnorm bij de *duty of care*.¹¹⁴ Dat lijkt bij de hierboven door de *Supreme Court* van Delaware gehanteerde formulering van de *duty of care* niet het geval te zijn, maar ik teken daarbij meteen aan dat verderop in de uitspraak het persoonlijke aansprakelijkheidsoordeel weer gekoppeld wordt aan onder meer (bewust) roekeloos gedrag in plaats van aan niet prudent gedrag, wat laakbaarder is dan enkel onzorgvuldig handelen.¹¹⁵ In latere rechtspraak heeft deze formule in ieder geval geen echte navolging gekregen maar veeleer kritiek ontvangen.

Ik wijs op de uitspraak inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, waarin de *Supreme Court* van Delaware – in een voetnoot – overweegt: “The reasonable person standard lacks precision. Although it may appear to protect only director actions that do not constitute simple negligence, in practice it protects all director action not constituting gross negligence. See *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* (...) (adopting ‘prudent man’ standard in duty of care context); but see *Aronson* (...) (adopting gross negligence standard in duty of care context); *Van Gorkom* (...) (adopting gross negligence standard in duty of care context). The *Graham* formulation is quite confusing and unhelpful. While the opinion seems to apply a ‘prudent man’ standard, (...) three paragraphs later it speaks of director liability in terms of reckless conduct. (...) Indeed, we have previously stated that *Graham* is not a business judgment case. See *Aronson* (...). We also have expressed the view that whatever the *Graham* standard may be, it has no applicability where there is a breach of the duty of loyalty. See *Mills* (...).”¹¹⁶

De verwijzing naar *Aronson v. Lewis*¹¹⁷ is hier van belang. Daarvan maakt deel uit de overweging van de *Supreme Court* van Delaware dat de *business judgment rule*¹¹⁸ alleen een functie heeft bij rechterlijke toetsing van bewust bestuurlijk gedrag: “However, it should be noted that the business judgment rule operates only in the context of director action. Technically speaking, it has no role where directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act. But it also follows that under applicable principles, a conscious decision to refrain from acting may nonetheless be a valid exercise of business judgment and enjoy the protections of the rule.”¹¹⁹ Zo overweegt de *Supreme Court* van Delaware in *Rosenblatt v. Getty Oil Company*¹²⁰ dat een “informed decision to delegate a task is as much an exercise of business judgment as any other.” In de woorden van de *Supreme Court* van Delaware in *Rales v. Blasband*¹²¹: “Where there is no conscious

114 Zie hoofdstuk 4 – nummers 19.b en 22.a.

115 Vgl. o.a. *Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.* (Del. Ch. 1986).

116 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del 1995) over *Barnes v. Andrews* (S.D. N.Y. 1924): “(...) it is not a business judgment rule case. *Barnes* is more analogous to oversight cases.”

117 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

118 Een werkmethode voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een gemaakte zakelijke beleidsafweging, die ik in hoofdstuk 4 – nummers 17-19 behandel.

119 Vgl. o.a. *Gimbel v. Signal Cos.* (Del. Ch. 1974).

120 *Rosenblatt v. Getty Oil Company* (Del. 1985).

121 *Rales v. Blasband* (Del. 1993).

decision by directors to act or refrain from acting, the business judgment rule has no application.”¹²²

Bewust bestuurlijk gedrag alleen is echter niet afdoende. Het moet gaan om een *zakelijke* (i.e. *business*) beleidsafweging (i.e. *judgment*) wat primair zal spelen in de context van het ondernemingsbeleid. Illustratief is de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Nixon v. Blackwell*¹²³: “In business judgment rule cases, (...) there has been a business decision.”¹²⁴ In dat verband en voor situaties waarin de *business judgment rule* geen rol speelt stelt de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* – eveneens in een voetnoot – onder verwijzing naar onder meer *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* vast: “Although questions of director liability in such cases have been adjudicated upon concepts of business judgment, they do not in actuality present issues of business judgment.” Wanneer het echter gaat om een situatie waarin ter discussie staat de wijze waarop het bestuur heeft besloten invulling te geven aan de beheersing en controle van de vennootschap en de door haar gedreven onderneming kan de *business judgment rule* wel degelijk een rol spelen. In dat geval heeft het bestuur immers een zakelijke beleidsafweging gemaakt.

De reden dat de formulering in *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* van de te betrachten bestuurlijke zorgvuldigheid niet veel navolging heeft gekregen¹²⁵ lijkt voor een belangrijk deel samen te hangen met het feit dat in de rechtspraak voornamelijk gevallen te vinden zijn waarin de rechter dient te oordelen over bewust bestuurlijk gedrag binnen de *business judgment rule*.¹²⁶

122 Vgl. buiten Delaware o.a. *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986).

123 *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993).

124 Vgl. o.a. *Grimes v. Donald* (Del. 1996): “If an independent and informed board, acting in good faith, determines that the services of a particular individual warrant large amounts of money, whether in the form of current salary or severance provisions, the board has made a business judgment. That judgment normally will receive the protection of the business judgment rule unless the facts show that such amounts, compared with the services to be received in exchange, constitute waste or could not otherwise be the product of a valid exercise of business judgment.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Lake Monticello Owners Association v. Lake* (Va. 1995): “As the name implies, a necessary predicate for the application of the business judgment rule is that the directors’ decision be that of a business judgment and not a decision (...) which construes and applies a statute and a corporate bylaw.” Zie in Australië *Section 180(3) Corporations Act*: “*Business judgment* means any decision to take or not to take action in respect of a matter relevant to the business operations of a corporation.”

125 Vgl. evenwel o.a. *In re Baxter International, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995) en *Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.* (Del. Ch. 1986).

126 Des te opmerkelijker is de verwijzing door de *Court of Chancery* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) (een *business judgment rule* zaak!), zonder enige verwijzing naar *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993), naar de in *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* (Del. 1963) geformuleerde standaard: “The fiduciary duty of due care requires that directors of a Delaware corporation “use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances”.”

HOOFDSTUK III

Een belangrijke uitzondering vormt *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*¹²⁷ waarin *Chancellor* Allen zich heeft uitgelaten over de bestuurlijke plicht toezicht te houden op de gang van zaken binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming, die in zijn optiek deel uitmaakt van de *duty of care*. De aan deze zaak ten grondslag liggende casus komt op hoofdlijnen overeen met die uit 1963.

De *Court of Chancery* van Delaware overweegt: “In 1963, the Delaware Supreme Court in *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, addressed the question of potential liability of board members for losses experienced by the corporation as a result of the corporation having violated the anti-trust laws of the United States. (...) The Court found that there were no grounds for suspicion in that case and, thus, concluded that the directors were blamelessly unaware of the conduct leading to the corporate liability. How does one generalize this holding today? Can it be said today that, absent some ground giving rise to suspicion of violation of law, that corporate directors have no duty to assure that a corporate information gathering and reporting system exists which represents a good faith attempt to provide senior management and the Board with information respecting material acts, events or conditions within the corporation, including compliance with applicable statutes and regulations? I certainly do not believe so. I doubt that such a broad generalization of the *Graham* holding would have been accepted by the Supreme Court in 1963. The case can be more narrowly interpreted as standing for the proposition that, absent grounds to suspect deception, neither corporate boards nor senior officers can be charged with wrongdoing simply for assuming the integrity of employees and the honesty of their dealings on the company’s behalf. (...) A broader interpretation of *Graham v. Allis-Chalmers* – that it means that a corporate board has no responsibility to assure that appropriate information and reporting systems are established by management – would not, in any event, be accepted by the Delaware Supreme Court in 1996, in my view.”

Vanuit deze invalshoek, gelet op de sturende taak die het bestuur conform *Section* 141(a) DGCL heeft te vervullen¹²⁸ en met inachtneming van het feit dat sprake is van toenemende regelgeving door de overheid waaraan vennootschappen dienen te voldoen, komt *Chancellor* Allen tot de volgende slotsom: “(...) it would, in my opinion, be a mistake to conclude that our Supreme Court’s statement in *Graham* concerning ‘espionage’ means that corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide to senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation’s compliance with law and its business performance. Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. And obviously too, no rationally designed information and reporting system will remove the possibility that the corporation will violate laws or regulations, or that senior officers or directors may never-

127 *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996).

128 Vgl. o.a. *Pogostin v. Rice* (Del. 1984). Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.e en hoofdstuk 4 – nummer 16.

theless sometimes be misled or otherwise fail reasonably to detect acts material to the corporation's compliance with the law. But it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility. Thus, I am of the view that a director's obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards."¹²⁹

Hoewel de *Court of Chancery* van Delaware niet ingaat op de formulering uit *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* aangaande de door het bestuur te betrachten zorgvuldigheid, vloeit uit *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* wel voort dat van de *duty of care* deel uitmaakt de plicht voor het bestuur te bewerkstelligen dat een in de ogen van het bestuur adequaat intra-vennootschappelijk informatie- en rapportagesysteem wordt opgezet.¹³⁰ Deze component van de *duty of care* wordt wel de *duty of oversight* genoemd.¹³¹

Het ligt voor de hand aan te nemen dat wanneer het bestuur – vervolgens – daadwerkelijk misstanden binnen de vennootschap/onderneming op het spoor komt, waaronder tevens kan vallen een uit disloyale overwegingen handelende bestuurder, het bestuur ook dient in te grijpen.

Dit kan onder omstandigheden meebrengen, gelet op onder meer de omvang van de vennootschap, dat het bestuur besluit niet een dergelijk systeem op te zetten omdat het bestuur zelf dicht genoeg op de gang van zaken zit. Dergelijke beleidsafwegingen vallen in beginsel binnen de reikwijdte van de *business judgment rule*.

-
- 129 Vgl. o.a. *Shaeff Profit Sharing Account v. Armstrong* (Del. Ch. 2006): "The general form of fiduciary duty claims is, by now, well known: shareholders usually bring suit against the corporate directors for having approved or acquiesced in an action that the plaintiff alleges is a violation of the directors' fiduciary duties of loyalty and due care. Most notably in *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litigation*, and then in other cases, however, this court has taken cognizance of allegations that the directors failed to act when they otherwise should have done so. (...) in a *Caremark* claim, there is no challenged transaction to test against the business judgment rule. (...) The most that the complaint alleges is that some hypothetical, especially zealous, board might have discovered and stopped the conduct complained of in this case. But Delaware law requires only diligence, not heroism. Boards are expected to erect mechanisms designed to bring misconduct to their attention, and to investigate in good faith when warnings appear." Vgl. buiten Delaware o.a. *Miller v. Schreyer* (N.Y. 1994). Zie o.a. Jacobs (2001), 252.
- 130 Vgl. naast *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996) o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) en *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003): "(...) the *Caremark* decision is rightly seen as a prod towards the greater exercise of care by directors in monitoring their corporation's compliance with legal standards (...)."
- 131 Vgl. o.a. *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006).

HOOFDSTUK III

Dit is anders wanneer een dergelijke beleidsafweging uitblijft, maar uit *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* lijkt te volgen dat ook in een dergelijke situatie niet snel van interne bestuurdersaansprakelijkheid sprake zou moeten zijn: “Generally where a claim of directorial liability for corporate loss is predicated upon ignorance of liability creating activities within the corporation, as in *Graham* or in this case, in my opinion only a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting systems exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability. Such a test of liability – lack of good faith as evidenced by sustained or systematic failure of a director to exercise reasonable oversight – is quite high. But, a demanding test of liability in the oversight context is probably beneficial to corporate shareholders as a class, as it is in the board decision context, since it makes board service by qualified people more likely, while continuing to act as a stimulus to good faith performance of duty by such directors.”¹³²

Deze uitspraak maakt duidelijk dat een aandeelhouder met een vordering gebaseerd op schending van de *duty of oversight* bepaald niet het sterkste wapen in handen heeft.¹³³

“The claim is that the directors allowed a situation to develop and continue which exposed the corporation to enormous legal liability and that in so doing they violated a duty to be active monitors of corporate performance. The complaint thus does not charge either director self-dealing or the more difficult loyalty-type problems arising from cases of suspect director motivation, such as entrenchment or sale of control contexts. The theory here advanced is possibly the most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff

132 In dergelijke gevallen is in de afgeleide actie context de in *Rales v. Blasband* (Del. 1993) geïntroduceerde maatstaf van toepassing. Zie o.a. Veasey (2005), 1437. Zie hoofdstuk 2 – nummer 9.f.

133 Vgl. o.a. *Teachers' Retirement System of Louisiana v. Aidinoff* (Del. Ch. 2006) over “the most difficult claim of all. (...) As this court has made clear in *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.* and *Guttman v. Huang*, that sort of conscious torpor in the face of duty is disloyal behavior, and the theoretical grounding for a claim of that nature is strong. But *Caremark* and *Guttman* also make clear that the burden of pleading and proving claims of that nature is rightly onerous, lest the business judgment rule's and § 102(b)(7)'s utility in encouraging risk-taking and board service be undermined”; *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006); en *Shaev Profit Sharing Account v. Armstrong* (Del. Ch. 2006): “Satisfying the plaintiff's burden in a *Caremark* case is a difficult task. (...) a plaintiff can allege that a board violated its fiduciary duty by utterly failing to exercise oversight of the corporation, such as by failing to assure the existence of reasonable information and reporting systems. Concretely, this latter allegation might take the form of facts that show the company entirely lacked an audit committee or other important supervisory structures, or that a formally constituted audit committee failed to meet. And in a closely related type of claim, a *Caremark* plaintiff can plead that ‘the directors were conscious of the fact that they were not doing their jobs’, and that they ignored ‘red flags’ indicating misconduct in defiance of their duties. (...) the one thing that is emphatically not a *Caremark* claim is the bald allegation that directors bear liability where a concededly well-constituted oversight mechanism, having received no specific indications of misconduct, failed to discover fraud.”

might hope to win a judgment.” Dit hangt mijns inziens samen met het feit dat in de visie van *Chancellor Allen* in deze context doorgaans interne bestuurdersaansprakelijkheid pas kan intreden wanneer het bestuur min of meer subjectief niet te goeder trouw is: ofwel ten aanzien van de beleidsafweging omtrent het al dan niet opzetten van een informatie- en rapportagesysteem, ofwel ten aanzien van het uitblijven daarvan, ofwel ten aanzien van misstanden die plaatsvinden binnen de vennootschap zelf.

Dat het vereiste van subjectieve kwade trouw geen wet van Meden en Perzen is zou overigens op goede gronden afgeleid kunnen worden uit dezelfde uitspraak: “In order to show that the Caremark directors breached their duty of care by failing adequately to control Caremark’s employees, plaintiffs would have to show either (1) that the directors knew or (2) should have known (cursief, BFA) that violations of law were occurring and, in either event, (3) that the directors took no steps in a good faith effort to prevent or remedy that situation, and (4) that such failure proximately resulted in the losses complained of (...).”

In de praktijk lijkt *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* evenwel zo te worden uitgelegd dat pas bij een *lack of good faith* interne bestuurdersaansprakelijkheid kan intreden.¹³⁴ Persoonlijke aansprakelijkheid wegens schending van de *duty of oversight*, die traditioneel onder de *duty of care* wordt geschaard, vereist daarmee dusdanig onzorgvuldig gedrag dat schending van de *duty of good faith* – en daarmee van de *duty of loyalty* – kan worden aangenomen.¹³⁵ Dat de nadruk dienaangaande op – het ontbreken van – de subjectieve *bona fides* ligt blijkt onder meer uit de volgende overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *Stone v. Ritter*¹³⁶: “Plaintiffs have not pled any facts showing that the board ever *was aware* that AmSouth’s internal controls were inadequate, that these inadequacies would result in illegal activity, and that the board chose to do nothing about problems it allegedly knew existed” en in *Guttman v. Huang*¹³⁷: “Although the *Caremark* decision is rightly seen as a prod towards the greater exercise of care by directors in monitoring their corporation’s compliance with legal standards, by its plain and intentional terms, the opinion articulates a standard for liability for failures of oversight that requires a showing that the directors breached their duty of loyalty by failing to attend to their duties in good faith. Put otherwise, the decision premises liability on a showing that the directors

134 Vgl. o.a. *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003); en *Beam ex rel. Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Stewart* (Del. Ch. 2003). Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Abbott Laboratories Derivative Shareholders Litigation* (7th Cir. 2003) en *McCall v. Scott* (6th Cir. 2001).

135 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 457: “Arguably, there is even more divergence where the aspect of due care being reviewed is the director’s duty to monitor. In that context it has been held that corporate directors will not be held liable unless their dereliction of duty is in bad faith. *In re Caremark Ins. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959, 967-68 (Del. Ch. 1996). ‘Bad faith’ is an element of the duty of loyalty, not the duty of care, which suggests that ‘duty to monitor’ cases may be remediable only if the board’s conduct violates the duty of loyalty, as distinguished from the duty of care. The *Caremark* standard can be viewed as consistent with the traditional approach in due care cases decided before *Van Gorkom*.” Zie nummer 12 hiervoor en nummer 13.b hierna.

136 *Stone v. Ritter* (Del. Ch. 2006).

137 *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003).

HOOFDSTUK III

were conscious of the fact they were not doing their jobs.”¹³⁸ De – kolossale – omvang van de schade alleen zegt op zichzelf niet zoveel.¹³⁹

Daarbij komt dat nog niet is uitgekristalliseerd wat de *duty of oversight* precies inhoudt.¹⁴⁰ Deze lijkt in ieder geval niet algemeen mee te brengen dat bestuurders toezicht dienen te houden op elkaars handel en wandel in privé.¹⁴¹

Wel is recent de door *Chancellor Allen* in *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* uitgezette lijn expliciet onderschreven door de *Supreme Court* van Delaware.

In *Stone v. Ritter*¹⁴² overweegt *Justice* Holland als volgt, onder verwijzing naar zowel *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* als *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*: “As evidenced by the language quoted above, the *Caremark* standard for so-called ‘oversight’ liability draws heavily upon the concept of director failure to act in good faith. That is consistent with the definition(s) of bad faith recently approved by this Court in its recent *Disney* decision, where we held that a failure to act in good faith requires conduct that is qualitatively different from, and more culpable than, the conduct giving rise to a violation of the fiduciary duty of care (*i.e.*, gross negligence). In *Disney*, we identified the following examples of conduct that would establish a failure to act in good faith: “A failure to act in good faith may be shown, for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties. There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient.” The third of these examples describes, and is fully consistent with, the lack of good faith conduct that the *Caremark* court held was a “necessary condition” for director oversight liability, *i.e.*, “a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists (...)” Indeed, our opinion in *Disney* cited *Caremark* with approval for that proposition. Accordingly, the Court of Chancery applied the correct standard in assessing whether demand was excused in this case where failure to exercise

138 Vgl. o.a. *Saito v. McCall* (Del. Ch. 2004).

139 Vgl. o.a. *Shaev Profit Sharing Account v. Armstrong* (Del. Ch. 2006): “(...) a director could be found liable for remaining ignorant of a large fraud occurring in plain sight, even if the director is able to show that the company had established a full set of supervisory controls. (...) Absent any facts to show that a board’s ignorance can only be explained by a breach of fiduciary duty, such as allegations as to the centrality of the fraudulent relationships to the corporation’s business, the size of any financial loss is not a sufficient basis on which to rest liability.”

140 Vgl. o.a. *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006): “The duty of oversight implicates both the duty of care and the duty of loyalty” en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2004): “(...) the contours of the so-called ‘duty to monitor’ are unclear (...)”

141 Vgl. o.a. *Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden* (Del. Ch. 2006).

142 *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

oversight was the basis or theory of the plaintiffs' claim for relief. It is important, in this context, to clarify a doctrinal issue that is critical to understanding fiduciary liability under *Caremark* as we construe that case. The phraseology used in *Caremark* and that we employ here – describing the lack of good faith as a “necessary condition to liability” – is deliberate. The purpose of that formulation is to communicate that a failure to act in good faith is not conduct that results, *ipso facto*, in the direct imposition of fiduciary liability. The failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith “is a subsidiary element[,]” *i.e.*, a condition, “of the fundamental duty of loyalty.” It follows that because a showing of bad faith conduct, in the sense described in *Disney* and *Caremark*, is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty. (...) We hold that *Caremark* articulates the necessary conditions predicate for director oversight liability: (a) the directors utterly failed to implement any reporting or information system or controls; *or* (b) having implemented such a system or controls, consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention. In either case, imposition of liability requires a showing that the directors knew that they were not discharging their fiduciary obligations. Where directors fail to act in the face of a known duty to act, thereby demonstrating a conscious disregard for their responsibilities, they breach their duty of loyalty by failing to discharge that fiduciary obligation in good faith. (...) Although there ultimately may have been failures by employees to report deficiencies to the Board, there is no basis for an oversight claim seeking to hold the directors personally liable for such failures by the employees. With the benefit of hindsight, the plaintiffs' complaint seeks to equate a bad outcome with bad faith. The lacuna in the plaintiffs' argument is a failure to recognize that the directors' good faith exercise of oversight responsibility may not invariably prevent employees from violating criminal laws, or from causing the corporation to incur significant financial liability, or both, as occurred in *Graham*, *Caremark* and this very case. In the absence of red flags, good faith in the context of oversight must be measured by the directors' actions “to assure a reasonable information and reporting system exists” and not by second-guessing after the occurrence of employee conduct that results in an unintended adverse outcome. Accordingly, we hold that the Court of Chancery properly applied *Caremark* and dismissed the plaintiffs' derivative complaint for failure to excuse demand by alleging particularized facts that created reason to doubt whether the directors had acted in good faith in exercising their oversight responsibilities.”¹⁴³

143 Hiermee lijkt *Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.* (Del. Ch. 1986) inmiddels definitief achterhaald. Daarin wordt door *Vice Chancellor Berger* – inmiddels *Justice* in de *Supreme Court* van Delaware – geoordeeld dat in gevallen van *director neglect* enkele nalatigheid volstaat om tot interne bestuurdersaansprakelijkheid te kunnen concluderen. Van *gross negligence* – laat staan *lack of good faith* – hoeft volgens haar geen sprake te zijn. Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) no Delaware decision (until this one) has cited *Rabkin*, decided roughly eighteen years ago, and it would appear that *Seminaris*, *In re Baxter Int'l* and *In re Caremark Int'l Inc.* (...) have since eclipsed *Rabkin* by implicitly accepting that gross negligence is the appropriate standard even in cases of alleged director inaction and lack of oversight” met o.a. *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003) over “indifference (...) so extreme as to constitute subjective bad faith” en *Seminaris v. Landa* (Del. Ch. 1995) over ‘slechts’ *gross negligence*.

HOOFDSTUK III

Daarin wordt het ontbreken van subjectieve *bona fides* als het springende punt naar persoonlijke aansprakelijkheid in deze context benadrukt. Hier vindt in zekere zin een samenloop van de *duty of care* – als de bestuurlijke gedragsnorm – en de *duty of good faith* – als de rechterlijke toetsingsnorm (meer specifiek: de persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf) – plaats. Daarbij komt het er in de kern op neer dat de bestuurders, in het licht van alle omstandigheden van het geval, geacht moeten kunnen worden daadwerkelijk te hebben beseft dat zij hun taak in dit verband niet naar behoren vervulden.

In de literatuur wordt uit deze uitspraak wel afgeleid dat de *duty of oversight* volgens de *Supreme Court* van Delaware kennelijk wortelt in de *duty of loyalty* en niet in de *duty of care*, waarbij vraagtekens worden gezet. Mogelijk beperkt *Justice Holland* zich in *Stone v. Ritter* tot de maatstaf voor persoonlijke aansprakelijkheid en dient die (toetsings)norm, te onderscheiden van de gedragsnorm waaronder de *duty of oversight* valt, in de sleutel van de *duty of loyalty* te worden geplaatst. Glashelder is dat niet, omdat *Justice Holland* de *duty of care* niet in de analyse betreft en zich concentreert op de maatstaf voor persoonlijke aansprakelijkheid.¹⁴⁴ Ik rubriceer de *duty of oversight* daarom nog onder de *duty of care*, zoals vóór deze uitspraak gebruikelijk was.

De rechtsfiguur *business judgment rule* speelt in de analyse van de *Supreme Court* van Delaware geen – kenbare – rol.

12.b. De voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging

Een tweede uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware waarin een algemene overweging is gewijd aan inhoud en strekking van de *duty of care* is *Aronson v. Lewis*.

Aronson v. Lewis is geen *duty of oversight* zaak, maar een afgeleide actie waarin de *business judgment rule* een centrale rol speelt. De *Supreme Court* van Delaware overweegt dat het bestuur alvorens de zakelijke beleidsafweging te maken zich dient te voorzien van alle materiële informatie die redelijkerwijs voorhanden is en dat het bestuur zich vervolgens op toereikend zorgvuldige wijze dient te gedragen bij de uitoefening van de bestuurstaak.

“(...) directors have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties.”

Bij deze signalering blijft het. De tweede component impliceert een bredere invulling van de *duty of care* dan de beleidsvoorbereidende aspecten alleen, maar dit wordt uit *Aronson v. Lewis* zelf niet duidelijk en is nadien nauwelijks uitgewerkt in de rechtspraak. De nadruk blijft telkens liggen op de plicht op een geïn-

144 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006).

formeerde grondslag en een doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging te maken.

Dit is niet alleen in Delaware het geval maar ook daarbuiten, zoals onder meer blijkt uit de uitspraak van het *Second Circuit* Hof inzake *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.*¹⁴⁵: “The law is settled that, particularly where directors make decisions likely to affect shareholder welfare, the duty of due care requires that a director’s decision be made on the basis of ‘reasonable diligence’ in gathering and considering material information. In short, a director’s decision must be an informed one. (...) Directors may be liable to shareholders for failing reasonably to obtain material information or to make a reasonable inquiry into material matters. (...) The proper exercise of due care by a director in informing himself of material information and in overseeing the outside advice on which he might appropriately rely is, of necessity, a pre-condition to performing his ultimate duty of acting in good faith to protect the best interests of the corporation. (...) Although the SCM independent directors have not been shown to have acted out of self-interest or to have been fraudulent or self-dealing in breach of their duty of loyalty, they do not appear to have pursued adequately their obligation to ensure the shareholders’ fundamental right to make the “decisions affecting [the] corporation’s ultimate destiny,” (...) as required by their duty of care.”

Zo overweegt de *Supreme Court* van Delaware een jaar na *Aronson v. Lewis* in de geruchtmakende uitspraak inzake *Smith v. Van Gorkom*¹⁴⁶, na eerst de kernoverweging uit *Aronson v. Lewis* te hebben onderschreven¹⁴⁷, dat het er niet om gaat dat het bestuur zich op de hoogte stelt van alle voorhanden informatie maar de kernaspecten daarvan. De hamvraag luidt kort gezegd of het bestuur door de bank genomen weet wat hij doet.

“We do not suggest that a board must read *in haec verba* every contract or legal document which it approves, but if it is to successfully absolve itself from charges of the type made here (schending van de *duty of care*, BFA), there must be some credible contemporary evidence demonstrating that the directors knew what they were doing, and ensured that their purported action was given effect. That is the consistent failure which cast this Board upon its unredeemable course.”

In *Smith v. Van Gorkom* verwijst de *Supreme Court* van Delaware bij de toetsing aan de *duty of care* naar de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Mitchell v. Highland-Western Glass Company*¹⁴⁸, specifiek naar de overweging uit die uitspraak dat bestuurders niet dermate ongeïnformeerd mogen handelen dat sprake is van een “unintelli-

145 *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986).

146 *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985).

147 “(...) the party attacking a board decision as uninformed must rebut the presumption that its business judgment was an informed one. (...) The determination of whether a business judgment is an informed one turns on whether the directors have informed themselves “prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them”.”

148 *Mitchell v. Highland-Western Glass Co.* (Del. Ch. 1933).

HOOFDSTUK III

gent and unadvised judgment”: “The second consideration above referred to is, that the officers and directors made no such examination of the purchaser’s affairs and assets as enabled them to judge of the value of the purchaser’s stock which was to compose the consideration, and that therefore the stockholders have not had the benefit of the informed judgment of the directors that the terms of the sale are deemed by them to be “expedient and for the best interests of the corporation,” as the statute in *Section 64(A)* contemplates. (...) I can find no justification in the evidence for concluding that the defendant’s directors acted so far without information that they can be said to have passed an unintelligent and unadvised judgment.” De verwijzing van de *Supreme Court* van Delaware naar de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Kaplan v. Centex Corp.*¹⁴⁹ is ook interessant. In dit verband kan tevens gewezen worden op de overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.*¹⁵⁰ dat “while the meeting was short for a transaction of this size, there was an overall view of the situation, generally within the confines of the material the company already had available.”

Uiteindelijk concludeert de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom* dat de plicht zichzelf van voldoende informatie te voorzien alvorens de zakelijke beleidsafweging te maken valt binnen de reikwijdte van de *duty of care*.

“Under the business judgment rule there is no protection for directors who have made “an unintelligent or unadvised judgment.” (...) A director’s duty to inform himself in preparation for a decision derives from the fiduciary capacity in which he serves the corporation and its stockholders. (...) Since a director is vested with the responsibility for the management of the affairs of the corporation, he must execute that duty with the recognition that he acts on behalf of others. Such obligation does not tolerate faithlessness or self-dealing. But fulfillment of the fiduciary function requires more than the mere absence of bad faith or fraud. Representation of the financial interests of others imposes on a director an affirmative duty to protect those interests and to proceed with a critical eye in assessing information of the type and under the circumstances present here. (...) Thus, a director’s duty to exercise an informed business judgment is in the nature of a duty of care, as distinguished from a duty of loyalty.”¹⁵¹

Hiermee heeft de *Supreme Court* van Delaware objectieve rechterlijke toetsing aan de door het bestuur betrachtte zorgvuldigheid bij de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging tot op zekere hoogte tanden gegeven, hoewel gelet op onder meer de resulterende persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurders bepaald niet op onomstreden wijze.¹⁵² Het in *Smith v. Van Gorkom* gehanteerde

149 *Kaplan v. Centex Corp.* (Del. Ch. 1971): “Application of the rule of necessity depends upon a showing that informed directors did in fact make a business judgment authorizing the transaction under review.”

150 *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974).

151 Vgl. o.a. *Beard v. Elster* (Del. 1960).

152 Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.b.

uitgangspunt voor de *duty of care* ligt in het verlengde van oudere vennootschapsrechtelijke jurisprudentie en wordt tot op heden onderschreven in de rechtspraak.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *McMullin v. Beran*¹⁵³: “A director’s duty to exercise an informed business judgment implicates the duty of care.”¹⁵⁴

Smith v. Van Gorkom geldt in de praktijk nog steeds als ijkpunt voor toetsing aan de *duty of care* waar het gaat om de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Dit blijkt onder meer uit wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*¹⁵⁵ en in *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*¹⁵⁶, waarin gesproken wordt over respectievelijk “the Delaware Supreme Court’s landmark decision in *Van Gorkom*” en een “*Van Gorkom* claim.”¹⁵⁷

Het is typerend dat de eisende partij – doorgaans één of meer aandeelhouders – in veel gevallen probeert de onderliggende casus in te passen in het aan *Smith v. Van Gorkom* ten grondslag liggende feitencomplex.¹⁵⁸

Vermeldenswaardig zijn in dit verband ook de overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*.¹⁵⁹ Volgens *Chancellor Allen* ziet het *duty of care* vraagstuk op “an objective review of the process by which it (het bestuur, BFA) reached the decision under review.” Dit brengt niet alleen mee dat het bestuur voldoende geïnformeerd de zakelijke beleidsafweging dient te maken, maar dat het bestuur dit ook op een voldoende doordachte wijze dient te doen.¹⁶⁰

153 *McMullin v. Beran* (Del. 2000).

154 Vgl. o.a. *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985) daterend van kort vóór *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985): “The judgment of the directors must be an ‘informed’ one, with the inquiry directed to the material or advice the board had available to it and whether it had sufficient opportunity to acquire knowledge concerning the problem before acting.”

155 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

156 *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004).

157 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “Applying *Van Gorkom* to the trial court’s presumed findings (...), we find the defendant directors, as a board, to have breached their duty of care by reaching an uninformed decision (...)” en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. 1985).

158 Vgl. o.a. *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* (Del. Ch. 1990) en *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp.* (Del. 1989). Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 241-242.

159 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

160 Vgl. o.a. *McMullin v. Beran* (Del. 2000): “The (...) Directors were obliged to make an informed, deliberate judgment, in good faith (...)” en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985): “(...) a director has a duty (...) along with his fellow directors, to act in an informed and deliberate manner (...)”

HOOFDSTUK III

Ten aanzien van de eerste factor wijs ik op de volgende overweging: “In *Aronson*, where our Supreme Court reviewed and rationalized the Delaware law on this subject, it said: (...) to invoke the [business judgment] rule’s protections directors have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed they must then act with requisite care in the discharge of their duties. (...) The obligation then is in the first instance to be informed of “all material information reasonably available.” (...) I conclude that the Committee had at the time it made its decision “all material information reasonably available” to it.” De primaire plicht van het bestuur in het kader van de *duty of care* bestaat er dan uit zichzelf tijdig te voorzien van alle materiële informatie die redelijkerwijs voorhanden is.¹⁶¹ Vervolgens komt aan bod de zinsnede “then act with requisite care in the discharge of their duties.” In dat verband wijs ik op de volgende overweging: “(...) there is, in my opinion, no sufficient evidence that it then failed “to act with requisite care” thereafter in reaching the particular decision to prefer the KKR proposal. It is the case that that decision was made under extreme time pressure. But where an arm’s-length negotiating adversary imposes time limits, a board is forced to contend with that circumstance. If it exercises informed judgment in the circumstances, considers the risks posed by the deadline imposed, and concludes that it is prudent to act and acts with care, it has satisfied its duty.”

De *Court of Chancery* van Delaware lijkt hier onder het tweede deel van de in *Aronson v. Lewis* geïntroduceerde formule met name te verstaan de mate waarin het eenmaal geïnformeerde bestuur zich heeft bezonnen op de uit te zetten koers, oftewel de vraag of het eenmaal geïnformeerde bestuur ook op een voldoende doordachte/gemotiveerde wijze de zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt.¹⁶² Deze zienswijze lijkt kort daarop met zoveel woorden te worden bevestigd door de *Supreme Court* van Delaware in *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corporation*¹⁶³ waarin expliciet wordt aangehaakt bij *Smith v. Van Gorkom*.

“Plaintiff’s second argument against the business judgment rule’s application to this case is lack of due care; that is, that Fairchild’s Board (...) failed to act in an informed manner as required under *Smith v. Van Gorkom* (...). (...) In our case law since *Van Gorkom*, our due care examination has focused on a board’s decision-making process. We look for evidence as to whether a board has acted in a deliberate and knowledgeable way in identifying and exploring alternatives. Within the context of this analysis, we are, of course, ever mindful of the realities of corporate directorship. We recognize that management is often the cata-

161 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *McMullin v. Beran* (Del. 2000); en *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

162 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003) over “making material decisions without adequate information and without adequate deliberation” en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985) over “the benefit of deliberation and study, an essential element for invocation of the business judgment rule.”

163 *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp.* (Del. 1989).

lyst in the decision-making process. We further recognize that a board will receive substantial information from third-party sources.”¹⁶⁴

Instructief is de expliciete toevoeging – die in *Smith v. Van Gorkom* meer impliciet aan de orde kwam – dat tijdsdruk een belangrijke rol speelt binnen de *duty of care*. Een realiteit waarvan het ondernemende bestuur zich terdege bewust dient te zijn. Er zal door het bestuur tot op zekere hoogte op een geïnformeerde wijze gewikt en gewogen moeten worden alvorens de zakelijke beleidsafweging wordt gemaakt.

“The imposition of artificial time limits on the decision-making process of a board of directors may compromise the integrity of that deliberative process. See *Van Gorkom*. However, whether the constraints are self-imposed or attributable to bargaining tactics of an adversary seeking a final resolution to a belabored process must be considered. Boards that have failed to exercise due care are frequently boards that have been rushed. We conclude that the time constraints placed on the Fairchild board were not of the board’s making and did not compromise its deliberative process under *Fan Gorkom* [sic].”¹⁶⁵

Een – arbitraire – vaststaande minimumduur wordt in dit verband niet gehanteerd.

Illustratief is de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins*¹⁶⁶: “Counsel for the Plaintiff (...) discussed what would be a reasonable length of time for board discussion before approving, in that case, the 1997 Loan Program, or what would be an *unreasonable* length of time for the Board to consider such decisions. Counsel took the following position: “Now we’re not saying if it was 20 minutes, it would have been okay or if it was 5 minutes, it wouldn’t have been okay. Perhaps 5 or 10 minutes would have been sufficient if there had been some other involvement or discussion

164 Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005): “The duty of care includes a duty that directors inform themselves, before making a business decision, of all material information reasonably available to them. The duty also includes a requirement that directors reasonably inform themselves of alternatives”; *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004); en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985): “Without disagreeing with the principle that a business decision by an originally uninformed board of directors may, under appropriate circumstances, be timely cured so as to become informed and deliberate (...).”

165 Vgl. o.a. *McMullin v. Beran* (Del. 2000): “The imposition of time constraints on a board’s decisionmaking process may compromise the integrity of its deliberative process. History has demonstrated boards “that have failed to exercise due care are frequently boards that have been rushed”. Er bestaat een verschil tussen ondoordacht handelen en onvoldoende doordacht handelen, getuige o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007): “There is an important distinction between an allegation of non-deliberation and one of inadequate deliberation. It is easy to conclude that a director who fails to consider an issue at all has violated at the very least a duty of due care. In alleging inadequate deliberation, however, a successful complaint will need to make detailed allegations with regard to the process by which a committee conducted its deliberations (...).” en *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004).

166 *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK III

with the expert other than that very brief meeting.” The type of inquiry counsel may be suggesting is not particularly helpful in evaluating a fiduciary claim. As long as the Board engaged in action that can lead the Court to conclude it did not act in knowing and deliberate indifference to its fiduciary duties, the inquiry of this nature ends. The Court does not look at the *reasonableness* of a Board’s actions in this context, as long as the Board exercised *some* business judgment.”

Of het bestuur op een voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze heeft gehandeld is per definitie afhankelijk van de omstandigheden van het geval.¹⁶⁷

In *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* herinterpreteert de *Supreme Court* van Delaware voornoemde overweging uit *Aronson v. Lewis* en lijkt daarbij – mede onder verwijzing naar *Smith v. Van Gorkom* – wederom tot de conclusie te komen dat de *duty of care* in de context van de *business judgment rule* primair ziet op de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging, maar stelt dan de *duty of care* gelijk met de engere plicht van het bestuur zichzelf van voldoende informatie te voorzien en verwijst vervolgens weer naar een bredere invulling van de *duty of care* door te benadrukken dat het bestuur in de context van een overname van de vennootschap ook de plicht heeft een actieve en directe rol te vervullen.

“The judicial presumption accorded to director and board action which underlies the business judgment rule is “of paramount significance in the context of a derivative action.” (...) the presumption may only be invoked by (...) directors who have both adequately informed themselves before voting on the business transaction at hand and acted with the requisite care. There we also stated that, for the rule to apply and attach to a particular transaction, directors “have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties.” (...) The duty of the directors of a company to act on an informed basis, as that term has been defined by this Court numerous times, forms the duty of care element of the business judgment rule. (...) In decisional law of this Court applying the rule, preceding as well as following *Van Gorkom*, this Court has consistently given equal weight to the rule’s requirements of duty of care and duty of loyalty. (...) In those decisions we have defined a board’s duty of care in a variety of settings. For example, we have stated that a director’s duty of care requires a director to take an active and direct role in the context of a sale of a company from beginning to end. (...) (directors cannot be passive instrumentalities during merger proceedings). In a merger or sale, we have stated that the director’s duty of care requires a director, before voting on a proposed plan of merger or sale, to inform himself and his fellow directors of all material information that is reasonably available to them.”¹⁶⁸

167 Vgl. o.a. *Boyer v. Wilmington Materials, Inc.* (Del. Ch. 1997).

168 Vgl. o.a. *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004): “Like other stockholders, a controlling stockholder must live with the informed (*i.e.*, sufficiently careful) and good faith (*i.e.*, loyal) business decisions of the directors unless the DGCL requires a vote” en *Citron v. Fairchild Camera and Instrument Corp.* (Del. 1989).

De niet opzienbarende conclusie dat het bestuur geen “passive instrumentality” dient te zijn strookt met de overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁶⁹ dat “in the broad context of corporate governance, including issues of fundamental corporate change, a board of directors is not a passive instrumentality.”

Naar aanleiding van de uitspraak inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* rept de *Court of Chancery* van Delaware – na vernietiging en verwijzing – in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁷⁰ overigens over schending van de “duty to be reasonably informed”, maar die kwalificatie lijkt nadien – in een andere zaak – te zijn afgewezen door de *Supreme Court* van Delaware in *Brehm v. Eisner*¹⁷¹: “The ‘reasonably informed’ language used by the Court of Chancery here may have been a short-hand attempt to paraphrase the Delaware jurisprudence that, in making business decisions, directors must consider all material information reasonably available, and that the directors’ process is actionable only if grossly negligent. (...) We conclude that the formulation of the due care test by the Court of Chancery in this case, while not necessarily inconsistent with our traditional formulation, was too cryptically stated to be a helpful precedent for future cases.”¹⁷²

Deze invulling van de *duty of care* is nogal fragmentarisch.

Duidelijker is de *Supreme Court* van Delaware in *Brehm v. Eisner*. In de opinie van de hand van *Chief Justice* Veasey wordt allereerst benadrukt – onder het kopje “Analytical Framework for the Informational Component of Directorial Decisionmaking” – dat het voorbereidingsproces diverse componenten kent waaronder “the informational component” en dat de *duty of care* – als gedragsnorm – niet vereist dat het bestuur op de hoogte moet zijn van ieder feit, maar alleen van materiële feiten die redelijkerwijs voorhanden zijn.

“(...) the standard for judging the informational component of the directors’ decision-making does not mean that the Board must be informed of *every* fact. The Board is responsible for considering only *material* facts that are *reasonably available*, not those that are immaterial or out of the Board’s reasonable reach.” Dit is een objectieve maatstaf: “(...) our objective test of reasonableness (...). (...) the objective tests of reasonable availability and materiality (...).”

Ook wordt ingegaan op het begrip ‘materieel’. Dit lijkt mee te brengen dat alleen die feiten dienen te worden bestudeerd die echt relevant en belangrijk zijn.

169 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

170 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

171 *Brehm v. Eisner* (Del. 2000).

172 Vgl. o.a. *Kahn v. Roberts* (Del. 1996): “The business judgment rule normally protects all lawful actions of a board of directors, provided they were taken in good faith, after a reasonable deliberative process and in the absence of conflicts of interest. (...) Kahn has not presented evidence to overcome the presumption of propriety that accompanies this rule for actions taken in good faith and after reasonable investigation by independent directors.” Deze formulering oogt dan niet erg zuiver. In *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981) wordt in de *special litigation committee* context nog verwezen naar “reasonable investigation” in de zin van “proper review of matters.”

HOOFDSTUK III

“The term ‘material’ is used in this context to mean relevant and of a magnitude to be important to directors in carrying out their fiduciary duty of care in decisionmaking.”¹⁷³

Vervolgens richt de *Supreme Court* van Delaware enkele pijlen op het betoog van de agerende aandeelhouders dat het bestuur niet alleen in processueel opzicht is tekortgeschoten, waarbij wordt verwezen naar “a procedural due care violation”, maar ook in inhoudelijk opzicht. Daarbij wordt verwezen naar “a ‘substantive due care’ violation constituting waste.” Niet alleen volgt de *Supreme Court* van Delaware de aandeelhouders niet in hun betoog dat het bestuur inhoudelijk tekort is geschoten, ook wordt in de context van de *business judgment rule* korte metten gemaakt met het begrip ‘*substantive due care*’.

“As for the plaintiffs’ contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care’, we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule. Courts do not measure, weigh or quantify directors’ judgments. We do not even decide if they are reasonable in this context. Due care in the decisionmaking context is *process* due care only.” Ter adstructie voegt *Chief Justice Veasey* daaraan toe: “Irrationality is the outer limit of the business judgment rule. Irrationality may be the functional equivalent of the waste test or it may tend to show that the decision is not made in good faith, which is a key ingredient of the business judgment rule.”¹⁷⁴

Daarmee zegt de *Supreme Court* van Delaware naar de letter beschouwd niet dat het vennootschapsrecht van Delaware onbekend is met een *substantive element of*

173 Vgl. o.a. *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007) in de context van de *special committee*: “In assessing the work of a special committee, this Court has often examined the quality and nature of advice that independent directors receive from outside experts. Of course, a special committee’s reliance on the advice of an expert cannot be said to be reasonable where the expert’s work was so fundamentally flawed that directors were grossly negligent in relying upon it. An expert’s work may be fundamentally flawed, for example where that expert misrepresented or failed to disclose material information to directors. What constitutes materiality is a topic of rich discussion within our case law, but a basic standard on which this Court can rely is whether a reasonable director would have considered a particular fact important in making his decision to terminate. Expressed differently, any fact having the tendency to shed light on the proper outcome can be fairly said to be material. But that recognition carries with it both aspirational and foundational notions of materiality. It is aspirational in the sense that independent directors want to consider each fact as important and, when asked whether they would have liked to have known a particular fact, the answer will almost certainly be in the affirmative. Upon an actual determination that certain facts were not disclosed, however, the questions that emerges is whether those facts would have been foundationally important to the ability of directors to make a reasonable decision based on sufficient information; in other words, whether those facts would have had an outcome dispositive effect.”

174 Vgl. o.a. *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004) en *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999). Vgl. daarentegen *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “By proper business judgment we mean both substantive due care (purchase terms) (...) and procedural due care (an informed decision) (...).” In *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) komt *Grobow v. Perot* (Del. 1988) niet ter sprake.

the duty of care als gedragsnorm.¹⁷⁵ *Chief Justice Veasey* maakt wel duidelijk dat als het gaat om rechterlijke toetsing, binnen de *business judgment rule*, van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de *inhoud* van de zakelijke beleidsafweging, de *duty of care* geen rol behoort te spelen. Binnen de *business judgment rule* kan de rechter slechts de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging aan de *duty of care* toetsen, niet ook de inhoud.¹⁷⁶

In bepaalde gevallen, die draaien om wat in de rechtspraak wel een “fundamental change of corporate control”¹⁷⁷ wordt genoemd en waarin eerder sprake is van *ownership issues* dan van *enterprise issues*¹⁷⁸, krijgt de *duty of care* een bepaalde kleur. Het bestuur dient dan tot een bepaald resultaat te komen. De *business judgment rule* is dan niet direct van toepassing. Daarop ga ik in hoofdstuk 4 in, omdat deze gevallen zich beter laten behandelen aan de hand van de dan door de rechter te hanteren toets.¹⁷⁹

13. De *duty of good faith* en Section 102(b)(7) DGCL

De *Supreme Court* van Delaware heeft diverse malen benadrukt dat naast de *duty of loyalty* en de *duty of care* een derde primaire fiduciaire plicht kan worden onderscheiden die op het bestuur rust: de *duty of good faith*.

Wat de precieze inhoud en strekking van de *duty of good faith* is en hoe deze zich verhoudt tot de *duty of loyalty* en de *duty of care* was tot voor kort niet erg duidelijk uitgewerkt. Dit wekt enige verwondering, omdat het vereiste van *good faith* sinds jaar en dag wordt gehanteerd.¹⁸⁰ Recent heeft de *Supreme Court* van

175 Ook in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) beperkt de *Supreme Court* van Delaware zich tot het perspectief van de *business judgment rule*, niet van de *duty of care* (als gedragsnorm): “The duty of the directors of a company to act on an informed basis, as that term has been defined by this Court numerous times, forms the duty of care element of the business judgment rule.”

176 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) onder verwijzing naar *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996): “Chancellor Allen described the two contexts in which liability for a breach of the duty of care can arise: First, such liability may be said to follow from a board decision that results in a loss because that decision was ill advised or ‘negligent’. Second, liability to the corporation for a loss may be said to arise from an *unconsidered failure of the board to act* in circumstances in which due attention would, arguably, have prevented the loss.” In de literatuur is daarbij wel opgemerkt dat de eerste component meer ziet op bestuurlijk gedrag op een bepaald moment, terwijl de tweede component vooral ziet op bestuurlijk gedrag gedurende een zekere periode. Zie o.a. Balotti/Hinsey (2000), 50. Ik wijs ook op o.a. *In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2003) en reeds *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985). Mooie praktijkvoorbeelden van een *process due care* toets bieden *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) en *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

177 *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989).

178 Vgl. o.a. *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company* (Del. 1997).

179 Zie hoofdstuk 4 – nummers 18.b, 21 en 22.d.

180 Zie o.a. Veasey (2005), 1439, 1442.

HOOFDSTUK III

Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*¹⁸¹ en vervolgens in *Stone v. Ritter*¹⁸² wat meer helderheid geschapen. Daarop ga ik hierna in.

Een geconcretiseerde verwijzing naar het vereiste van *good faith* is wel te vinden in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Emerald Partners v. Berlin*¹⁸³: “(...) we find that the many process flaws in this case raise serious questions as to the independent directors’ good faith, e.g., the independent directors evidenced a “we don’t care about the risks” attitude (...).”¹⁸⁴

In de vermogensrechtelijke context heeft het vereiste van *good faith* beduidend meer aandacht gekregen.¹⁸⁵ Zo is door de *Supreme Court* van Delaware in *Desert Equities, Inc. v. Morgan Stanley Leveraged Equity Fund, II, L.P.*¹⁸⁶ verwezen naar de volgende definitie van *bad faith* als tegenhanger van *good faith*: “We also note that the definition of ‘fraud’ is distinct from that of ‘bad faith’. In the legal sense, ‘fraud’ is defined as: “An intentional perversion of truth for the purpose of inducing another in reliance upon it to part with some valuable thing belonging to him or to surrender a legal right.” *Black’s Law Dictionary* 337 (5th ed. 1983). Conversely, when discussing ‘bad faith’, the same authority wrote: “[The] term ‘bad faith’ is not simply bad judgment or negligence, but rather it implies the conscious doing of a wrong because of dishonest purpose or moral obliquity; it is different from the negative idea of negligence in that it contemplates a state of mind affirmatively operating with furtive design or ill will”.¹⁸⁷

181 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

182 *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

183 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2003).

184 Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007): “(...) does the complaint allege sufficient facts from which I may infer that the board knew that material decisions were being made without adequate deliberation in a manner that suggests that they did not care shareholders would suffer a loss? This is a scienter-based test, and the complaint must allege not only that the directors were incorrect in their assessment at the time but that they either intended to harm shareholders, or at least were absolutely careless in the matter. This is a high hurdle, and plaintiffs do not come near reaching it” en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003): “(...) the facts alleged (...) suggest that the defendant directors *consciously and intentionally disregarded their responsibilities*, adopting a ‘we don’t care about the risks’ attitude concerning a material corporate decision. (...) all of the alleged facts, if true, imply that the defendant directors knew that they were making material decisions without adequate information and without adequate deliberation, and that they simply did not care if the decisions caused the corporation and its stockholders to suffer injury or loss.”

185 Vgl. o.a. *Bonham v. HBW Holdings, Inc.* (Del. Ch. 2005) en *E.I. Du Pont de Nemours & Co. v. Pressman* (Del. 1996).

186 *Desert Equities, Inc. v. Morgan Stanley Leveraged Equity Fund, II, L.P.* (Del. 1993).

187 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “Despite the existence of significant jurisprudence with respect to good faith in the contractual context of the covenant of good faith and fair dealing (...) Delaware decisions have shown a reluctance to importing these contractual standards into the corporate fiduciary realm.” Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Healthco International, Inc.* (D. Mass. 1997). Een – wel erg subtiel – onderscheid wordt ook wel gemaakt in het ontbreken van goede trouw (i.e. *lack of good faith*) en handelen te kwader trouw (i.e. *bad faith*). Zie o.a. de *Official Commentary* bij de *Model Business Corporation Act* § 8.31. Vgl. over het begrip *fraud* buiten Delaware o.a. *Goben v. Barry* (Kan. 1984).

Het is opmerkelijk te zien hoezeer in vennootschapsrechtelijk verband tot voor kort de opvattingen van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware over de *duty of good faith* uiteenliepen.¹⁸⁸ Dit is de duidelijkheid niet ten goede gekomen.¹⁸⁹ Waar volgens de *Supreme Court* van Delaware een onderscheid kan worden gemaakt tussen de *duty of loyalty* en de *duty of good faith*, kan daarvan volgens de *Court of Chancery* van Delaware geen sprake zijn. In een vrij aanzienlijk aantal uitspraken is door de *Court of Chancery* van Delaware uiting gegeven aan deze opvatting, die inmiddels lijkt te zijn overgenomen door de *Supreme Court* van Delaware.

13.a. *Het vereiste van subjectieve bona fides*

Voordat ik aandacht besteed aan het twistpunt of de *duty of good faith* eigenlijk niet meer is dan een component van de *duty of loyalty* ga ik in op twee uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware waarin de contouren van de *duty of good faith* wat meer in kaart zijn gebracht, alsmede op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*.

De eerste uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware is *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*.¹⁹⁰

“The argument (...) is that the Special Committee was not motivated in good faith to seek the best available transaction regardless of whose deal it was, but rather, was motivated to see that the Management Group did not succeed even if it would, marginally at least, pay more. This motivation is explained by a posited desire by the members of the Special Committee to disassociate themselves from public criticism directed against Mr. Johnson and the avarice his initial proposal was said to represent. This inappropriate desire resulted, it is claimed, in (1) the premature termination of the auction, and (2) the choice of a demonstratively lower bid. In response to this argument, the members of the Special Committee say a number of things. First, with no detectable conviction, they say that even if it were true that they secretly intended to pursue a plan that favored one bidder over another for private reasons, that would not constitute bad faith under Delaware law for purposes of removing from them the protections of the business judgment rule. They say that only pursuit of financial interests opposed to those of the corporation or the shareholders counts in the evaluation of director good faith. The Supreme Court authorities cited for this proposition, however, (*Aronson v. Lewis* (...); *Grobow v. Perot* (...)) do not support it and the assertion is inconsistent with cases in this court (e.g., *Solash v. Telex Corp.* (...)), and fundamental notions of fiduciary duty. *Aronson* and *Grobow* do each focus upon ‘financial’ interests, but in so doing, they address the threshold question of independence. Specifically,

188 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “Decisions from the Delaware Supreme Court and the Court of Chancery are far from clear with respect to whether there is a separate fiduciary duty of good faith.” Zie o.a. Veasey (2005), 1416.

189 Zo rept *Chancellor Chandler* in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) over “the fog of this hazy jurisprudence.”

190 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

HOOFDSTUK III

whether the pleadings in those cases effectively challenged the independence or disinterestedness of director action. Their teaching on that point is applied here in the earlier discussion of the Special Committee's independence. Neither case, however, can be read to hold that the protections of the business judgment rule would be available to a fiduciary who could be shown to have caused a transaction to be effectuated (even one in which he had no financial interest) for a reason unrelated to a pursuit of the corporation's best interests. Greed is not the only human emotion that can pull one from the path of propriety; so might hatred, lust, envy, revenge, or, as is here alleged, shame or pride. Indeed any human emotion may cause a director to place his own interests, preferences or appetites before the welfare of the corporation. But if he were to be shown to have done so, how can the protection of the business judgment rule be available to him? In such a case, is it not apparent that such a director would be required to demonstrate that the corporation had not been injured and to remedy any injury that appears to have been occasioned by such transaction? Thus, the question here is not whether plaintiffs have asserted a legally cognizable theory with respect to their claim of bad faith, but whether it seems reasonably likely that they will be able to prove their assertion through the circumstances to which they point.¹⁹¹

Het aardige aan de overwegingen van *Chancellor* Allen is mijns inziens dat daaruit duidelijk wordt dat hebzucht niet de enige menselijke emotie is die een bestuurder kan bewegen niet in het belang van de vennootschap te handelen.¹⁹² De vraag of het bestuur zich al dan niet heeft laten leiden door zuivere motieven wordt hier niet geplaast in de context van de *duty of loyalty*.¹⁹³ In ieder geval wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds de vraag door welke motieven het bestuur zich heeft laten leiden en anderzijds de vraag of het bestuur *disinterested* en *independent* is. Ook wordt de menselijke emotie hebzucht binnen het spectrum van de bestuurlijke subjectieve *bona fides* geplaast, waarvan ook de menselijke emoties haat, lust, jaloezie, wraak, schaamte en trots deel uitmaken. Het gaat dan om de al dan niet gebrekkige instelling van het bestuur, niet 'slechts' om nalatigheid.¹⁹⁴

191 Zie o.a. Eisenberg (1999), 1267: "(...) a lot can be packed into the concept of good faith."

192 Zie o.a. Farrar (2005), 106.

193 Uiteindelijk beantwoordt *Chancellor* Allen deze vraag – gelet op alle omstandigheden van het geval waaronder de aanwezige tijdsdruk – overigens positief. Een sprekend geval waarin het tegengestelde speelt is *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

194 Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Healthco International, Inc.* (D. Mass. 1997): "(...) bad faith requires a greater showing than gross negligence. It is not simply bad judgment. A person is said to act in bad faith where he or she consciously does wrong for a dishonest or deceptive purpose." In de Amerikaanse staat Indiana is persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders beperkt tot dergelijke gevallen. Kritisch daarover is Branson (2002), 653: "(...) Indiana is one of three or so states that have adopted a 'warm heart, empty head' standard of liability with which to measure director conduct. In Indiana, "[a] director is not liable for any action taken as a director, or any failure to take action, unless (...) the breach or failure to perform constitutes wilful misconduct or recklessness." As long as directors had warm and fuzzy feelings in their chests when they took action, no matter how ill conceived their inactions or how empty their heads were, they will not be liable. Who needs a business judgment rule when the standard of liability is so forgiving?"

De tweede uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware is *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, de einduitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware in deze langsepende procedure waarin *Chancellor Chandler* zich voor een niet onbelangrijk deel baseert op voornoemde overwegingen van *Chancellor Allen*.

“Good faith has been said to require an ‘honesty of purpose’, and a genuine care for the fiduciary’s constituents, but, at least in the corporate fiduciary context, it is probably easier to define bad faith rather than good faith. This may be so because Delaware law presumes that directors act in good faith when making business decisions. Bad faith has been defined as authorizing a transaction “for some purpose *other than* a genuine attempt to advance corporate welfare or [when the transaction] is *known to constitute* a violation of applicable positive law.” In other words, an action taken with the intent to harm the corporation is a disloyal act in bad faith. A similar definition was used seven years earlier, when *Chancellor Allen* wrote that bad faith (or lack of good faith) is when a director acts in a manner “unrelated to a pursuit of the corporation’s best interests.” It makes no difference the reason why the director intentionally fails to pursue the best interests of the corporation. Bad faith can be the result of “any emotion [that] may cause a director to [intentionally] place his own interests, preferences or appetites before the welfare of the corporation,” including greed, “hatred, lust, envy, revenge, (...) shame or pride.” Sloth could certainly be an appropriate addition to that incomplete list if it constitutes a systematic or sustained shirking of duty. Ignorance, in and of itself, probably does not belong on the list, but ignorance attributable to any of the moral failings previously listed could constitute bad faith. (...) Upon long and careful consideration, I am of the opinion that the concept of *intentional dereliction of duty*, a *conscious disregard for one’s responsibilities*, is an appropriate (although not the only) standard for determining whether fiduciaries have acted in good faith. Deliberate indifference and inaction *in the face of a duty to act* is, in my mind, conduct that is clearly disloyal to the corporation. It is the epitome of faithless conduct.”¹⁹⁵

Zie ik het goed dan concludeert *Chancellor Chandler* dat het vereiste van *good faith* in de kern gezien moet worden als een overkoepelende fiduciaire plicht, waarvan de *duty of loyalty* en de *duty of care* in enge zin als hiervoor geduid deel uitmaken.

“Fundamentally, the duties traditionally analyzed as belonging to corporate fiduciaries, loyalty and care, are but constituent elements of the overarching concepts of allegiance, devotion and faithfulness that must guide the conduct of every fiduciary. The good faith

195 Later verwijst *Chancellor Chandler* naar een situatie “where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties.” Vgl. o.a. *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004): “One cannot act in conformity with her duty of loyalty to a company if she acts in bad faith. *Disney*, in its discussion of the benefited corporate officer’s actions in negotiating with the company after he became a fiduciary of it, points this out. It is on this notion that an actionable fiduciary duty violation, based on the fiduciary duty of loyalty, can be read from *Disney*.”

HOOFDSTUK III

required of a corporate fiduciary includes not simply the duties of care and loyalty, in the narrow sense that I have discussed them above, but all actions required by a true faithfulness and devotion to the interests of the corporation and its shareholders. (...) It is precisely in this context – an imperial CEO or controlling shareholder with a supine or passive board – that the concept of good faith may prove highly meaningful. The fiduciary duties of care and loyalty, as traditionally defined, may not be aggressive enough to protect shareholder interests when the board is well advised, is not legally beholden to the management or a controlling shareholder and when the board does not suffer from other disabling conflicts of interest, such as a patently self-dealing transaction. Good faith may serve to fill this gap and ensure that the persons entrusted *by shareholders* to govern Delaware corporations do so with an honesty of purpose and with an understanding of whose interests they are there to protect.”¹⁹⁶

Op deze wijze laat de *Supreme Court* van Delaware zich niet uit in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* en in *Stone v. Ritter*. Daarin wordt het vereiste van subjectieve goede trouw geconcretiseerd en dogmatisch herleid tot de *duty of loyalty*.

Het aardige aan de overwegingen van *Chancellor* Chandler is dat daarin niet alleen het eerder gesignaleerde rijtje aan dubieuze motieven wordt onderschreven en aangevuld met luiheid, maar ook dat *bad faith* als tegenhanger van subjectieve *bona fides* vervolgens wordt geconcretiseerd aan de hand van enkele voorbeelden. Ik noem:

- het aangaan van een transactie met als enig, althans primair, oogmerk het bevorderen van een ander doel dan het belang van de vennootschap;
- handelen of nalaten met de wetenschap dat schuldige schending van één of meer bepalingen van positief recht daarvan het gevolg is;
- en (doel)bewust plichtsverzuim bestaande uit het nalaten de in het voorliggende geval vereiste bestuurshandelingen te verrichten.

Deze lijst is niet limitatief.¹⁹⁷ Dit zijn archetypische schendingen van het vereiste van subjectieve goede trouw.

Ik wijs ook op de uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*¹⁹⁸: “By ‘bad faith’ is meant a transaction that is authorized for

196 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “(...) directors are charged with an unyielding fiduciary duty to protect the interests of the corporation and to act in the best interests of its shareholders” en *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988) over “the duty of the fidelity that a director owes by reason of his office to the corporation and its shareholders.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986). Zie o.a. de *Official Commentary* bij de *Model Business Corporation Act* § 8.31; Farrar (2005), 108; Veasey (2003), 7; en Gower/Davies (2003), 387.

197 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient.” Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Healthco International, Inc.* (D. Mass. 1997).

198 *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996).

some purpose other than a genuine attempt to advance corporate welfare or is known to constitute a violation of *applicable* positive law. (...) There can be no personal liability of a director for losses arising from ‘illegal’ transactions if a director were [sic] financially disinterested, acted in good faith, and relied on advice of counsel reasonably selected in authorizing a transaction. See 8 Del. C. § 141(e) (1994)” en *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*¹⁹⁹: “The Board appears to have been informed by experts that the company’s practices while contestable, were lawful and there is no evidence that reliance on such reports was not reasonable.”²⁰⁰

Het moge duidelijk zijn dat de situaties waarin het bestuur niet subjectief te goeder trouw in het belang van de vennootschap opereert niet onder één noemer te brengen zijn. Een veelheid aan feitelijke grondslagen is denkbaar.

Zo wordt door de *Court of Chancery* van Delaware in *Hollinger International, Inc. v. Black*²⁰¹ – een bekende uitspraak die in Nederland weinig tot geen aandacht heeft gekregen²⁰² – ingegaan op het uiterst laakbare handelen van bestuurder Black, die onder meer doelbewust en bij herhaling voor zijn mede-bestuurders een aan de vennootschap toekomende ondernemingskans verborgen heeft gehouden met het oogmerk deze te usurperen. Hier is niet alleen sprake van bestuurlijk gedrag dat objectief bezien zonneklaar haaks staat op het belang van de vennootschap, maar tegelijkertijd van niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag. Black benadeelde moedwillig de vennootschap ten faveure van zijn persoonlijke belang. Dit plaatst *Vice Chancellor Strine* in de sleutel van de *duty of loyalty*. Het desbewust misleiden van één of meer mede-bestuurders valt eveneens onder de strekking van handelen *in bad faith*.²⁰³

Vermeldenswaardig is in dit verband met name de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Mills Acquisition Corp. v. MacMillan, Inc.*²⁰⁴ waarin verwezen wordt naar een onder de omstandigheden op bepaalde bestuurders met een ‘dubbele agenda’ rustende *duty of disclosure* jegens hun mede-bestuurders: “As the duty of candor is one of the elementary principles of fair dealing, Delaware law imposes this unremitting obligation not

199 *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996).

200 Vgl. o.a. *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003): “For example, one cannot act loyally as a corporate director by causing the corporation to violate the positive laws it is obliged to obey.” Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Landmark Land Co. of Carolina, Inc.* (4th Cir. 1996): “An agent who has intentionally participated in illegal activity or wrongful conduct against third persons cannot be said to have acted in good faith, even if the conduct benefits the corporation”; *Miller v. AT&T Co.* (3rd Cir. 1974); en *Roth v. Robertson* (N.Y. 1909): “It was something more than an ultra vires transaction, it was one bad in morals, and so evidently so that the plea that the payment was made for the supposed interest of the corporation cannot be deemed any excuse in law.”

201 *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004).

202 Zie evenwel Doorman (2004), 402-406.

203 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006); *HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray* (Del. Ch. 1999); *Agranoff v. Miller* (Del. Ch. 1999); *Boyer v. Wilmington Materials, Inc.* (Del. Ch. 1997); en *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983).

204 *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK III

only on officers and directors, but also upon those who are privy to material information obtained in the course of representing corporate interests. (...) At a minimum, this rule dictates that fiduciaries, corporate or otherwise, may not use superior information or knowledge to mislead others in the performance of their own fiduciary obligations.” Het willens en wetens niet naleven daarvan door de betreffende bestuurders resulteert volgens de *Supreme Court* van Delaware in “a fraud upon the board.”²⁰⁵

Een uitputtende categorisering van *acts in bad faith* lijkt daarom niet goed mogelijk.²⁰⁶ In hoeverre voor de vaststelling van subjectieve kwade trouw een concreet onzuiver motief vereist is wordt niet geheel duidelijk uit de mij bekende rechtspraak. Het voorgaande in ogenschouw nemend lijkt een *lack of good faith* in feite neer te komen op een gebrekkige instelling bij het bestuur die in de regel door één of meer onzuivere motieven zal zijn ingegeven, maar waarvoor het oogmerk van (doel)bewuste toebrengring van schade/nadeel aan de vennootschap niet vereist is.²⁰⁷

Hiervoor valt steun te vinden in de overwegingen van de *Supreme Court* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* en *Stone v. Ritter*.

205 Vgl. o.a. *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “The directors’ fiduciary duties include the duty to deal with their stockholders honestly” en *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983): “(...) one possessing superior knowledge may not mislead any stockholder by use of corporate information to which the latter is not privy.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Potter v. Pohlard* (Minn. App. Ct. 1997).

206 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “To create a definitive and categorical definition of the universe of acts that would constitute bad faith would be difficult, if not impossible. And it would misconceive how, in my judgment, the concept of good faith operates in our common law of corporations” en *E.I. Du Pont de Nemours & Co. v. Pressman* (Del. 1996): “[Good faith] is an excluder. It is a phrase without general meaning (or meanings) of its own and serves to exclude a wide range of heterogeneous forms of bad faith. In a particular context the phrase takes on specific meaning, but usually this is only by way of contrast with the specific form of bad faith actually or hypothetically excluded.” Vgl. in Australië o.a. *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.* (1974). Zie o.a. Reed (2006), 114 over “a creature of context.” Zie in Engeland o.a. Farrar (2005), 110-111 en Gower/Davies (2003), 387 over “the duty of directors to act in good faith in what they believe to be in the best interests of the company” als “the ‘core duty’ of directors, because it applies to every decision which the directors take.”

207 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “To act in good faith, a director must act at all times with an honesty of purpose and in the best interest and welfare of the corporation”; *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004) over de bestuurlijke “mindset”; en *Nagy v. Bristicer* (Del. Ch. 2000) over de bestuurlijke “state of mind.” Zie o.a. Strine (2002), 1386 over “the state of mind (i.e. the good faith) of the outside directors.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Estate of Detwiler v. Offenbecher* (S.D. N.Y. 1989): “The absence of significant financial adverse interest creates a presumption of good faith, (...) [but the good faith requirement also calls for] an *ad hoc* determination of the board’s motives.” Vgl. echter in Australië o.a. *State of South Australia v. Marcus Clark* (1996): “Bad faith is clear evidence of the absence of good faith but good faith can be absent in cases where there is honesty and no bad faith. The relationship is thus ultimately not one of a simple dichotomy.”

Nadat *Justice Jacobs* erkent dat “the duty to act in good faith” nog geen “well developed area of our corporate fiduciary law” vormt en “relatively uncharted” is, maakt hij duidelijk vanwege het toegenomen belang van deze rechtsfiguur “some conceptual guidance to the corporate community” te zullen verschaffen. Deze richtlijnen komen in wezen op een drieslag neer.²⁰⁸

De eerste categorie vormt “so-called ‘subjective bad faith’” waaronder moet worden verstaan “fiduciary conduct motivated by an actual intent to do harm.” Deze vorm spreekt volgens *Justice Jacobs* – die rept over “classic, quintessential bad faith” – voor zich. Dit ziet op doelbewuste toebrenging van schade/nadeel aan de vennootschap.

De tweede categorie, bestaande uit bestuurlijk gedrag “at the opposite end of the spectrum”, ziet op *lack of due care*: “that is, fiduciary action taken solely by reason of gross negligence and without any malevolent intent.” Het gaat hier om bestuurlijk gedrag dat objectief bezien als grof nalatig kwalificeert, maar ook als subjectief *bona fide*. Dan is geen sprake van *bad faith*. Daarvoor is meer nodig: “(...) in the pragmatic, conduct-regulating legal realm which calls for more precise conceptual line drawing, the answer is that grossly negligent conduct, without more, does not and cannot constitute a breach of the fiduciary duty to act in good faith. The conduct that is the subject of due care may overlap with the conduct that comes within the rubric of good faith in a psychological sense, but from a legal standpoint those duties are and must remain quite distinct. Both our legislative history and our common law jurisprudence distinguish sharply between the duties to exercise due care and to act in good faith, and highly significant consequences flow from that distinction. (...) There is no basis in policy, precedent or common sense that would justify dismantling the distinction between gross negligence and bad faith.” Een andersluidende slotsom zou ook haaks staan op het mechanisme van onder meer *Section 102(b)(7) DGCL*.²⁰⁹

De derde categorie bestrijkt de marge die bestaat tussen enerzijds “conduct motivated by subjective bad intent” en anderzijds “conduct resulting from gross negligence.” Op deze categorie van *bad faith* heeft *Chancellor Chandler* volgens *Justice Jacobs* het oog in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*: “This third category is what the Chancellor’s definition of bad faith – intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one’s responsibilities – is intended to capture.” Het gaat dan om “a non-exculpable, non-indemnifiable violation of the fiduciary duty to act in good faith”: “(...) the universe of fiduciary misconduct is not limited to either disloyalty in the classic sense (*i.e.*, preferring the adverse self-interest of the fiduciary or of a related person to the interest of the corporation) or gross negligence. Cases have arisen where corporate directors have no conflicting self-interest in a decision, yet engage in misconduct that is more culpable than simple inattention or failure to be informed of all facts material to the decision. To protect the interests of the corporation and its shareholders, fiduciary conduct of this kind, which does not involve disloyalty (as traditionally defined) but is qualitatively more culpable than

208 Het antwoord op de vraag of “the fiduciary duty to act in good faith is a duty that, like the duties of care and loyalty, can serve as an independent basis for imposing liability upon corporate officers and directors” wordt in voetnoot 112 uitdrukkelijk in het midden gelaten. Dat antwoord geeft de *Supreme Court* van Delaware in *Stone v. Ritter* (Del. 2006).

209 Zie nummer 13.b hierna.

HOOFDSTUK III

gross negligence, should be proscribed. A vehicle is needed to address such violations doctrinally, and that doctrinal vehicle is the duty to act in good faith.”²¹⁰

Justice Holland signaleert in Stone v. Ritter de bevindingen van Justice Jacobs in In re The Walt Disney Company Derivative Litigation: “As evidenced by the language quoted above, the Caremark standard for so-called ‘oversight’ liability draws heavily upon the concept of director failure to act in good faith. That is consistent with the definition(s) of bad faith recently approved by this Court in its recent Disney decision, where we held that a failure to act in good faith requires conduct that is qualitatively different from, and more culpable than, the conduct giving rise to a violation of the fiduciary duty of care (i.e., gross negligence). In Disney, we identified the following examples of conduct that would establish a failure to act in good faith: “A failure to act in good faith may be shown, for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties. There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient”.”

Gelet op het feit dat de ware beweegredenen bij gebrek aan verklaringen of andere bewijsstukken slechts afgeleid kunnen worden uit de feitelijke context en het onwenselijk voorkomt niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag te belonen door aan de stel- en bewijsplicht dienaangaande onrealistisch hoge eisen te stellen, kan dergelijk bestuurlijk gedrag ook ‘slechts’ gebaseerd worden op de feitelijke context.²¹¹

13.b. *Duty of loyalty/duty of good faith en Section 102(b)(7) DGCL*

Dan nu het twistpunt of de *duty of good faith* een zelfstandige fiduciaire plicht is of juist deel uitmaakt van de *duty of loyalty*. Hierover lijkt de *Supreme Court* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* geen uitsluit-

210 Vgl. o.a. *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974) en *Allaun v. Consolidated Oil Co.* (Del. Ch. 1929).

211 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Giammalvo v. Sunshine Mining Co.* (Del. Ch. 1994): “It is true, as plaintiff contends, that questions about good faith often require the Court to look below the surface and evaluate what appear to be valid decisions. The test is whether the “decision made by an *apparently* well motivated board (...) is so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith””; en *Muschel v. Western Union Corp.* (Del. Ch. 1973): “(...) a ‘gross’ disparity between the price to be paid (...) and a fair price could lead to the conclusion that the board’s decision to proceed (...) was not due to an honest error of judgment, but rather to bad faith or reckless indifference to the rights of others interested.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Mautner v. Hirsch* (S.D. N.Y. 1992). Zie o.a. Reed (2006), 116: “Whether a given due care violation presents a question of bad faith and, in some cases, loyalty, appears to depend on the magnitude and/or ongoing nature of the violation. It is the magnitude or ongoing nature of the action(s) or inaction(s) that provides the indicia of what ultimately needs to be proven – i.e., the director’s good faith or bad faith motivation (‘state of mind’).”

sel te geven. Tot deze uitspraak is de *Court of Chancery* van Delaware er doorgaans van uitgegaan dat het vereiste van *good faith* – als gedragsnorm – doctrinair niet meer is dan een component van de *duty of loyalty*. Die lijn volgt de *Supreme Court* van Delaware nu ook in *Stone v. Ritter*.²¹²

Allereerst verwijst ik naar wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*.²¹³ Daarin verzet *Vice Chancellor* Strine zich voor het eerst duidelijk tegen de door de *Supreme Court* van Delaware sinds 1993 gehanteerde “triad of fiduciary duties.”

Nadat is overwogen dat de *duty of loyalty* en de *duty of care* de “traditional duties” vormen wordt in een voetnoot ingegaan op de strekking van de *duty of loyalty*: “Within which traditional duty would logically rest the subsidiary requirement to act in good, rather than bad, faith toward the company and its stockholders. (...) Indeed, the very Supreme Court opinion that refers to a board’s “triads [sic] of fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty [and] due care,” *Cede II*, equates good faith with loyalty. (...) In the following sentence from *Cede II*, the Supreme Court quotes its earlier opinion in *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (...), but adds bracketed text to clarify meaning. The sentence, with the bracketed text emphasized, reads as follows: “[A] board’s actions must be evaluated in light of relevant circumstances to determine if they were undertaken with due diligence [*care*] and good faith [*loyalty*]. If no breach of duty is found, the board’s actions are entitled to the protections of the business judgment rule.” *Cede II* (...). In *Barkan* itself, it is clear that the Supreme Court used the terms “due diligence” and “good faith” as a fresh way of referring to the “fundamental duties of care and loyalty” it discussed three sentences earlier in the same paragraph. Moreover, *Cede II* contains two lengthy sections focusing on the duties of loyalty and care but has no comparable section on good faith, despite its putative equality in the triad. 634 A.2d at 361-66 (loyalty), 366-71 (due care); *see also id.* at 359 (breaking down key issues on appeal into questions of loyalty and due care).” Ook in de opinie zelf blijft de *Court of Chancery* van Delaware verwijzen naar het ruimere begrip *loyalty*, zoals blijkt uit de verwijzing naar “persuasive evidence of disloyalty (for example, that the board acted in a self-interested or bad-faith fashion).”²¹⁴

Nadien heeft *Vice Chancellor* Strine dit standpunt nog diverse malen met verve uitgedragen, onder meer in de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Guttman v. Huang*.²¹⁵

212 Zaken waarin meer impliciet een duidelijke overlap waar te nemen valt tussen het vereiste van *good faith* en de *duty of loyalty* zijn o.a. *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988) en *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986). Zie o.a. Veasey (2005), 1449 e.v.; Johnson (2003), 55 e.v.; en Allen/Jacobs/Strine (2002), 457, 463. Van Ginneken (2006), 527 en Kroeze (2004), 189 rubriceren het vereiste dat “een director zijn taken te goeder trouw vervult”, anders dan de *Supreme Court* van Delaware, onder de *duty of care*.

213 *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000).

214 Vgl. o.a. *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004).

215 *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003).

HOOFDSTUK III

Hier wordt werk gemaakt van de verhouding tussen *loyalty* en *good faith* naar aanleiding van de overweging dat “liability for failures of oversight (...) requires a showing that the directors breached their duty of loyalty by failing to attend to their duties in good faith”: “A director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporation’s best interest. For this reason, the same case that invented the so-called “triad[]” of fiduciary duty, see *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (...), also defined good faith as loyalty. See *In re Gaylord Container Corp. S’holders Litig.* (...) (explaining the origins of this oddment of our law, *i.e.*, the “triad[]”). It does no service to our law’s clarity to continue to separate the duty of loyalty from its own essence; nor does the recognition that good faith is essential to loyalty demean or subordinate that essential requirement. There might be situations when a director acts in subjective good faith and is yet not loyal (*e.g.*, if the director is interested in a transaction subject to the entire fairness standard and cannot prove financial fairness), but there is no case in which a director can act in subjective bad faith towards the corporation and act loyally. The reason for the disloyalty (the faithlessness) is irrelevant, the underlying motive (be it venal, familial, collegial, or nihilistic) for conscious action not in the corporation’s best interest does not make it faithful, as opposed to faithless.”²¹⁶

Deze benadering komt erop neer dat bestuurlijk gedrag zonder de vereiste subjectieve *bona fides* – ongeacht het motief – per definitie strijdig is met de *duty of loyalty*.

Instructief zijn de overwegingen van *Vice Chancellor Strine* in *Nagy v. Bristicer*²¹⁷: “The complaint also refers to the so-called ‘duty of good faith’. By definition, a director cannot simultaneously act in bad faith and loyally towards the corporation and its stockholders. (...) If it is useful at all as an independent concept, the good faith iteration’s utility may rest in its constant reminder (1) that a fiduciary may act disloyally for a variety of reasons other than personal pecuniary interest; and (2) that, regardless of his motive, a director who consciously disregards his duties to the corporation and its stockholders may suffer a personal

216 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006): “Under Delaware law, it is fundamental that a director cannot act loyally towards the corporation unless she tries – *i.e.*, makes a genuine, good faith effort – to do her job as a director. One cannot accept the important role of director in a Delaware corporation and thereafter consciously avoid any attempt to carry out one’s duties”; *Teachers’ Retirement System of Louisiana v. Aidinoff* (Del. Ch. 2006) over het *in good faith* handelen in het belang van de vennootschap als “the traditional definition of a loyal (*i.e.*, faithful) state of mind”; *O’Reilly v. Transworld Healthcare, Inc.* (Del. Ch. 1999): “Where a complaint alleges or pleads facts sufficient to support the inference that the disclosure violation was made in bad faith, knowingly or intentionally, the alleged violation implicates the duty of loyalty”; *SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., Inc.* (Del. Ch. 1997): “(...) the core element of the fiduciary duty of loyalty (...) is a good faith attempt to exercise power over corporate property or process so as to advance legitimate interests of the corporation and not for any selfish reason”; en *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988): “I note parenthetically that the concept of an unintended breach of the duty of loyalty is unusual but not novel.”

217 *Nagy v. Bristicer* (Del. Ch. 2000).

judgment for monetary damages for any harm he causes” en in *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation*²¹⁸: “Within which (de *duty of loyalty*, BFA) would seem to be logically subsumed a duty to act with good rather than bad faith towards the Unitholders. Bad faith conduct towards the Unitholders would seem to be other than loyal conduct. See *Webster’s Ninth New Collegiate Dictionary* 446 (1987) (indicating that: the primary definition of ‘faith’ is ‘allegiance to duty or a person: LOYALTY’; the primary definition of ‘faithless’ is ‘not true to allegiance or duty: TREACHEROUS, DISLOYAL’; ‘loyal’ is a synonym for ‘faithful’; and ‘disloyal’ is a synonym for ‘faithless’).”²¹⁹

Daarnaast kan sprake zijn van bestuurlijk gedrag dat wellicht subjectief *bona fide* is maar toch een schending van de *duty of loyalty* oplevert, omdat de bestuurder een substantieel belang heeft dat tegenstrijdig is aan het belang van de vennootschap en deze bestuurder ondanks zijn subjectieve goede trouw niet kan aantonen dat het belang van de vennootschap optimaal is behartigd.²²⁰

Vermeldenswaardig in dit verband is ten slotte *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*²²¹, een recentere uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware. De opinie is van de hand van *Justice Jacobs*, op dat moment rechter in de *Supreme Court* van Delaware maar wegens bijzondere omstandigheden plaats nemend in de *Court of Chancery* van Delaware.

Nadat door *Justice Jacobs* is vastgesteld dat de bestuurders hun taak niet naar behoren hebben vervuld en in dat verband moet worden bezien of dat toerekenbare tekortschieten schuilt in de *duty of loyalty*, de *duty of care* en/of de *duty of good faith*²²² wordt in een voetnoot ingegaan op de verhouding tussen de *duty of loyalty* en de *duty of good faith* naar aanleiding van de volgende overweging: “Although Raynor did not benefit from the transactions, his loyalties ran solely to Prosser because Raynor’s economic interests were tied solely to Prosser and he acted to further those economic interests. Accordingly, Raynor is liable to Greenlight and the shareholders class for breaching his fiduciary duty of loyalty and/or good faith.” In die voetnoot wordt ingegaan op de keuze voor de woorden “*duty of loyalty*

218 *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation* (Del. Ch. 1999).

219 Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007): “A director’s duty of loyalty includes the duty to deal fairly and honestly with the shareholders for whom he is a fiduciary”; *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007) over “conduct that is disloyal to the corporation and is therefore an act in bad faith” en: “I am unable to fathom a situation where the deliberate violation of a shareholder approved stock option plan and false disclosures, obviously intended to mislead shareholders into thinking that the directors complied honestly with the shareholder-approved option plan, is anything but an act of bad faith. It certainly cannot be said to amount to faithful and devoted conduct of a loyal fiduciary”; *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “To act in good faith, a director must act at all times with an honesty of purpose and in the best interests and welfare of the corporation”; en *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

220 Vgl. nogmaals *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003): “There might be situations when a director acts in subjective good faith and is yet not loyal (e.g., if the director is interested in a transaction subject to the entire fairness standard and cannot prove financial fairness) (...).”

221 *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK III

and/or good faith”: “The Court employs the ‘and/or’ phraseology because the Delaware Supreme Court has yet to articulate the precise differentiation between the duties of loyalty and good faith. If a loyalty breach requires that a fiduciary has a self-dealing conflict of interest in the transaction itself (...) then only Prosser is liable on that basis. Raynor would be liable for violating his duty of good faith for consciously disregarding his duty to the minority stockholders. (...) On the other hand, if a loyalty breach does not require a self-dealing conflict of interest or receipt of an improper benefit, then Raynor would be liable for breaching his duties of loyalty *and* good faith. (...) The Court need not decide that definitional issue, because under either definition, Raynor’s conduct amounted to a non-exculpated breach of fiduciary duty.” Justice Jacobs laat hier – anders dan *Vice Chancellor Strine* – de mogelijkheid open dat een *lack of good faith* niet – ook – resulteert in bestuurlijk gedrag dat strijdig is met de *duty of loyalty*. Of Justice Jacobs die mogelijkheid ook een realistische acht is echter de vraag, nu hij verderop in de opinie overweegt dat “there is no evidence that they actually engaged in such improperly motivated conduct, or otherwise acted with disloyal intent.” Daarna lijkt hij dat standpunt echter weer te nuanceren: “Nor, in these circumstances, did those directors’ conduct amount to a breach of their fiduciary duty to act in good faith. Although the Supreme Court has yet to define the precise conduct that would actionably violate that duty, this Court has recently held that directors can be found to have violated their duty of good faith if they “consciously and intentionally disregard (...) their responsibilities, adopting a ‘we don’t care about the risks’ attitude concerning a material corporate decision.””²²³ Nuttig om te melden is nog dat Justice Jacobs verderop in de opinie impliciet tot uiting brengt een schending van de *duty of care* op zichzelf minder laakbaar te achten dan de schending van – bijvoorbeeld – de *duty of loyalty*.²²⁴

Het is opmerkelijk dat, hoewel de *Supreme Court* van Delaware naar de letter naast de *duty of care* een onderscheid aanbrengt in de *duty of loyalty* en de *duty of good faith*, dit onderscheid in de rechtspraak van zowel voor, in, als na *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*²²⁵ niet consequent wordt gevolgd.²²⁶ In *Stone v. Ritter* schept de *Supreme Court* van Delaware eindelijk meer doctrinaire duidelijkheid

222 *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): “Having concluded that the Privatization was not entirely fair, the Court must next determine the nature of the fiduciary duty violation – whether of care, loyalty, or good faith – that resulted in the unfair transaction.”

223 Vgl. o.a. *Esopus Creek Value L.P. v. Hauf* (Del. Ch. 2006) en *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988) over “an unintended violation of the duty of loyalty that the board owed to the shareholders.” Dit duidt op de mogelijkheid van zowel een (doel)bewuste als een onbewuste schending van de *duty of loyalty*. Zie o.a. Veasey (2005), 1451.

224 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

225 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

226 Vgl. o.a. *Zirn v. VLI Corp.* (Del. 1996); *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990); *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989); en *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987). Vgl. buiten Delaware o.a. *Strougo v. Scudder, Stevens & Clark, Inc.* (S.D. N.Y. 1997): “(...) ‘good faith’ is generally synonymous with the duty of loyalty or the duty of fair dealing.”

aan de hand van de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*.²²⁷

“It is important, in this context, to clarify a doctrinal issue that is critical to understanding fiduciary liability under *Caremark* as we construe that case. The phraseology used in *Caremark* and that we employ here – describing the lack of good faith as a “necessary condition to liability” – is deliberate. The purpose of that formulation is to communicate that a failure to act in good faith is not conduct that results, *ipso facto*, in the direct imposition of fiduciary liability. The failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith “is a subsidiary element[,]” *i.e.*, a condition, “of the fundamental duty of loyalty.” It follows that because a showing of bad faith conduct, in the sense described in *Disney* and *Caremark*, is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty. This view of a failure to act in good faith results in two additional doctrinal consequences. First, although good faith may be described colloquially as part of a ‘triad’ of fiduciary duties that includes the duties of care and loyalty, the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty. Only the latter two duties, where violated, may directly result in liability, whereas a failure to act in good faith may do so, but indirectly. The second doctrinal consequence is that the fiduciary duty of loyalty is not limited to cases involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest. It also encompasses cases where the fiduciary fails to act in good faith. As the Court of Chancery aptly put it in *Guttman*, “[a] director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporation’s best interest”.²²⁸

Hierin maakt de *Supreme Court* van Delaware allereerst duidelijk dat het vereiste van subjectieve *bona fides* weliswaar met de *duty of loyalty* en de *duty of care* mag worden gerubriceerd onder een triade van fiduciaire plichten, maar dat de plicht tot het betrachten van subjectieve goede trouw uiteindelijk niet een autonome fiduciaire plicht is met dezelfde status als de *duty of loyalty* en de *duty of care*. Dát zijn dé twee primaire fiduciaire plichten die op het bestuur rusten, aldus *Justice Holland*.

Wat opvalt is dat *Justice Jacobs* in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* onder meer verwijst naar “intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one’s responsibilities” als “a non-exculpable, non-indemnifiable violation of the fiduciary duty to act in good faith” en daarmee koerst op een separate *fiduciary duty of good faith*, terwijl *Justice Holland* vrij kort daarna in *Stone v. Ritter* stelt dat het vereiste van subjectieve *bona*

227 Zie nummer 12.a hiervoor.

228 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006). Hiermee keert de *Supreme Court* van Delaware terug naar de traditionele tweeslag. Vgl. o.a. *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989): “(...) directors must act in accordance with their fundamental duties of care and loyalty” en *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986): “(...) directors owe fiduciary duties of care and loyalty to the corporation and its shareholders.” Zie o.a. Reed (2006), 115: “(...) disloyalty may take many forms.”

HOOFDSTUK III

fides geen aparte fiduciaire plicht vormt die op gelijke voet staat met de *duty of loyalty* en de *duty of care*. Dit staat weer haaks op hetgeen Justice Holland uiteenzet in bijvoorbeeld *Emerald Partners v. Berlin*²²⁹ onder verwijzing naar de “triad of primary fiduciary duties: due care, loyalty and good faith” en in *Malone v. Brincat*²³⁰: “The director’s fiduciary duty to both the corporation and its shareholders has been characterized by this Court as a triad: due care, good faith, and loyalty. That tripartite fiduciary duty does not operate intermittently but is the constant compass by which all director actions for the corporation and interactions with its shareholders must be guided.” Naar die triade verwijst de *Supreme Court* van Delaware herhaaldelijk door de jaren heen sinds 1993.²³¹ In zekere zin gaat de *Supreme Court* van Delaware hier ‘om’, al wordt dat niet met zoveel woorden gezegd. Zowel *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* als *Stone v. Ritter* is op unanieme basis gewezen door de vijf *Justices* die deel uitmaken van de *Supreme Court* van Delaware.

Het vereiste van subjectieve *bona fides* dient doctrinair als een component van de bredere *duty of loyalty* te worden beschouwd. Voorts wijst de *Supreme Court* van Delaware erop dat aldus bezien schending van deze *duty of good faith* alleen indirect tot persoonlijke aansprakelijkheid kan leiden, namelijk via schending van de *duty of loyalty* waarvan de *duty of good faith* deel uitmaakt. Ten slotte maakt de *Supreme Court* van Delaware kenbaar dat in het licht van het voorgaande de *duty of loyalty* niet alleen onderwerp van toetsing kan zijn in gevallen waarin sprake is van een tegenstrijdig belang, maar ook in gevallen waarin alleen het vereiste van subjectieve *bona fides* een rol speelt.²³² Die slotsom is dan onvermijdelijk. Uit praktische overwegingen blijf ik verwijzen naar de *duty of loyalty* wanneer het

229 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001).

230 *Malone v. Brincat* (Del. 1998).

231 Zie hoofdstuk 2 – nummer 8.

232 Deze uitkomst levert één dag na het verschijnen van de opinie van Justice Holland al gefronste wenkbrouwen op bij bijvoorbeeld Smith, een bekende Amerikaanse hoogleraar vennootschapsrecht. Ik citeer enkele kritische overwegingen van zijn *weblog* www.theconglomerate.org d.d. 7 november 2006: “Yesterday, the Delaware Supreme Court issued a unanimous, *en banc* opinion that seems to drive a stake in the heart of ‘the fiduciary duty of good faith’. (...) the first question that springs to mind is this: Has the Delaware Supreme Court been acting in good faith in its development of the duty of good faith? Over the past decade, the Court has had numerous opportunities to ‘clarify’ this issue, and the Court has consistently muddied the waters. As noted above in my *Gaylord* citation above, the Court of Chancery responded to Justice Horsey’s unfortunate sentence by treating the mysterious duty of good faith as a species of loyalty violation, but the Supreme Court repeatedly emphasized the distinctiveness of ‘the duty of good faith’. I never liked the idea that good faith was part of the duty of loyalty, but if that’s where the Supreme Court wanted it, did we really need over a decade to figure that out? We are told that the duty of good faith is connected to *Caremark*, which the Supreme Court has cited in three other cases, though never with the complete endorsement of the *Caremark* standard that appears in *Stone*. This makes sense to me, given the notion of ‘good faith’ articulated in the *Disney* cases. Then we are told that *Caremark* is really a duty of loyalty case. Not duty of loyalty in the traditional sense – you know, those cases “involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest” – but something different. More like a good faithy version of loyalty. Ok, I think I basically *get* good faith after *Disney*, but why dilute a useful and longstanding concep-

→

gaat om de tegenstrijdig belang problematiek en naar de *duty of good faith* wanneer het gaat om de subjectieve *bona fides* van het bestuur, met dien verstande dat uit doctrinair oogpunt de *duty of good faith* kennelijk een component vormt van de bredere *duty of loyalty*.

De oorzaak van het aannemen door de *Supreme Court* van Delaware van de drieslag *duty of loyalty*, *duty of care* en *duty of good faith* lijkt mede schuil te gaan in de wettelijke bepaling die het aandeelhouders mogelijk maakt het bestuur voor bepaalde vormen van toerekenbaar tekortschieten op voorhand vrij te tekenen voor persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap of haar aandeelhouders.²³³ Ik doel op *Section 102(b)(7)* DGCL en maak een kleine zijstap naar deze belangrijke bepaling.

Deze bepaling luidt, voor zover relevant, dat het *certificate of incorporation* van de vennootschap mag bevatten: “(...) a provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) for any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) (...); or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit.”

Het gaat dan puur om vrijtekening voor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders wegens schending van de *duty of care* voor zover daarbij geen sprake is van subjectief *mala fide* gedrag.²³⁴ In Delaware bestaat daardoor niet voor

tion of loyalty with these other fact situations? Was the post-*Disney* triad broken and in need of repair?” Smith vermoedt dat de door *Justice* Holland in *Stone v. Ritter* (Del. 2006) beantwoorde vraag bewust is opengelaten door *Justice* Jacobs in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) om een unanieme uitspraak veilig te stellen: “I argued that “footnote 112 was an afterthought designed to secure a vote for the opinion in pursuit of unanimity.” I speculated privately to several colleagues that *Justice* Holland had demanded the footnote, though what he intended to do with it I wasn’t sure. Now I know. The triad is dead.”

233 Vrijwaringsaspecten – heel kort gezegd: de verhouding bestuurder/derden – laat ik verder buiten beschouwing. Zie o.a. Eisenberg (2005), 1004 e.v.

234 Dit leerstuk speelt geen rol wanneer de zakelijke beleidsafweging zelf wordt aangevallen en het niet gaat om eventuele persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders voor schuldig ondermaats gedrag. Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “The existence of an exculpation provision authorized by § 102(b)(7) does not, however, eliminate a director’s fiduciary duty of care, because a court may still grant injunctive relief for violations of that duty”; *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): “(...) by the statute’s own terms, an exculpatory charter provision does not insulate directors from liability for various acts of disloyalty towards the firm. Thus, to the extent that directors have engaged in conscious wrongdoing or in unfair self-dealing, the exculpatory charter provision does not insulate them from fiduciary duty claims (...); en *Malpiede v. Townson* (Del. 2001): “The purpose of this statute was to permit stockholders to adopt a provision in the certificate of incorporation to free directors of personal liability in damages for due care violations, but not duty of loyalty violations, bad faith claims and certain other conduct. Such a charter provision, when adopted, would not affect injunctive proceedings based on gross negligence.”

HOOFDSTUK III

iedere verschijningsvorm van toerekenbaar bestuurlijk tekortschieten een remedie in rechte.²³⁵ De ratio van deze bepaling is onder meer dat het bestuur door het verminderen van het persoonlijke aansprakelijkheidsrisico in de context van de *duty of care* beter in staat wordt gesteld risicovollere maar potentieel meer rendabele zakelijke beleidsafwegingen te maken in het belang van de vennootschap en daarmee van de aandeelhouders.²³⁶

Aldus de *Court of Chancery* van Delaware in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*²³⁷: “One of the primary purposes of § 102(b)(7) is to encourage directors to undertake risky, but potentially value-maximizing, business strategies, so long as they do so in good faith. To expose directors to liability for breach of the duty of care for derivative claims of mismanagement asserted by creditors guts this purpose by denying directors the protection of § 102(b)(7) when they arguably need it most. That is, when, despite the directors’ good intentions, the business plan of the firm did not generate financial success and the firm has become insolvent, the possibility of hindsight bias about the directors’ prior ability to foresee that their business plans would not pan out is at its zenith and when the exculpatory charter provision is most useful. (...) Section 102(b)(7) authorizes corporate charter provisions that insulate directors from personal liability to the corporation for breaches of the duty of care. This is an important public policy statement by the General Assembly, which has the intended purpose of encouraging capable persons to serve as directors of corporations by providing them with the freedom to make risky, good faith business decisions without fear of personal liability.”²³⁸

De wetgever van Delaware is in 1986 overgegaan tot invoering van *Section 102(b)(7)* DGCL naar aanleiding van de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Smith v. Van Gorkom*.²³⁹

Daarin oordeelt de *Supreme Court* van Delaware kort gezegd dat het op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap handelende en niet door enig tegenstrijdig belang gehinderde bestuur van Trans Union Corp. persoonlijk aansprakelijk is voor uiteindelijk bijna US\$ 50.000.000 wegens het zonder directe aanleiding onvoldoende geïnformeerd en doordacht aangaan van een fusie, ondanks het feit dat de geboden prijs per aandeel Trans

235 Vgl. o.a. *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* (Del. 1996): “While it is often thought to be axiomatic that a wrong must have a correlative remedy, this is not always the case.”

236 Vgl. o.a. *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001); *Malpiede v. Townson* (Del. 2001): “Once the statute was adopted, stockholders usually approved charter amendments containing these provisions because it freed up directors to take business risks without worrying about negligence lawsuits”; en *Strassburger v. Early* (Del. Ch. 2000). Zie o.a. Veasey (2005), 1432 e.v. en Veasey (1998), 693-694.

237 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

238 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

239 *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985).

Union Corp. een premie bevatte van bijna 50% boven de marktprijs en de *investment banker* van de vennootschap niet in staat was een hogere prijs per aandeel te realiseren.²⁴⁰

Deze uitspraak is in de literatuur hevig bekritiseerd, onder meer omdat de *Supreme Court* van Delaware te gemakkelijk tot deze slotsom zou zijn gekomen en deze zaak zou hebben aangegrepen om de *duty of care* op de kaart te zetten.²⁴¹ Als direct gevolg van deze uitspraak namen – naar het schijnt – de verzekeringspremies in de vennootschappelijke context dramatisch in omvang toe en traden veel bestuurders af of stelden zich niet herverkiesbaar.²⁴² De wetgever van Delaware heeft deze facultatieve vrijtekening mede ingebouwd om te voorkomen dat het als gevolg van deze baanbrekende uitspraak plotseling vergrote risico van interne bestuurdersaansprakelijkheid in de weg zou staan aan het aantrekken van bekwame bestuurders. Hiervan is in Delaware inmiddels op grote schaal gebruik gemaakt.²⁴³ In navolging van Delaware hebben veel staten in de Verenigde Staten een soortgelijke faciliteit – ook wel *director protection statutes* of *raincoat provisions* genaamd – geschapen in deelstatelijke wetgeving.

De *Supreme Court* van Delaware verwoordt de achterliggende gedachte van deze bepaling als volgt in *Emerald Partners v. Berlin*: “In 1986, Section 102(b)(7) was enacted by the Delaware General Assembly, following a “directors and officers insurance liability crisis and the 1985 (...) decision [of this Court] in *Smith v. Van Gorkom*.” In *Van Gorkom*, we held that directors were personally liable in monetary damages for gross negligence in the process of decisionmaking. The purpose of Section 102(b)(7) was to *permit shareholders* – who are entitled to rely upon directors to discharge their fiduciary duties at all times – to adopt a provision in the certificate of incorporation to exculpate directors from any personal liability for the payment of monetary damages for breaches of their duty of care, but not for duty of loyalty violations, good faith violations and certain other conduct. Following

240 Vgl. o.a. *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Zie o.a. Assink/Olden, 13 e.v.

241 Illustratief is Quillen (1986), 465, 470, 479: “The commentary has been harsh, and damage has been caused by the wake of the *Trans Union* case. (...) The majority’s approach appears to many to be unprincipled, that is, without generality and neutrality transcending the immediate result. One critic harshly commented that “the decision seems to reflect nothing but the court’s need to force haphazardly chosen defendants to repent for the state of Delaware’s pro-business ways.” The problem is that the opinion does not point to essence and is burdened by overkill and by needless, and often erroneous, legal and factual excess. The legal and factual criticism is not easy to catalogue briefly. But it generally falls within three categories: (1) legal doctrine, (2) market knowledge, and (3) argumentative tone. (...) The critics certainly do have a point. (...) The court in *Trans Union* said much more than was necessary and, in its excessive extension, it gave rise to concerns far beyond those required for the decision. Whether in legal doctrine, in background information, or in hostile tone, the immediate concerns of the legal and business communities had a legitimate basis.” Quillen werkt deze drie punten op vrij overtuigende wijze uit.

242 Zie o.a. Hanks/Scriggins (2000), 23 e.v.

243 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) en *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001). Zie o.a. Strine (2002), 1385 e.v.

HOOFDSTUK III

the enactment of Section 102(b)(7), the shareholders of many Delaware corporations approved charter amendments containing these exculpatory provisions with full knowledge of their import.”²⁴⁴

Als buiten kijf staat dat alleen sprake kan zijn van een puur *duty of care* gerelateerde vordering tot aansprakelijkstelling van het bestuur dan heeft een *Section 102(b)(7)* DGCL vrijtekening tot gevolg dat de vordering dient te worden afge-
wezen.

Ik wijs op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Malpiede v. Townson*²⁴⁵ waaruit volgt dat bij toepassing van de *business judgment rule*: “the board is not required to *disprove* claims based on alleged breaches of the duty of loyalty to gain the protection of the provision with respect to due care claims. Rather, proving the existence of a valid exculpatory provision in the corporate charter entitles directors to dismissal of any claims for money damages against them that are based solely on alleged breaches of the board’s duty of care.”

Dit bevestigt de *Supreme Court* van Delaware in *Emerald Partners v. Berlin*: “(...) if a shareholder complaint unambiguously asserts *only* a due care claim, the complaint is dismissible once the corporation’s Section 102(b)(7) provision is properly invoked. (...) Although a Section 102(b)(7) provision does not operate to defeat the validity of a plaintiff’s claim on the merits, it can operate to defeat the plaintiff’s ability to recover monetary damages. Accordingly, if the shareholder complaint only alleges a duty of care violation, the entry of a monetary judgment following a finding of unfairness would be uncollectable. Consequently, a trial pursuant to the entire fairness standard of review would serve no useful purpose. Thus, under those specific circumstances, when the presumption of the business judgment rule has been rebutted in the shareholder complaint solely by successfully alleging a duty of care violation, the director defendants do not have to prove entire fairness to the trier of fact, because of the exculpation afforded to the directors by the Section 102(b)(7) provision inserted by the shareholders into the corporation’s charter. The rationale of *Malpiede* constitutes judicial cognizance of practical reality: unless there is a violation of the duty of loyalty or the duty of good faith, a trial on the issue of entire fairness is unnecessary because a Section 102(b)(7) provision will exculpate director defendants from paying monetary damages that are exclusively attributable to a violation of the duty of care. The effect of our holding in *Malpiede* is that, in actions against the directors of Delaware corporations with a Section 102(b)(7) charter provision, a shareholder’s complaint must allege well-pled facts that, if true, implicate breaches of loyalty or good faith.”

Bijvoorbeeld in gevallen waarin de *entire fairness test* van meet af aan van toepassing is, wanneer een controlerende aandeelhouder aan beide zijden van de transactie staat²⁴⁶, zal het bestuur uiteindelijk zelf moeten aantonen dat het aan-

244 Vgl. o.a. *Stifel Financial Corp. v. Cochran* (Del. 2002). Zie o.a. Reed (2006), 108.

245 *Malpiede v. Townson* (Del. 2001).

246 Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.d.

gevallen bestuurlijk gedrag toch valt onder de beschermende werking van *Section 102(b)(7) DGCL*.²⁴⁷

De reden dat de invoering van *Section 102(b)(7) DGCL* heel wel kan hebben bijgedragen aan de introductie in 1993 door de *Supreme Court* van Delaware van de drieslag *duty of loyalty*, *duty of care* en *duty of good faith* is gelegen in de vreemd aandoende opbouw van die bepaling. Daarin is bestuurlijk gedrag in strijd met de *duty of loyalty* (i.e. “breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders”) geduid als een aparte categorie ten opzichte van diverse verschijningsvormen van niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag. Dat is zacht gezegd verwarrend. Daarbij komt dat de situatie waarin een bestuurder op ontoelaatbare wijze een persoonlijk voordeel geniet, een situatie die van oudsher onder de *duty of loyalty* wordt geschaard, als een aparte categorie wordt geduid (i.e. “any transaction from which the director derived an improper personal benefit”). De introductie van de *triad of fiduciary duties* door de *Supreme Court* van Delaware lijkt evenals de redigering van *Section 102(b)(7) DGCL* door de wetgever van Delaware niet heel goed te zijn doordacht. Een voorzichtige conclusie, waarvoor ook in de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware steun te vinden is.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Emerald Partners v. Berlin*²⁴⁸: “Good faith is a fundamental component of the duty of loyalty, as the Supreme Court recognized in *Technicolor* (...). Confusion about the relationship between the fiduciary duty of loyalty and its good faith component is attributable in part (in my view and the view of other members of this Court) to the way that *Section 102(b)(7)* is drafted. The structure of *Section 102(b)(7)* balkanizes the fiduciary duty of loyalty into various fragments, thereby creating unnecessary conceptual confusion. For example, subsection (i) of *Section 102(b)(7)* excludes conduct violative of the “duty of loyalty” from exculpatory protection, but then goes on, in other subsections, to carve out conduct that amounts to different examples of quintessentially disloyal conduct. One such example of disloyal conduct is unfair self-dealing, which subsection (iv) describes as a director’s receipt of “an improper personal benefit” from a transaction”²⁴⁹ en in *Guttman v. Huang*: “The General Assembly could contribute usefully to ending the balkanization of the duty of loyalty by rewriting

247 Vgl. o.a. *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006) en *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002): “Usually, the entire fairness standard only applies at the outset (*‘ab initio’*) in certain special circumstances, viz, a squeeze out merger or a merger between two companies under the control of a controlling shareholder. (...) Entire fairness review is not automatically triggered when a *non-controlling* shareholder appears on both sides of a challenged transaction.”

248 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 2003).

249 Vgl. o.a. *McMillan v. Intercargo Corp.* (Del. Ch. 2000): “Most of the statute’s exceptions simply iterate particular examples of breaches of the duty of loyalty. For example, the statute provides exceptions for conduct not in good faith, intentional misconduct, and knowing violations of the law – quintessential examples of disloyal, *i.e.*, faithless, conduct. See *In re ML/EQ Real Estate Partnership Litig.* (...) (explaining that bad faith conduct is, by definition, disloyal conduct); (...) *In re Gaylord Container Corp. Shareholders Litig.* (...) (same)” en over “bad faith, self-interested, or other intentional misconduct rising to the level of a breach of the duty of loyalty. (...) bad faith or otherwise disloyal conduct (...)” Zie o.a. Veasey (2005), 1451 en Reed/Neidermann (2004), 121.

HOOFDSTUK III

§ 102(b)(7) to make clear that its subparts all illustrate conduct that is disloyal. For example, one cannot act loyally as a corporate director by causing the corporation to violate the positive laws it is obliged to obey. (...) Many recent events have only emphasized the importance of that obvious component of the duty of loyalty. But it would add no substance to our law to iterate a ‘quartet’ of fiduciary duties, expanded to include the duty of ‘legal fidelity’, because that requirement is already a subsidiary element of the fundamental duty of loyalty. The so-called expanded ‘triad’ created by *Cede II*, I respectfully submit, is of no greater utility.”²⁵⁰

Illustratief is ook de kanttekening van Justice Holland in *McMullin v. Beran*²⁵¹ dat bepalingen die vallen onder de reikwijdte van *Section 102(b)(7)* DGCL “cannot provide protection for directors who breach their duty of loyalty.” In *Stone v. Ritter* verwijst hij naar “conduct that is not in good faith or a breach of the duty of loyalty.”

14. De *duty of disclosure*

Naast de drie hiervoor behandelde fiduciaire plichten die op het bestuur rusten, waarvan de *duty of loyalty* en de *duty of care* klaarblijkelijk de primaire fiduciaire plichten vormen en de *duty of good faith* deel uitmaakt van de bredere *duty of loyalty*, is door de *Supreme Court* van Delaware een vierde op het bestuur rustende fiduciaire plicht onderscheiden: de *duty of disclosure*. De *duty of disclosure* brengt kort gezegd mee dat het bestuur in gevallen waarin hij verzoekt om goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders de aandeelhouders tijdig dient te voorzien van alle materiële informatie waarover het bestuur redelijkerwijs kan beschikken.

Ik wijs met name op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Zirn v. VLI Corp.*²⁵²: “It is well-established that the duty of disclosure “represents nothing more than the well-recognized proposition that directors of Delaware corporations are under a fiduciary duty to disclose fully and fairly all material information within the board’s control when it seeks shareholder action.” (...) This duty inheres any time a corporate board of directors seeks stockholder action.”²⁵³

250 Vgl. o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004) over “8 Del. C. § 102(b)(7) (prohibiting exculpation for a variety of faithless acts (...)).”

251 *McMullin v. Beran* (Del. 2000).

252 *Zirn v. VLI Corp.* (Del. 1996).

253 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998): “The recognized usefulness of information has pushed disclosure into a far more central role. The duty of disclosure is now recognized whenever the Board seeks shareholder action, regardless of whether the approval sought is for an act or transaction in which the board itself is conflicted. Far from being seen as a mere additional burden, corporations may seize the power of fully informed shareholder approval as a sort of safe harbor” en *Williams v. Geier* (Del. 1996): “When a board of directors is required or elects to seek shareholder action, it is under a duty to disclose fully and fairly pertinent information within the board’s control.”

DE BESTUURLIJKE FIDUCIARY DUTIES IN DELAWARE

De eerste formulering van de *duty of disclosure* maakt deel uit van de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Lynch v. Vickers Energy Corp.*²⁵⁴ zoals blijkt uit wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*²⁵⁵: “The genesis of Delaware law regarding disclosure obligations can be traced to the seminal case of *Lynch v. Vickers Energy Corp.* (...), where, in the context of a self-tender, this Court held that a majority stockholder “owed a fiduciary duty (...) which required ‘complete candor’ in disclosing fully all the facts and circumstances surrounding the tender offer.” (...) A number of subsequent decisions have recognized the existence of fiduciary disclosure obligations.”²⁵⁶

In de uitspraak inzake *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company*²⁵⁷ maakt de *Supreme Court* van Delaware duidelijk dat “the Delaware law of the fiduciary duties of directors, as developed in our judicial decisions, establishes a general duty of directors to disclose to stockholders all material information reasonably available when seeking stockholder action.” Deze formulering is in belangrijke mate afkomstig uit de uitspraak van de *Supreme Court* van de Verenigde Staten inzake *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*²⁵⁸ die door de *Supreme Court* van Delaware in *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*²⁵⁹ is overgenomen. Opvallend is de verwantheid van deze definitie wat betreft het element “all material information reasonably available” met de inhoud van de *duty of care* als geformuleerd door de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Smith v. Van Gorkom*.²⁶⁰

De *duty of disclosure* kan ook op een controlerende aandeelhouder rusten.²⁶¹ De term *duty of candor*, die in dit verband ook wel is gebruikt binnen het vennootschapsrecht van Delaware, is inmiddels in onbruik geraakt.²⁶² Naast de *duty of disclosure* kunnen ook wettelijke bepalingen het bestuur een plicht opleggen tot het tijdig verschaffen van toereikende informatie.²⁶³

De *duty of disclosure* verplicht het bestuur in beginsel ‘slechts’ tot volledige verschaffing van die informatie welke juist is en van wezenlijk belang kan zijn voor de aandeelhouders bij hun besluitvorming, niet tot volledige verschaffing van alle voorhanden informatie.

254 *Lynch v. Vickers Energy Corp.* (Del. 1978).

255 *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* (Del. 1994).

256 Vgl. o.a. *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.* (Del. 2000): “These disclosure standards have been expressed in much the same language over the past 25 years.”

257 *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company* (Del. 1997).

258 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (U.S. 1976).

259 *Rosenblatt v. Getty Oil Co.* (Del. 1985).

260 *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985). Zie nummer 12.b hiervoor.

261 Vgl. o.a. *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (Del. 1994). Zie hoofdstuk 2 – nummer 7.e.

262 Vgl. o.a. *Stroud v. Grace* (Del. 1992). Anders nog o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989); *Weinberger v. Rio Grande Industries, Inc.* (Del. Ch. 1986); en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985).

263 Dit laat ik verder buiten beschouwing. Vgl. o.a. *Stroud v. Grace* (Del. 1992).

HOOFDSTUK III

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware reeds uiteenzet in *Kaplan v. Goldsamt*²⁶⁴: “To summarize this point, while a corporation must adequately inform shareholders as to matters under consideration, the requirement of full disclosure does not mean that a proxy statement must satisfy unreasonable or absolute standards. Many people may disagree as to what should or should not be in such a statement to shareholders, and as to alleged omissions the simple test (sometimes difficult of application) is whether the omitted fact is material. (...) There is obviously no requirement to include insignificant information. (...) Provided that the proxy statement viewed in its entirety sufficiently discloses the matter to be voted upon, the omission or inclusion of a particular item is within the area of management judgment.”²⁶⁵

Het bestuur komt hier enige beleidsvrijheid toe die wordt gekleurd door de op het bestuur rustende plicht “to protect the corporate enterprise, in particular, by keeping certain financial information confidential.”²⁶⁶

Van materiële informatie in deze zin kan pas worden gesproken zodra het waarschijnlijk is dat een redelijke aandeelhouder die informatie als belangrijk zou beschouwen in zijn besluitvorming, wat weer afhankelijk is van de omstandigheden van het geval.²⁶⁷ Dit gaat niet zover dat waarschijnlijk moet zijn dat die redelijke aandeelhouder bij kennisname van de betreffende informatie daardoor anders zou stemmen. Daarbij dient niet de subjectieve perceptie van het bestuur tot uitgangspunt te worden genomen, maar de objectieve perceptie van de redelijke aandeelhouder.

Ik wijs op de uitspraak inzake *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* waarin de *Supreme Court* van Delaware dit als volgt verwoordt: “Materiality is defined as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. (...) It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused a reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available. (...) Courts should not assess the qualitative importance of a particular disclosure item, (...) because the standard requires ‘full’ disclosure of all material facts (...).

264 *Kaplan v. Goldsamt* (Del. Ch. 1977).

265 Vgl. buiten Delaware o.a. *Potter v. Pohl* (Minn. App. Ct. 1997).

266 *Malone v. Brincat* (Del. 1998). Vgl. o.a. *Alessi v. Beracha* (Del. Ch. 2004): “(...) the secrecy rationale cannot be used in every circumstance as a ‘free pass’ to allow fiduciaries to withhold clearly material information from stockholders.”

267 Vgl. o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996).

DE BESTUURLIJKE FIDUCIARY DUTIES IN DELAWARE

Further, materiality is to be assessed from the viewpoint of the ‘reasonable’ stockholder, not from a director’s subjective perspective.”²⁶⁸

Duidelijk onbetrouwbare informatie of informatie met een sterk speculatief karakter hoeft door het bestuur niet snel openbaar gemaakt te worden, nu verwarring bij de aandeelhouders dient te worden voorkomen.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware benadrukt in *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*: “(...) as an abstraction, Delaware law does not require disclosure of inherently unreliable or speculative information which would tend to confuse stockholders or inundate them with an overload of information.”²⁶⁹

Evenmin is het de bedoeling dat het bestuur de aandeelhouders overspoelt met slechts zijdelings relevante informatie.²⁷⁰ Gaat het bestuur evenwel over tot bijvoorbeeld verschaffing van aanvullende niet-materiële informatie, dan rust op hem de plicht ervoor te waken dat daardoor een voor de aandeelhouders misleidend beeld ontstaat.

268 Vgl. o.a. *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007): “Directors of Delaware corporations must “disclose fully and fairly all material information within the board’s control when they seek shareholder action.” An omitted fact is only material if there is a substantial likelihood that it would be considered important in a reasonable shareholder’s deliberation and decision making process before casting his or her vote. (...) To this end, disclosures must provide a “balanced,” “truthful,” and “materially complete” account of all matters they address. When stockholders must vote on a transaction in which they would receive cash for their shares, information regarding the financial attractiveness of the deal is of particular importance. This is because the stockholders must measure the relative attractiveness of retaining their shares versus receiving a cash payment, a calculus heavily dependent on the stockholders’ assessment of the company’s future cash flows”; *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007): “Investors should be deemed responsible, intelligent readers with a duty to read that which is provided to them. See *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (...) (Del. Ch. 1991) (holding that “[j]ust because certain information is contained in exhibits does not mean that that information is not adequately disclosed” and that “[d]isclosure documents must be read as a whole”, but also noting that the use of exhibits was not a “license to bury important information in an attempt to make it less accessible to shareholders”); *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): ““Delaware law imposes upon a board of directors the fiduciary duty to disclose fully and fairly all material facts within its control that would have significant effect upon a stockholder vote.” Therefore, to prevail on a disclosure claim, a plaintiff must prove not only an omission or misstatement of a particular fact, but also that the fact was material. (...) The “materiality standard is an objective one, measured from the point of view of [a] reasonable investor[] [and not] the subjective views of the directors.” Thus, the omission of an immaterial fact or the making of an immaterial misstatement will not result in a finding of a violation of the duty of disclosure”; en *Erickson v. Centennial Beauregard Cellular, L.L.C.* (Del. Ch. 2003).

269 Vgl. o.a. *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006) en *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The theory goes that there is a risk of information overload such that shareholders’ interests are best served by an economy of words rather than an overflow of adjectives and adverbs in solicitation statements.”

270 Vgl. o.a. *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.* (Del. 2000): “Omitted facts are not material simply because they might be helpful.”

HOOFDSTUK III

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*²⁷¹: “A board can breach its duty of disclosure under Delaware law in a number of ways – by making a false statement, by omitting a material fact, or by making partial disclosure that is materially misleading. (...) When the issue of partial disclosure arises, the relevant inquiry is whether shareholders are misled as to the corporation’s significant prospects (*i.e.*, material facts), and it is *not* a question of whether or not there was an ambiguity or misstatement that might lead shareholders to an incorrect conclusion about an insignificant or irrelevant fact which has no bearing on any other material facts. (...) A board that provides a partial disclosure must rectify the misleading statement with follow-up disclosure that makes the information true and complete or face the consequences of a breach of fiduciary duty.”²⁷²

Het relatief abstracte karakter van de *duty of disclosure* maakt deze fiduciaire plicht niet altijd even eenvoudig toepasbaar, maar dit vormt op zichzelf logischerwijs geen rechtvaardiging voor inadequate informatievervalsing.²⁷³ Dat op deze niet erg verrassende

271 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998).

272 Vgl. o.a. *In re The MONY Group, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2004): “This objective standard is augmented by the rule that while directors do not have to provide information that is simply ‘helpful’, once they take it upon themselves to disclose information, that information must not be misleading”; *McMullin v. Beran* (Del. 2000): “In properly discharging their fiduciary responsibilities, directors of Delaware corporations must exercise due care, good faith and loyalty whenever they communicate with shareholders about the corporation’s affairs. When shareholder action is requested, directors are required to provide shareholders with all information that is material to the action being requested and “to provide a balanced, truthful account of all matters disclosed in the communication with shareholders””; *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “Once defendants travel down the road of partial disclosure they have an obligation to provide the stockholders with an accurate, full and fair characterization of (...) events”; en *Zirn v. VLI Corp.* (Del. 1996).

273 Vgl. in een andere context over het onderscheid tussen een ‘zwart-wit norm’ en een ‘omstandigheden afhankelijke norm’ o.a. *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988): “A *per se* rule that would strike down, in equity, any board action taken for the primary purpose of interfering with the effectiveness of a corporate vote would have the advantage of relative clarity and predictability. It also has the advantage of most vigorously enforcing the concept of corporate democracy. The disadvantage it brings along is, of course, the disadvantage a *per se* rule always has: it may sweep too broadly. (...) In my view, our inability to foresee now all of the future settings in which a board might, in good faith, paternalistically seek to thwart a shareholder vote, counsels against the adoption of a *per se* rule invalidating, in equity, every board action taken for the sole or primary purpose of thwarting a shareholder vote, even though I recognize the transcending significance of the franchise to the claims to legitimacy of our scheme of corporate governance. It may be that some set of facts would justify such extreme action. This, however, is not such a case.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Basic, Inc. v. Levinson* (U.S. 1988): “(...) a bright-line rule is easier to follow than a standard that requires the exercise of judgment in the light of all the circumstances (...)” Timmerman (2003 a), 38 e.v. signaleert in dit verband een dichotomie tussen digitaal recht en analogoog recht. Digitaal recht is één-dimensionaal, zus of zo. Daaraan ligt een “rechtlijnige, logische redenering ten grondslag.” Analogoog recht is gebaseerd op een “multifactorredenering”, omdat daarbij uiteenlopende factoren de doorslag geven bij het beantwoorden van een rechtsvraag. Digitaal recht is daardoor voorspelbaarder dan analogoog recht.

slotsom nog eens wordt gehamerd door de *Court of Chancery* van Delaware in *Alessi v. Beracha*²⁷⁴ geeft wellicht aan dat in de praktijk niet altijd voldoende serieus wordt omgegaan met het vervullen van deze bestuurlijke plicht. Van het bestuur wordt in de context van de *duty of disclosure* overigens niet verlangd dat hij welbewust afbreuk doet aan zijn eigen positie. Het gaat dan, zoals de *Supreme Court* van Delaware het verwoordt in *Stroud v. Grace*²⁷⁵, om “the long-standing principle that to comport with its fiduciary duty to disclose all relevant material facts, a board is not required to engage in ‘self-flagellation’ and draw legal conclusions implicating itself in a breach of fiduciary duty from surrounding facts and circumstances prior to a formal adjudication of the matter.”²⁷⁶

Een aandeelhouder die meent dat het bestuur de *duty of disclosure* heeft geschonden dient in essentie aan te geven:

- dat feiten ontbreken in de door het bestuur verschaft informatie;
- welke feiten dat concreet zijn;
- waarom deze feiten objectief gezien als materieel kwalificeren;
- en op welke wijze deze omissie tot nadeel heeft geleid.²⁷⁷

Op hem rust de stel- en – bij betwisting – bewijsplicht.²⁷⁸

Strikt genomen is de *duty of disclosure* geen separate fiduciaire plicht, maar een uitvloeisel van de *duty of loyalty*, de *duty of care* en de *duty of good faith*.

Instructief is de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Malone v. Brincat*²⁷⁹: “The shareholder constituents of a Delaware corporation are entitled to rely upon their selected directors to discharge their fiduciary duties at all times. Whenever directors communicate publicly or directly with shareholders about the corporation’s affairs, with or without a request for shareholder action, directors have a fiduciary duty to shareholders to exercise due care, good faith and loyalty. It follows *a fortiori* that when directors communicate publicly or directly with shareholders about corporate matters the *sine qua non* of directors’ fiduciary duty to shareholders is honesty. (...) The duty of disclosure is, and always has been, a specific application of the general fiduciary duty owed by directors. (...)”

274 *Alessi v. Beracha* (Del. Ch. 2004).

275 *Stroud v. Grace* (Del. 1992).

276 Vgl. o.a. *In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “Delaware law (...) does not require directors to assume they are acting improperly and then advise shareholders of the consequences of the hypothetically wrongful conduct” en *Weiss v. Rockwell International Corp.* (Del. Ch. 1989).

277 Vgl. o.a. *Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.* (Del. 2000) en *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company* (Del. 1997).

278 Vgl. o.a. *In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005). Dit kan met name anders zijn wanneer het bestuur zich beroept op adequate goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders in de context van de tegenstrijdig belang problematiek, ten einde de rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag minder streng te doen zijn voor het bestuur. Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999). Zie hoofdstuk 4 – nummers 19.a en 19.d.

279 *Malone v. Brincat* (Del. 1998).

HOOFDSTUK III

The duty of directors to observe proper disclosure requirements derives from the combination of the fiduciary duties of care, loyalty and good faith.”²⁸⁰

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Louisiana Municipal Police Employees’ Retirement System v. Crawford*²⁸¹: “Directors of Delaware corporations, as part of their fiduciary duties of care and loyalty, are bound by a duty of disclosure. Directors must “fully and fairly [disclose] all material information within the board’s control when it seeks shareholder action.” Information is material when “there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider [the omitted information] important in deciding how to vote.” Plaintiffs must show “a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder.” That is, “there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available”.”

Wanneer het niet gaat om een verzoek om zogeheten *shareholder action* speelt de *duty of disclosure* als zodanig – naar het lijkt²⁸² – geen rol.²⁸³ Daarbij kan onder meer worden gedacht aan:

- bestuurlijke verklaringen gericht aan de aandeelhouders betreffende de gang van zaken binnen de vennootschap;
- en bestuurlijke verklaringen gericht aan de aandeelhouders die wellicht samenhangen met maar welbeschouwd los staan van een verzoek om *shareholder action*.

In dergelijke gevallen kan wel sprake zijn van een directe schending van de *duty of loyalty*, de *duty of care* en/of de *duty of good faith*.

280 Vgl. in minder ruime zin o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “The duty of disclosure is a combination of the fiduciary duties of care and loyalty.” Ook uit deze overweging volgt dat de drieslag *loyalty, care en good faith* door de *Supreme Court* van Delaware niet erg goed is doordacht. Vgl. in nog minder ruime zin o.a. *Jackson National Life Ins. Co. v. Kennedy* (Del. Ch. 1999): “The duty of disclosure is merely a specific application of the more general fiduciary duty of loyalty that applies only in the setting of a transaction or other corporate event that is being presented to the stockholders for action.” Vgl. in lijn daarmee o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006): “As a corporate fiduciary, Araneta was required to be candid in all of his communications concerning the Delaware Holding Company’s financial condition. As our Supreme Court explained in *Malone v. Brincat*, the fiduciary duty of loyalty prohibits a director from lying to the stockholders. Thus, “[i]t necessarily follows from *Malone* that when directors communicate with stockholders, they must recognize their duty of loyalty to do so with honesty and fairness”.”

281 *Louisiana Municipal Police Employees’ Retirement System v. Crawford* (Del. Ch. 2007).

282 In *Kahn v. Roberts* (Del. 1996) wordt een kanttekening gemaakt: “(...) this Court has never stated that full disclosure is required *only when seeking shareholder action*. Because none of the disclosure violations alleged by Kahn are material, we need not and do not reach today the question of whether a duty of disclosure exists absent shareholder action.”

283 Vgl. o.a. *Steinman v. Levine* (Del. Ch. 2002).

Zoals de *Supreme Court* van Delaware duidelijk maakt in *Malone v. Brincat*: “Inaccurate information in these contexts may be the result of violation of the fiduciary duties of care, loyalty or good faith.”²⁸⁴ Dat het daarbij ook kan gaan om gevallen waarin een bestuurder in een persoonlijke relatie staat tot een individuele aandeelhouder blijkt onder meer uit de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Trustees of General Elec. Pension Trust v. Levenson*²⁸⁵: “The general rule in Delaware is that directors “do not occupy a fiduciary position vis-à-vis individual stockholders in direct personal dealings as opposed to dealings with stockholders as a class (...). [I]t is only in special cases where advantage is taken of inside information and the like that the selling stockholder is afforded relief and then on the basis of fraud (...).” *Kors v. Carey* (...). The Delaware Supreme Court has expressly approved *Kors*, noting that “the special circumstance rule applies only when a director is possessed of special knowledge of future plans or secret resources and deliberately misleads a stockholder who is ignorant of them.” *Lank v. Steiner* (...).”²⁸⁶

De *duty of disclosure* speelt – ook – geen rol waar het gaat om vragen die verband houden met het moment waarop en de mate waarin het bestuur informatie dient te openbaren met het oog op het goed functioneren van de effectenmarkt. Daarvoor geldt alleen het federale effectenrecht dat de *Supreme Court* van

284 Vgl. o.a. *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007): “Disclosure violations may, but do not always, involve violations of the duty of loyalty. A decision violates only the duty of care when the misstatement or omission was made as a result of a director’s erroneous judgment with regard to the proper scope and content of disclosure, but was nevertheless made in good faith. Conversely, where there is reason to believe that the board lacked good faith in approving a disclosure, the violation implicates the duty of loyalty”; *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007): “Directors of Delaware corporations should not be surprised to find that lying to shareholders is inconsistent with loyalty, which necessarily requires good faith. (...) it is difficult to conceive of a context in which a director may simultaneously lie to his shareholders (...) and yet satisfy the duty of loyalty”; *Shamrock Holdings of California, Inc. v. Iger* (Del. Ch. 2005): “Even in instances where directors are not seeking shareholder action, they are still obligated to communicate honestly with shareholders”; *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “When the directors disseminate information to stockholders when no stockholder action is sought, the fiduciary duties of care, loyalty and good faith apply. Dissemination of false information could violate one or more of those duties”; *Kahn v. Roberts* (Del. 1996); *Zirn v. VLI Corp.* (Del. 1996); *In re Rexene Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1991); en *Kelly v. Bell* (Del. Ch. 1969). Aardig is ook *Williams v. Geier* (Del. 1996): “(...) a board of directors seeking stockholder approval of a transaction must walk a fine line between disclosures designed to inform and disclosures which may be seen as coercive. An otherwise valid stockholder vote may be nullified by a showing that the structure or circumstances of the vote were impermissibly coercive. (...) Wrongful coercion may exist where the board or some other party takes actions which have the effect of causing the stockholders to vote in favor of the proposed transaction for some reason other than the merits of that transaction.”

285 *Trustees of General Elec. Pension Trust v. Levenson* (Del. Ch. 1992).

286 Vgl. o.a. *Malone v. Brincat* (Del. 1998); *Seagraves v. Urstadt Property Co.* (Del. Ch. 1996); *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983); en *Lynch v. Vickers Energy Corp.* (Del. 1978). Zie in Engeland Morse (2005), 298-299.

HOOFDSTUK III

Delaware niet wenst te laten doorkruisen door op de fiduciaire plichten van het bestuur gebaseerde vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware.²⁸⁷

Dit brengt mij bij de analyse van de *business judgment rule*, de rechtsfiguur aan de hand waarvan de rechter in beginsel het aangevallen bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een zakelijke beleidsafweging dient te toetsen en waarbij de op het bestuur rustende fiduciaire plichten een belangrijke positie innemen.

²⁸⁷ Vgl. o.a. *Malone v. Brincat* (Del. 1998): “The historic roles played by state and federal law in regulating corporate disclosures have been not only compatible but complementary”; *Uni-Marts, Inc. v. Stein* (Del. Ch. 1996); *Stroud v. Grace* (Del. 1992); en *Raskin v. Birmingham Steel Corp.* (Del. Ch. 1990). Zie o.a. Veasey (2005), 1476-1477, 1503 e.v. en Chandler/Strine (2003), 953 e.v.

Hoofdstuk IV

Het leerstuk van de *business judgment rule* in Delaware

“Although not demonstrated by the verbiage on the subject, the business judgment rule relating to corporate directors should not be complex in either theory or operation. Indeed its usefulness depends on its simplicity. (...) The general problem is that we frequently have used words and phrases full of integrity and goodness but without assigning them a consistent function. It is left to the whim of the individual judicial commentator to assign the high sounding words of his choice to the evil being perceived. (...) In the modern business world, directors are asked to make significant business decisions swiftly. For simple self-defense, are they not entitled to a clear legal standard by which to measure, at the time of their decision, their personal liability for the necessary business risk attached to their occupation?”¹

15. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

16. de centrale positie van de *business judgment rule*;
17. de *business judgment rule* en de ‘marginale’ redelijkheidstoets: een principieel onderscheid;
 - 17.a. de *business judgment rule*;
 - 17.b. de ‘marginale’ redelijkheidstoets;
18. de *business judgment rule*, de *entire fairness test* en de *enhanced scrutiny test*;
 - 18.a. de verhouding tussen de *business judgment rule* en de *entire fairness test*;
 - 18.b. de *enhanced scrutiny test*;
19. rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *business judgment rule*;
 - 19.a. toetsing aan de *duty of loyalty*;

¹ Quillen (1986), 489, 495. Quillen heeft niet alleen de functie van *Chancellor* in de *Court of Chancery* van Delaware vervuld, maar is ook *Justice* geweest in de *Supreme Court* van Delaware.

HOOFDSTUK IV

- 19.b. toetsing aan de *duty of care*;
- 19.c. toetsing aan de *duty of good faith*;
- 19.d. het effect van aandeelhoudersgoedkeuring;
- 20. rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *entire fairness test*;
- 21. rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *enhanced scrutiny test*;
- 22. de plussen en minnen van de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek;
 - 22.a. een kanttekening bij het onderscheid tussen de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm;
 - 22.b. een kanttekening bij de *duty of loyalty* component van de *business judgment rule*;
 - 22.c. een kanttekening bij de verbondenheid van de *business judgment rule* met de *entire fairness test*;
 - 22.d. een kanttekening bij de verbondenheid van de *enhanced scrutiny test* met de *business judgment rule* en de *entire fairness test*.

16. De centrale positie van de *business judgment rule*

De *business judgment rule* vormt niet de grondslag voor de aan het bestuur toe-komende bevoegdheden. Ook in Delaware is dat de wet.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware vaststelt in *Pogostin v. Rice*²: “The bedrock of the General Corporation Law of the State of Delaware is the rule that the business and affairs of a corporation are managed by and under the direction of its board. See 8 *Del. C.* § 141(a). It follows that the existence and exercise of this power carries with it certain fundamental fiduciary obligations to the corporation and its shareholders.” Ik wijs ook op wat de *Supreme Court* van Delaware een decennium later overweegt in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*³: “The elements, formulation and application of the Delaware business judgment rule follow from the premise that shareholders of a public corporation delegate to their board of directors responsibility for managing the business enterprise. The General Assembly has codified that delegation of authority and mandate of management generally in 8 *Del. C.* § 141(a) (...).”

Evenmin is de *business judgment rule* de basis van de op het bestuur rustende fiduciaire plichten of een handreiking voor wenselijk bestuurlijk gedrag in de zin van *ideal corporate governance practices*. Wat omvat deze rechtsfiguur dan wel? Ik schets de belangrijkste contouren.

De *business judgment rule* is een niet gecodificeerde vorm van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag die met name in de vennootschapsrechtelijke ju-

² *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

³ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

risprudentie uit Delaware tot ontwikkeling is gekomen.⁴ De *business judgment rule* is een fundament van het vennootschapsrecht van Delaware.⁵

De gedachte dat rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag op terughoudende wijze dient plaats te vinden is reeds aan te treffen in uitspraken die dateren van het begin van de negentiende eeuw. Doorgaans wordt verwezen naar de uitspraak van de *Supreme Court* van Louisiana inzake *Percy v. Millaudon*⁶, maar andere voorbeelden zijn te geven.⁷

De wijze waarop de rechter invulling geeft aan die gedachte is niet van meet af aan als de *business judgment rule* geduid. Dit is pas in de loop van de twintigste eeuw gangbaar geworden. Aardig is wat *Chancellor Allen* overweegt in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*⁸: “The place of this concept in the analysis of corporate law is growing at an impressive rate. If one searches for ‘business judgment rule’ in all American databases for each year over the last fifty years one finds a remarkable pattern. Without reproducing the results, the point is made by saying that for each decade starting with 1943 the results are as follows: 16 reported opinions (1943-52); 25 reported opinions (1953-62); 28 opinions (1963-72); 156 opinions (1973-82); 620 opinions (1983-92). The growth continues. In the 18 months since the close of 1992 149 opinions were published that invoked this term.”⁹

Een gedateerde formulering van de *business judgment rule* binnen het vennootschapsrecht van Delaware, waarin overigens aan de *duty of care* geen noemenswaardige aandacht wordt besteed, is bijvoorbeeld te vinden in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Warshaw v. Calhoun*¹⁰: “In the absence of a showing of bad faith on the part of the directors or of a gross abuse of discretion the business judgment of the directors will not be interfered with by the courts. (...) The burden of showing the existence of bad faith or abuse of discretion rests upon the plaintiff (...). The acts of directors are presumptively acts taken in good faith and inspired for the best interests of the corporation, and a minority stockholder who challenges their *bona fides* of purpose has the burden of proof.” De hedendaagse standaardformulering van de *business judgment rule* is in de tachtiger jaren van de vorige eeuw geïntroduceerd door de *Supreme Court* van Delaware.

De *business judgment rule* en de wettelijke bron van de aan het bestuur toekomende bevoegdheden zijn in zoverre aan elkaar gerelateerd dat de *business judgment rule*

4 Vgl. o.a. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003) over “the business judgment rule, (...) a standard of review”; *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990); en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985): “The business judgment rule is primarily a tool of judicial review and only indirectly a standard of conduct for corporate management.” Vgl. buiten Delaware o.a. *RCM Sec. Fund, Inc. v. Stanton* (2nd Cir. 1991). Dubieuze en weinig verhelderende analyses bevatten o.a. *Winters Run Condo v. McCarthy* (Conn. 1996); *Gaillard v. Natomas Co.* (Cal. Ct. App. 1989); en *Frances T. v. Village Green Owners Association* (Cal. 1986).

5 Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982). Zie o.a. Veasey (2005), 1442. Sceptisch hierover is Gevurtz (1994), 287 e.v.

6 *Percy v. Millaudon* (La. 1829).

7 Vgl. buiten Delaware o.a. *Chambers v. Beaver-Advance Corp.* (1958).

8 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

9 Zie o.a. Johnson (2000), 639 e.v. en Quillen (1986), 489 over “the patchwork of case law.”

10 *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966).

HOOFDSTUK IV

ment rule voor bepaalde gevallen een dwingende leidraad vormt voor de rechter, wanneer deze dient te beoordelen of het bestuur zich binnen de aan hem toekomende bevoegdheden op een schuldig ondermaatse wijze heeft gedragen.¹¹ Dit leerstuk configureert voor bepaalde gevallen de rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag. Daarbij spelen de op het bestuur rustende fiduciaire plichten een belangrijke rol.¹² Hier dient evenwel een duidelijk onderscheid te worden gemaakt tussen enerzijds bestuurlijke gedragsnormen, dat wil zeggen normen gericht aan het bestuur die voorschrijven hoe het bestuur zich dient te gedragen, en anderzijds rechterlijke toetsingsnormen, dat wil zeggen normen gericht aan de rechter die voorschrijven hoe een rechter dient vast te stellen of het bestuur in strijd met op hem rustende gedragsnormen gehandeld heeft (en vervolgens of het bestuur persoonlijk aansprakelijk is jegens de vennootschap dan wel of een door het bestuur genomen besluit, althans geïnitieerde transactie, aantastbaar is).¹³ De fiduciaire plichten vormen de primaire gedragsnormen voor het bestuur. De *business judgment rule* is een begrenzer van de rechterlijke toetsing van het met de gewraakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag.

De *business judgment rule* komt pas in beeld wanneer bepaald bestuurlijk gedrag, dat de grenzen van de aan het bestuur toekomende bevoegdheden op zich-

11 Vgl. o.a. *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989); *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. 1985): “Of course, the business judgment rule can only sustain corporate decision making or transactions that are within the power or authority of the Board. Therefore, before the business judgment rule can be applied it must be determined whether the Directors were authorized to adopt the Rights Plan”; en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “We begin with the basic issue of the power of a board of directors of a Delaware corporation to adopt a defensive measure of this type. Absent such authority, all other questions are moot. Neither issues of fairness nor business judgment are pertinent without the basic underpinning of a board’s legal power to act.”

12 Vgl. o.a. *Unisuper Ltd. v. News Corp.* (Del. Ch. 2006) en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985). Zie o.a. Veasey (2005), 1417: “They must carry out their responsibilities in accordance with principles of fiduciary duty. Although the business judgment rule is a standard of review, these duties are embodied in the rule itself. That is, directors are expected to act – indeed are presumed to act, unless the presumption is rebutted – “on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company”.”

13 Zie o.a. Veasey (2005), 1416-1417, 1420: “The standards of review determine whether a director may be held liable or a transaction set aside when the standards of conduct are not met”; Eisenberg (2005), 539: “A *standard of conduct* states how an actor should conduct a given activity or play a given role. A *standard of review* states the test a court should apply when it reviews an actor’s conduct to determine whether to impose liability or grant injunctive relief”; Veasey (2003), 2: “(...) we must distinguish between standards of conduct of directors and standards of review (or liability) for failure to meet the standards of conduct. The two are not always coextensive”; en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1295: “There exists a close, but not perfect, relationship, between the standard by which courts measure director liability (the ‘standard of review’) and the standard of behavior that we normatively expect of directors (the ‘standard of conduct’). (...) A judicial standard of review is a value-laden analytical instrument that reflects fundamental policy judgments. In corporate law, a judicial standard of review is a verbal expression that describes the task a court performs in determining whether action by corporate directors violated their fiduciary duty.”

zelf niet te buiten gaat, wordt aangevallen door bijvoorbeeld één of meer aandeelhouders in een afgeleide actie ten behoeve van de vennootschap en ter toetsing aan de rechter wordt voorgelegd.

Ik wijs in dit verband op de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Zapata Corp. v. Maldonado*¹⁴: “Corporations, existing because of legislative grace, possess authority as granted by the legislature. Directors of Delaware corporations derive their managerial decision making power, which encompasses decisions whether to initiate, or refrain from entering, litigation, from 8 Del.C. s 141 (a). This statute is the fount of directorial powers. The ‘business judgment’ rule is a judicial creation that presumes propriety, under certain circumstances, in a board’s decision. Viewed defensively, it does not create authority. In this sense the ‘business judgment’ rule is not relevant in corporate decision making until after a decision is made. It is generally used as a defense to an attack on the decision’s soundness. The board’s managerial decision making power, however, comes from s 141(a). The judicial creation and legislative grant are related because the ‘business judgment’ rule evolved to give recognition and deference to directors’ business expertise when exercising their managerial power under s 141(a).”¹⁵

De *business judgment rule* kan voorts alleen worden toegepast – de naam zegt het al – in geval van een door het bestuur gemaakte *zakelijke* (i.e. *business*) *beleidsafweging* (i.e. *judgment*).¹⁶ Binnen die grenzen kent dit leerstuk een brede toepassing.¹⁷

Een voorbeeld van een door het bestuur te maken beleidsafweging die geen *business judgment* is vormt de afweging in het kader van de op het bestuur rustende *duty of disclosure* welke informatie aan de aandeelhouders dient te worden verschaft.¹⁸ De specifieke ter toetsing aan de rechter voorgelegde materie rechtvaardigt anders gezegd de terughoudendheid waarmee de rechter het bestuurlijk gedrag dient te toetsen.

De *business judgment rule* dient primair ter bescherming van het bestuur tegen een te vergaande mate van rechterlijke bemoeienis en biedt het bestuur – indien

14 *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

15 Vgl. o.a. *McMullin v. Beran* (Del. 2000): “The business judgment rule is a corollary common law precept to this statutory provision. The business judgment rule, therefore, combines a judicial acknowledgment of the managerial prerogatives that are vested in the directors of a Delaware corporation by statute with a judicial recognition that the directors are acting as fiduciaries in discharging their statutory responsibilities to the corporation and its shareholders.”

16 Zie hoofdstuk 3 – nummer 12.a.

17 Vgl. o.a. *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

18 Vgl. o.a. *In re Anderson, Clayton & Co. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1986): dit “is not a decision concerning the management of business and affairs of the enterprise (...) of the kind the business judgment rule is intended to protect; it is rather a matter relating to the directors’ duty to shareholders who are technically outside the corporation. (...) decisions dealing with the quality of, and the circumstances surrounding, disclosures are not inherently of the kind which courts are ill suited to treat on the merits.” Zie o.a. Johnson (1999), 819.

HOOFDSTUK IV

toepasselijk – een evenredig ruime mate van protectie, hetgeen uiteindelijk ook in het belang van de aandeelhouders wordt geacht.

Zo rept de *Court of Chancery* van Delaware in *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*¹⁹ over “the formidable protections of the business judgment rule.”²⁰

Illustratief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*²¹: “Ordinarily when a court is required to review the propriety of a corporate transaction challenged as constituting a breach of duty or is asked to enjoin a proposed transaction on that ground, it will, in effect, decline to evaluate the merits or wisdom of the transaction once it is shown that the decision to accomplish the transaction was made by directors with no financial interest in the transaction adverse to the corporation and that in reaching the decision the directors followed an appropriately deliberative process. (...) This deference – the business judgment rule – is, of course, simply a recognition of the allocation of responsibility made by section 141(a) of the General Corporation Law and of the limited institutional competence of courts to assess business decisions.”

Ik wijs ook op wat de *Supreme Court* van Delaware benadrukt in *Pogostin v. Rice*: “We are not persuaded by plaintiffs’ claim that the City board’s refusal to accept the premium offered by Tamco, or to negotiate with Tamco under these circumstances, are *prima facie* breaches of fiduciary duty and hence, excuse demand. Establishing such a principle would rob corporate boards of all discretion, forcing them to choose between accepting any tender offer or merger proposal above market, or facing the likelihood of personal liability if they reject it. To put directors to such a Hobson’s choice would be the antithesis of the principles upon which a proper exercise of business judgment is demanded of them. The ultimate loss would, of course, be upon the shareholders.”²²

Voor de beperkte mate waarin de rechter het bestuurlijk gedrag bij toepassing van de *business judgment rule* kan toetsen gelden in essentie dezelfde argumenten als ik in hoofdstuk 1 heb behandeld.²³

De *business judgment rule* kan zowel een rol spelen in geschillen die draaien om de mogelijke persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders (i.e. *director lia-*

19 *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988).

20 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989) over de “relatively broad parameters of the business judgment rule.”

21 *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986).

22 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994): “The General Corporation Law of the State of Delaware (...) and the decisions of this Court have repeatedly recognized the fundamental principle that the management of the business and affairs of a Delaware corporation is entrusted to its directors, who are the duly elected and authorized representatives of the stockholders. (...) Under normal circumstances, neither the courts nor the stockholders should interfere with the managerial decisions of the directors. The business judgment rule embodies the deference to which such decisions are entitled”; en *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990).

23 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

bility), als in gevallen die betrekking hebben op het aanvechten van – kort gezegd – door het bestuur genomen besluiten, althans geïnitieerde transacties (i.e. *transactional justification*)²⁴, en waarin vaak om een onmiddellijke voorziening (i.e. een *injunction*)²⁵ wordt verzocht.²⁶ In beide situaties wordt het gedrag van het bestuur aangevallen, alleen met een ander doel.

Binnen het vennootschapsrecht van Delaware kan dit aan de *Court of Chancery* van Delaware worden voorgelegd. Binnen het Nederlandse vennootschapsrecht is geen sprake van één loket. Zo kan de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure, mits aan de vereisten daarvoor is voldaan, al dan niet onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW en/of art. 2:356 BW treffen, maar zij gaat niet over bijvoorbeeld de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap (afgezien van de art. 2:354 BW-procedure): over de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap gaat de art. 2:9 BW-rechter, die op zijn beurt weer geen – onmiddellijke – voorzieningen kan treffen.²⁷

De *Supreme Court* van Delaware heeft uitdrukkelijk overwogen dat, hoewel men ten aanzien van de *transactional justification* context in de literatuur wel spreekt over de *business judgment doctrine* in plaats van de *business judgment rule*, vastgehouden wordt aan het duiden van de rechterlijke werkmethode als de *business judgment rule* ongeacht de context waarin deze wordt toegepast.

-
- 24 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “Under 8 *Del.C.* § 141(e), when corporate directors rely in good faith upon opinions or reports of officers and other experts “selected with reasonable care”, they necessarily do so on the presumption that the information provided is both accurate and complete. Normally, decisions of a board based upon such data will not be disturbed when made in the proper exercise of business judgment. However, when a board is deceived by those who will gain from such misconduct, the protections girding the decision itself vanish. Decisions made on such a basis are voidable at the behest of innocent parties to whom a fiduciary duty was owed and breached, and whose interests were thereby materially and adversely affected” met daarbij in een voetnoot: “In this context we speak only of the traditional concept of protecting the decision itself, sometimes referred to as the business judgment doctrine. (...) The question of the independent directors’ personal liability for these challenged decisions, reached under circumstances born of the board’s lack of oversight, is not the issue here.” Zie o.a. Balotti/Hinsey (2000), 37 en Veasey/Seitz (1985), 1487: “The rule also applies to cases of ‘transactional justification’ where an injunction is sought against board action. In such cases the focus is on the decision itself as contrasted with the liability of the decision maker.”
- 25 Voor het treffen van een *injunction* gelden specifieke eisen. Vgl. o.a. *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007): “The standard the court must apply to evaluate the plaintiffs’ motion for preliminary injunction is familiar. In order to warrant injunctive relief, the plaintiffs must prove that: (1) they are likely to succeed on the merits of their claims; (2) they will suffer imminent, irreparable harm if an injunction is not granted; and (3) the balance of the equities weighs in favor of issuing the injunction.”
- 26 *Transactional justification* zaken staan vooral in de sleutels van de *Unocal/Unitrin*-doctrine en de *Revlon/QVC*-doctrine, waarbij de *business judgment rule* in beginsel niet direct van toepassing is. Zie nummers 18.b en 21 hierna.
- 27 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 559.

HOOFDSTUK IV

Ik wijs met name op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*²⁸: “One eminent corporate commentator has drawn a distinction between the business judgment rule, which insulates directors and management from personal liability for their business decisions, and the business judgment doctrine, which protects the decision itself from attack. The principles upon which the rule and doctrine operate are identical, while the objects of their protection are different. See Hinsey, *Business Judgment and the American Law Institute’s Corporate Governance Project: The Rule, the Doctrine and the Reality*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 609, 611-13 (1984). In the transactional justification cases, where the doctrine is said to apply, our decisions have not observed the distinction in such terminology. (...) Under the circumstances we do not alter our earlier practice of referring only to the business judgment rule, although in transactional justification matters such reference may be understood to embrace the concept of the doctrine.”²⁹

Ook in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*³⁰ is dit aspect ter sprake gekomen: “The business judgment rule has traditionally operated to shield directors from personal liability arising out of completed actions involving operational issues. (...) When the business judgment rule is applied to defend directors against personal liability, as in a derivative suit, the plaintiff has the initial burden of proof and the ultimate burden of persuasion. (...) In such cases, the business judgment rule shields directors from personal liability if, upon review, the court concludes the directors’ decision can be attributed to any rational business purpose. (...) Conversely, in transactional justification cases involving the adoption of defenses to takeovers, the directors’ actions invariably implicate issues affecting stockholder rights. (...) In transactional justification cases, the directors’ decision is reviewed judicially and the burden of going forward is placed on the directors. (...) If the directors’ actions withstand *Unocal’s* reasonableness and proportionality review, the traditional business judgment rule is applied to shield the directors’ defensive decision rather than the directors themselves.”

De literatuur heeft wel vastgesteld dat, hoewel de *business judgment rule* in verscheidene contexten een rol kan spelen, de invulling daarvan in de praktijk nauwelijks gekleurd wordt door het specifieke kader waarin de rechter dit leerstuk toepast.³¹

28 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986).

29 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989). Zie o.a. Balotti/Hinsey (2000), 38.

30 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

31 Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 224-225; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1297; en Eisenberg (1993), 445 e.v. Vgl. echter o.a. *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985): “The strength of the presumption may vary according to the procedural context in which it is raised as a defense” en *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974).

17. De *business judgment rule* en de ‘marginale’ redelijkheidstoets: een principieel onderscheid

De *business judgment rule* dient te worden onderscheiden van de ‘marginale’ redelijkheidstoets zoals het Nederlandse vennootschapsrecht die kent. Ik schets de contouren van de *business judgment rule* nog wat verder en werk het precieze mechanisme van deze rechtsfiguur later in dit hoofdstuk uit.³²

17.a. De *business judgment rule*

De kern van de *business judgment rule* vormt allereerst het uitgangspunt dat de rechter het met de gemaakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag slechts in een beperkt aantal sleutels kan toetsen: de *duty of loyalty*, de *duty of care* en de *duty of good faith*.³³ Daarbij geldt dat de rechter binnen de *business judgment rule* met name het met de inhoudelijke aspecten van de gemaakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag niet aan een wezenlijke objectieve (redelijkheids)toets mag onderwerpen. Het is ten slotte aan bijvoorbeeld de via een afgeleide actie agerende aandeelhouder om het aan de *business judgment rule* klevende vermoeden te weerleggen dat het bestuur zich conform de op hem rustende *duty of loyalty*, *duty of care* en *duty of good faith* heeft gedragen.

Dit komt wat betreft de bestuurlijke subjectieve *bona fides*, een belangrijk aspect van de *business judgment rule*, reeds tot uiting in de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Robinson v. Pittsburgh Oil Ref. Corporation*³⁴: “The directors of the defendant corporation are clothed with that presumption which the law accords to them of being actuated in their conduct by a *bona fide* regard for the interests of the corporation whose affairs the stockholders have committed to their charge. This being so, the sale in question must be examined with the presumption in its favor that the directors who negotiated it honestly believed that they were securing terms and conditions which were expedient and for the corporation’s best interests.”³⁵ Meer recent heeft de *Court of Chancery* van

32 Zie nummers 18-19 hierna.

33 Uit praktische overwegingen verwijs ik naar de *duty of loyalty* wanneer het gaat om – kort gezegd – de tegenstrijdig belang problematiek en naar de *duty of good faith* wanneer het gaat om – kort gezegd – het vereiste van subjectieve *bona fides*, met dien verstande dat uit doctrinair oogpunt de *duty of good faith* kennelijk een component vormt van de bredere *duty of loyalty*. Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006): “The failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith “is a subsidiary element[.]” *i.e.*, a condition, “of the fundamental duty of loyalty.” It follows that (...) the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty. (...) As the Court of Chancery aptly put it in *Guttman*, “[a] director cannot act loyally towards the corporation unless she acts in the good faith belief that her actions are in the corporation’s best interest.”” Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.

34 *Robinson v. Pittsburgh Oil Ref. Corp.* (Del. Ch. 1924).

35 Vgl. o.a. *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974) over het *piercen* van de “business judgment standard.”

HOOFDSTUK IV

Delaware dit uitgangspunt in *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation*³⁶ geduid als “the core of Delaware corporate law.”³⁷

In lijn daarmee ligt de volgende overweging van *Chancellor Allen* in *Solash v. The Telex Corporation*³⁸: “Because businessmen and women are correctly perceived as possessing skills, information and judgment not possessed by reviewing courts and because there is great social utility in encouraging the allocation of assets and the evaluation and assumption of economic risk by those with such skill and information, courts have long been reluctant to second-guess such decisions when they appear to have been made in good faith. Thus, for example, a good faith decision by a disinterested board cannot be the source of director liability even if the process by which the decision was made was arguably negligent. In order to prevent second-guessing on what might be close questions concerning the appropriateness of the process by which a business decision was made, the law has set a high standard. Only if the process is grossly negligent may liability for damage resulting from a good faith decision be found. (...) Whether the business judgment rule is called into play (...) by the disinterested nature of the board’s involvement (see *Smith v. Van Gorkom*, Del.Supr., 488 A.2d 858, 872 (1985)) (party attacking disinterested board action has burden to show lack of good faith or gross negligence), once applicable, the ‘presumption’ has a powerful substantive effect. There will be no personal liability for a transaction, nor will equitable relief issue, unless the ‘presumption’ is rebutted by plaintiffs.”

Aardig is ook wat *Vice Chancellor Strine* opmerkt in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*³⁹: “Precisely because the business judgment rule serves an important purpose, our law requires that a plaintiff plead facts supporting an inference that directors committed a cognizable breach of duty. To state a claim for gross negligence, a complaint might allege, by way of example, that a board undertook a major acquisition without conducting due diligence, without retaining experienced advisors, and after holding a single meeting at which management made a cursory presentation. To state a claim of disloyalty, a complaint might allege that a board undertook an acquisition of a company controlled by one of its directors because that director was having financial problems and the board, in bad faith, decided to prefer his interests to that of the company. What a plaintiff may not do, however, is simply allege that a majority independent board undertook a business strategy that was ‘all consuming and foolhardy’ and that turned out badly and thereby seek to have the court infer that the later failure resulted from a grossly deficient level of effort or from disloyal motives.”⁴⁰

36 *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

37 Vgl. o.a. *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989): “(...) the rule operates as both a procedural guide for litigants and a substantive rule of law.” Zie o.a. Johnson (2000), 627.

38 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

39 *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.* (Del. Ch. 2006).

40 Vgl. o.a. *Ryan v. Tad’s Enters., Inc.* (Del. Ch. 1996); *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989): “The burden falls upon the proponent of a claim to rebut the presumption by introducing evidence either of director self-interest, if not self-dealing, or that the directors either lacked good faith or failed to exercise due care”; *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985); en *Muschel v. Western Union Corp.* (Del. Ch. 1973). Vgl. buiten Delaware o.a. *United States v. Skeddle* (N.D. Ohio 1996); *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986); en *Lewis v. S.L.&E., Inc.* (2nd Cir. 1980).

HET LEERSTUK VAN DE *BUSINESS JUDGMENT RULE* IN DELAWARE

Zoals uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*⁴¹ blijkt dient er meer specifiek van uit te worden gegaan dat iedere bestuurder individueel de op hem rustende *duty of loyalty* heeft vervuld en dat het bestuur collectief de op hem rustende *duty of care* heeft vervuld: “We have also stated that the rule is premised on a presumption that the directors have severally met their duties of loyalty (...) and that the directors have collectively, as a board, met their duty of care. (...) Applying the rule, a trial court will not find a board to have breached its duty of care unless the directors individually and the board collectively have failed to inform themselves fully and in a deliberate manner before voting as a board upon a transaction as significant as a proposed merger or sale of the company. (...) Only on such a judicial finding will a board lose the protection of the business judgment rule under the duty of care element and will a trial court be required to scrutinize the challenged transaction under an entire fairness standard of review.”⁴²

Dit is een op zichzelf bezien niet opzienbarend procesrechtelijk aspect dat in feite ook in Nederland tot uitgangspunt wordt genomen, getuige art. 150 Rv.

Weet de aandeelhouder niet afdoende het aan de *business judgment rule* kleven-
de vermoeden te weerleggen dat het bestuur zich conform de op hem rustende
duty of loyalty, *duty of care* en *duty of good faith* heeft gedragen dan eindigt daar
de rechterlijke toetsing: “that judgment will be respected by the courts.”⁴³

De rechter dient zich dan geen wezenlijk objectief oordeel aan te matigen over de door het
bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, “however controversial, unpopular or even
wrong such a decision might turn out to be.”⁴⁴ Het is echter niet zo, zoals *Chancellor Allen*

41 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

42 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998): “Delaware’s fiduciary law presumes that, in the normal course, directors of a Delaware corporation conduct board affairs with a focus on the best interests of the corporation. In line with the presumption, this Court grants deference to directors’ decisions. This presumption, the business judgment rule, flows from 8 *Del. C.* § 141(a) which codifies the principle that the board of directors is charged with managing the corporation’s business and affairs”; en *Grimes v. Donald* (Del. 1996): “(...) the Board is entitled to have its decision analyzed under the business judgment rule unless the presumption of that rule can be rebutted.”

43 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984): “The business judgment rule is an acknowledgment of the managerial prerogatives of Delaware directors under Section 141(a). (...) It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. (...) Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts.”

44 *Grobow v. Perot* (Del. Ch. 1987). Vgl. o.a. *Kahn v. Roberts* (Del. 1996); *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989); en reeds *Bodell v. General Gas & Electric Corp.* (Del. Ch. 1926). Vgl. buiten Delaware o.a. *Waltuch v. Conticommodity Services, Inc.* (S.D. N.Y. 1993) en *Auerbach v. Bennett* (N.Y. 1979): de *business judgment rule* “bars judicial inquiry into actions of corporate directors taken in good faith and in the exercise of honest judgment in the lawful and legitimate furtherance of corporate purposes.” Vgl. in Australië o.a. *Harlowes Nominees Pty Ltd. v. Woodside Oil Co.* (1968).

HOOFDSTUK IV

terecht overweegt in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*⁴⁵, dat “the protections of the business judgment rule would be available to a fiduciary who could be shown to have caused a transaction to be effectuated (even one in which he had no financial interest) for a reason unrelated to a pursuit of the corporation’s best interests.”

In de woorden van de *Court of Chancery* van Delaware in *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*⁴⁶: “The law protects shareholder investment interests against the uneconomic consequences that the presence of such second-guessing risk would have on director action and shareholder wealth in a number of ways. It authorizes corporations to pay for director and officer liability insurance and authorizes corporate indemnification in a broad range of cases, for example. But the first protection against a threat of sub-optimal risk acceptance is the so-called business judgment rule. That ‘rule’ in effect provides that where a director is independent and disinterested, there can be no liability for corporate loss, unless the facts are such that no person could possibly authorize such a transaction if he or she were attempting in good faith to meet their duty. (...) that plaintiff regards the decision as unwise, foolish, or even stupid in the circumstances is not legally significant; indeed that others may look back on it and agree that it was stupid is legally unimportant, in my opinion.”⁴⁷

Zoals de *Supreme Court* van Delaware benadrukt in *Kahn v. Roberts*⁴⁸: “If the actions of the board were motivated by a sincere belief that the buying out of the dissident stockholder was necessary to maintain what the board believed to be proper business practices, the board will not be held liable for such decision, even though hindsight indicates the decision was not the wisest course. On the other hand, if the board has acted solely or primarily because of the desire to perpetuate themselves in office, the use of corporate funds for such purposes is improper. (...) Absent an actual threat to corporate control or action substantially taken for the purpose of entrenchment, the actions of the board are judged under the business judgment rule. (...) Kahn has not presented evidence to overcome the presumption of propriety that accompanies this rule for actions taken in good faith and after reasonable investigation by independent directors. (...) The repurchase was approved after the board established an independent committee, consulted with legal and financial advi-

45 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

46 *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996).

47 Vgl. o.a. *In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005): “Due to the absence of particularized factual allegations calling into question the directors’ good faith, honesty, or lack of adequate information, (...) the complaint does not give rise to a reason to doubt whether the decision of the board of directors (...) is entitled to the protection of the business judgment rule”; *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.* (Del. Ch. 2005) over “the cloak of business judgment protection”; *In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation* (Del. Ch. 2005); *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988): “(...) if, as appears to be the case here, such a provision is negotiated in good faith by a board with no apparent conflict, that is well-advised and follows a responsible, deliberate procedure, I am at a loss as to know what basis exists for declaring such a provision a violation of shareholders’ rights”; *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986) over “the principles upon which it (de *business judgment rule*, BFA) is founded – care, loyalty and independence (...)”; en *Puma v. Marriott* (Del. Ch. 1971). Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Croton River Club, Inc.* (2nd Cir. 1995).

48 *Kahn v. Roberts* (Del. 1996).

sors and considered its options over the course of several meetings. (...) Further analysis of the repurchase is unnecessary to sustain the board's decision as a sound exercise of business judgment.”

Van persoonlijke aansprakelijkheid kan dan geen sprake zijn en de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging wordt dan beschermd. Weet de aandeelhouder wel aan te tonen dat sprake is van strijd met de *duty of loyalty*, de *duty of care* en/of de *duty of good faith* dan mag de rechter een wezenlijke objectieve toets aanleggen die erg streng is voor het bestuur. Die toets wordt de *entire fairness test* genoemd. Daarbij draait het om de vraag of het bestuur zich in voorbereidend en inhoudelijk opzicht billijk heeft gedragen jegens de vennootschap.

De systematiek van de *business judgment rule* vormt, waar het gaat om de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, in objectief opzicht een voorwaardelijke non-toetsing door de rechter van het bestuurlijk gedrag.⁴⁹ Is aan de voorwaarden voldaan, dan is in inhoudelijk opzicht maatgevend of het bestuur geacht moet worden zich niet op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap te hebben gedragen. De vraag die de rechter zich dan in de regel stelt luidt, bij gebreke aan direct bewijs waaruit het ontbreken van subjectieve *bona fides* blijkt, of de gemaakte zakelijke beleidsafweging objectief gezien ieder rationeel zakelijk doel ontbeert. Bij bevestigende beantwoording van die vraag, wat praktisch niet voorkomt, mag – alsnog – afwezigheid van de vereiste subjectieve *bona fides* worden aangenomen. In werkelijkheid is de rechterlijke toets hier dus niet puur subjectief, maar bevat deze een uiterst minimale objectieve component: is de inhoud van de gemaakte zakelijke beleidsafweging dusdanig irrationeel dat deze eigenlijk alleen kan worden verklaard door het ontbreken van subjectieve goede trouw? In de rechtspraak wordt dan doorgaans alleen verwezen naar de *any rational business purpose* toets en de slotsom dat enig rationeel zakelijk doel aanwezig is, maar bij afwezigheid daarvan draait het systematisch uiteindelijk om de subjectieve *bona fides* (als deel van de bredere *duty of loyalty*).⁵⁰ Dit ziet op de *duty of good faith*.⁵¹

Instructief is hetgeen *Chief Justice Veasey* uiteenzet in *White v. Panic*⁵² in de context van *Chancery Rule 23.1*: “We agree with the holding of the Court of Chancery that the complaint does not allege sufficient particularized facts to raise a reasonable doubt that the board's actions were the product of a valid business judgment. The facts alleged in the complaint do not support a reasonable inference that the board knew about the officer's misconduct but intentionally decided not to sanction the officer or to curb future misconduct.

49 Vgl. o.a. *McMullin v. Beran* (Del. 2000). Vgl. buiten Delaware o.a. *Stamp v. Touche Ross & Co.* (Ill. App. Ct. 1993). Zie o.a. Branson (2002), 631; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1297; en Johnson (2000), 631: “Properly understood, the business judgment rule is simply a policy of judicial non-review.”

50 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b.

51 Zie nummer 19.c hierna.

52 *White v. Panic* (Del. 2001).

HOOFDSTUK IV

Similarly, there are insufficient facts alleged in the complaint to support an inference that the board acted in bad faith or wasted corporate assets by using corporate funds to pay settlements and expenses connected with the harassment suits. (...) The decision to approve the settlement of a suit against the corporation is entitled to the same presumption of good faith as other business decisions taken by a disinterested, independent board. Similarly, the board's decision not to seek contribution from persons involved in the conduct underlying a suit against the corporation is a business decision within the discretion of the board. (...) The standards for corporate waste and bad faith by the board are similar. To prevail on a waste claim or a bad faith claim, the plaintiff must overcome the general presumption of good faith by showing that the board's decision was so egregious or irrational that it could not have been based on a valid assessment of the corporation's best interests."⁵³

De voorwaarde voor die uiterst terughoudende inhoudelijke rechterlijke toets luidt allereerst dat niet reeds moet zijn vastgesteld dat het bestuur getroffen wordt door een substantieel tegenstrijdig belang, waardoor het vermoeden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap ontstaat. Dit ziet op de *duty of loyalty*.⁵⁴ De voorwaarde luidt ten tweede dat niet reeds moet zijn vastgesteld dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging op een onaanvaardbaar ongeïnformeerde en/of ondoordachte wijze heeft gemaakt. Dit ziet op de *duty of care* en de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Is aan deze voorwaarden niet voldaan – omdat schending van de *duty of loyalty* en/of de *duty of care* is vastgesteld – dan is de *business judgment rule* opzij gezet en de *entire fairness test* van toepassing, zodat bij de inhoudelijke rechterlijke toetsing van de zakelijke beleidsafweging de subjectieve *bona fides* van het bestuur niet meer maatgevend is.⁵⁵

53 Vgl. reeds o.a. *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988): “While bad faith may be established in any number of ways, to the extent plaintiffs seek to show bad faith as an inference from conduct that is simply negligent (...), they must fail. Rather, to support such an inference, the decision has to be so grossly off-the-mark as to amount to “reckless indifference” (...) or a “gross abuse of discretion” (...);” *Kaplan v. Golsamt* (Del. Ch. 1977): “In the area of valuation, wide discretion is allowed to directors, and as long as they appear to act in good faith, with honest motives, and for honest ends, the exercise of their discretion will not be interfered with by the courts. (...) The presumption of sound business judgment reposed in a Board of Directors will not be disturbed if any rational business purpose can be attributed to its decision”; en *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966): “In the absence of a showing of bad faith on the part of the directors or of a gross abuse of discretion the business judgment of the directors will not be interfered with by the courts. (...) The burden of showing the existence of bad faith or abuse of discretion rests upon the plaintiff (...). (...) The acts of directors are presumptively acts taken in good faith and inspired for the best interests of the corporation, and a minority stockholder who challenges their *bona fides* of purpose has the burden of proof.”

54 Zie nummer 19.a hierna.

55 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be “attributed to any rational business purpose.” (...) Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the out-

→

Binnen de systematiek van de *business judgment rule* is de rechterlijke toetsing wat betreft de *duty of care* objectief en daarmee – in theorie – niet zo terughoudend als de rechterlijke toetsing van de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, nu daarbij in wezen de *duty of good faith* maatgevend is, maar de objectieve rechterlijke toets is dan wel sterk afgezwakt. Het gaat er slechts om of het bestuur zich in voorbereidend opzicht op een grof nalatige/irrationele wijze heeft gedragen. Voor grove nalatigheid/irrationaliteit is het ontbreken van subjectieve *bona fides* niet vereist. Het gaat er niet om of de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging dusdanig irrationeel is dat deze alleen kan worden verklaard door het ontbreken van subjectieve goede trouw.⁵⁶

Vormt de *duty of loyalty* geen onderwerp van discussie en reteren alleen de *duty of care* en/of de *duty of good faith*, dan kan de rechter binnen de *business judgment rule* het bestuurlijk gedrag per definitie slechts zeer terughoudend toetsen, wat betreft de inhoud zelfs uiterst terughoudend. Deze systematiek kan volgens de *Court of Chancery* van Delaware ook in geval van – naderende – insolventie van de vennootschap toepassing vinden.

Illustratief is de uiteenzetting van *Vice Chancellor Strine* in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*⁵⁷: “Even when a firm is insolvent, its directors may, in the

set to rebut the rule’s presumption. (...) To rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty or due care. (...) If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments. (...) If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the ‘entire fairness’ of the transaction to the shareholder plaintiff.”

56 Zie nummer 19.b hierna. Niettemin kan de *duty of good faith* binnen de *business judgment rule* ook buiten de context van de inhoudelijke rechterlijke toetsing een rol spelen. Dit is met name relevant wanneer in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure alleen gerechtvaardigde kritiek mogelijk is op de wijze waarop het bestuur zich in voorbereidend opzicht heeft gedragen én in de statuten van de vennootschap een *Section 102(b)(7) DGCL* vrijtekening is opgenomen die het bestuur exonereert voor schending van de *duty of care*. Dan is bepalend of het bestuur dienaangaande zelfs in strijd met de *duty of good faith* heeft gehandeld. Een dergelijke handwijze wordt immers niet door een *Section 102(b)(7) DGCL* vrijtekening gedekt. Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b. Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) waarin de subjectieve *bona fides* toets niet wordt beperkt tot de inhoudelijke toets: “(...) directors’ decisions will be respected by courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available.”

57 Tegen deze uitspraak is cassatie ingesteld, maar op het moment van afronding van deze studie (21 mei 2007) heeft de *Supreme Court* van Delaware – bij mijn weten – nog geen uitspraak gedaan. Ik wijs er wel op dat hetgeen *Vice Chancellor Strine* hier overweegt op zichzelf aardig strookt met *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. 2007). Zie hoofdstuk 2 – nummers 7.b-7.c, 8 en 9.a.

HOOFDSTUK IV

appropriate exercise of their business judgment, take action that might, if it does not pan out, result in the firm being painted in a deeper hue of red. The fact that the residual claimants of the firm at that time are creditors does not mean that the directors cannot choose to continue the firm's operations in the hope that they can expand the inadequate pie such that the firm's creditors get a greater recovery. By doing so, the directors do not become a guarantor of success. Put simply, under Delaware law, 'deepening insolvency' is no more of a cause of action when a firm is insolvent than a cause of action for 'shallowing profitability' would be when a firm is solvent. (...) Even when a corporation is solvent, the notion that the directors should pursue the best interests of the equityholders does not prevent them from making a myriad of judgments about how generous or stingy to be to other corporate constituencies in areas where there is no precise legal obligation to those constituencies. I do not understand this complexity to diminish when a firm is insolvent simply because the residual claimants are now creditors. Indeed, it is not immediately apparent to me why, if the common law were to begin to dole out in insolvency special, non-contractual 'ward' rights to certain constituencies that transformed in a material way the obligations of directors, creditors would be the primary object of that (difficult to legitimize) act of judicial invention. Better for society that those who manage them see them as something more importantly human, as societal institutions freighted with the goal of responsible wealth creation. In the insolvency context, directors have, in my view, no less discretion, for example, to decide to accord respectful and considerate treatment to the company's workers (...) if they believe that will improve the firm's value and the return to its creditors. In other words, insolvency does not suddenly turn directors into mere collection agents. Rather, the creditors become the enforcement agents of fiduciary duties because the corporation's wallet cannot handle the legal obligations owed. (...) In other words, the fiduciary duty tool is transferred to the creditors when the firm is insolvent in aid of the creditor's contract rights. Because, by contract, the creditors have the right to benefit from the firm's operations until they are fully repaid, it is they who have an interest in ensuring that the directors comply with their traditional fiduciary duties of loyalty and care. (...) To ensure that the directors manage the enterprise to maximize its value so that the firm can meet as many of its obligations to creditors as possible – the new goal of the firm – the jurisprudence refers to the directors as owing fiduciary duties to the firm and its creditors. (...) The judicial decisions indicating that directors owe fiduciary duties to the firm when it is insolvent (...) seem to me (...) a judicial method of attempting to reinforce the idea that the business judgment rule protects the directors of solvent, barely solvent, and insolvent corporations, and that the creditors of an insolvent firm have no greater right to challenge a disinterested, good faith business decision than the stockholders of a solvent firm. (...) The concept of deepening insolvency has been discussed at length in federal jurisprudence, perhaps because the term has the kind of stentorian academic ring that tends to dull the mind to the concept's ultimate emptiness. Delaware law imposes no absolute obligation on the board of a company that is unable to pay its bills to cease operations and to liquidate. Even when the company is insolvent, the board may pursue, in good faith, strategies to maximize the value of the firm. As a thoughtful federal decision recognizes, Chapter 11 of the Bankruptcy Code expresses a societal recognition that an insolvent corporation's creditors (and society as a whole) may benefit if the corporation continues to conduct operations in the hope of turning things around. If the board of an insolvent cor-

poration, acting with due diligence and good faith, pursues a business strategy that it believes will increase the corporation's value, but that also involves the incurrence of additional debt, it does not become a guarantor of that strategy's success. That the strategy results in continued insolvency and an even more insolvent entity does not in itself give rise to a cause of action. Rather, in such a scenario the directors are protected by the business judgment rule. To conclude otherwise would fundamentally transform Delaware law. The rejection of an independent cause of action for deepening insolvency does not absolve directors of insolvent corporations of responsibility. Rather, it remits plaintiffs to the contents of their traditional toolkit, which contains, among other things, causes of action for breach of fiduciary duty and for fraud. The contours of these causes of action have been carefully shaped by generations of experience, in order to balance the societal interests in protecting investors and creditors against exploitation by directors and in providing directors with sufficient insulation so that they can seek to create wealth through the good faith pursuit of business strategies that involve a risk of failure. If a plaintiff cannot state a claim that the directors of an insolvent corporation acted disloyally or without due care in implementing a business strategy, it may not cure that deficiency simply by alleging that the corporation became more insolvent as a result of the failed strategy. Moreover, the fact of insolvency does not render the concept of 'deepening insolvency' a more logical one than the concept of 'shallowing profitability'. That is, the mere fact that a business in the red gets redder when a business decision goes wrong and a business in the black gets paler does not explain why the law should recognize an independent cause of action based on the decline in enterprise value in the crimson setting and not in the darker one. If in either setting the directors remain responsible to exercise their business judgment considering the company's business context, then the appropriate tool to examine the conduct of the directors is the traditional fiduciary duty ruler. No doubt the fact of insolvency might weigh heavily in a court's analysis of, for example, whether the board acted with fidelity and care in deciding to undertake more debt to continue the company's operations, but that is the proper role of insolvency, to act as an important contextual fact in the fiduciary duty metric. In that context, our law already requires the directors of an insolvent corporation to consider, as fiduciaries, the interests of the corporation's creditors who, by definition, are owed more than the corporation has the wallet to repay."⁵⁸

58 Vgl. o.a. *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla* (Del. Ch. 2006): "(...) directors of insolvent corporations must retain the freedom to engage in vigorous, good-faith negotiations with their creditors for the benefit of the firm. To hold otherwise would, in the context of insolvency, not only cast a cloud of uncertainty over directors' ordinary discretion to exercise freely their rational business judgment, but arguably also would diminish the potential that an insolvent corporation might emerge from insolvency on its own"; *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004): "(...) I doubt the wisdom of a judicial endeavor to second-guess good-faith director conduct in the so-called zone. Although it is easy to posit extreme hypotheticals involving directors putting cash in slot machines, the real world is more likely to generate situations when directors face a difficult choice between pursuit of a plausible, but risky, business strategy that might increase the firm's value to the level that equity holders will receive value, and another course guaranteeing no

→

HOOFDSTUK IV

De door de aandeelhouder te nemen drempel is binnen de *business judgment rule* in geval de *duty of loyalty* niet ter discussie staat bepaald hoog te noemen, nu het dan aankomt op de aanwezigheid van grove nalatigheid/irrationaliteit (i.e. *duty of care*) respectievelijk de afwezigheid van subjectieve goede trouw vanwege het ontbreken van – kort gezegd – ieder rationeel zakelijk doel (i.e. *duty of good faith*). Welbeschouwd zit hierin echt de kneep in de stel- en bewijsplichtverdeling, nog afgezien van het vereiste dat de aandeelhouder voldoende feitelijke grondslag aan zijn bezwaren moet kunnen geven.⁵⁹ Let wel, deze drempel is voor de aandeelhouder niet bij voorbaat onneembaar. Ook de beschermende werking van de *business judgment rule* en de terughoudendheid van de rechterlijke toetsing aan de *duty of care* en de *duty of good faith* kennen grenzen.

“(…) the business judgment rule extends only as far as the reasons which justify its existence” aldus het *Second Circuit* Hof in *Joy v. North*.⁶⁰

Zo overweegt de *Court of Chancery* van Delaware in *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins*⁶¹: “The question will become one of whether the facts alleged in the Complaint reasonably support the inference that these disinterested, independent directors “knew that they were making material decisions without adequate information and without adequate deliberation, and that they simply did not care if the decisions caused the corporation and its stockholders to suffer injury or loss.” If they did indeed act in such a way, they have acted in a manner that cannot be said to be the product of sound business judgment and so cannot be protected by the presumption of the business judgment rule.”⁶²

return for equity but preservation of value for creditors. Absent self-dealing or other evidence of bad faith, by what measure is a court fairly to critique the choice made through an award of damages? My reluctance to go down that road is also influenced by the reality that creditors are not monolithic and that different classes of creditors might have risk preferences that are greatly disparate, with some having interests more like stockholders”; en *Angelo, Gordon & Co. v. Allied Riser Comm. Corp.* (Del. Ch. 2002): “(…) even where the law recognizes that the duties of directors encompass the interests of creditors, there is room for application of the business judgment rule.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Kittay v. Atlantic Bank of N.Y.* (S.D. N.Y. 2004): “The fiduciaries of an insolvent business might well conclude that the company should continue to operate in order to maximize its ‘long-term wealth creating capacity’, or more generally, its enterprise value. In fact, chapter 11 is based on the accepted notion that a business is worth more to everyone alive than dead.”

59 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *Malpiede v. Townson* (Del. 2001) over de *duty of care*: “(…) at the end of the day, plaintiffs would have an uphill battle in overcoming the presumption of the business judgment rule”; en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “(…) cases holding directors liable for a breach of the duty of attention or care, uncomplicated by self-dealing or conflict of interest are rare. (…) One authority identifies only ten modern cases as finding actionable director negligence without a concurrent breach of loyalty or conflict of interest.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Washington Bancorp v. Said* (D. D.C. 1993) en *Shlensky v. Wrigley* (Ill. App. Ct. 1968).

60 *Joy v. North* (2nd Cir. 1982).

61 *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004).

62 Vgl. buiten Delaware o.a. *Johnson v. Trueblood* (3rd Cir. 1980) en *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

Illustratief is ook de volgende genuanceerde overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.*⁶³: “(...) Chief Justice Daniel F. Wolcott recently recognized the strength of the presumption inherent in this rule: “A board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose. A court under such circumstances will not substitute its own notions of what is or is not sound business judgment.” (...) This does not mean, however, that the business judgment rule irrevocably shields the decisions of corporate directors from challenge. As Vice Chancellor Marvel explained in *Marks v. Wolfson*, the business judgment rule weighs in favor of the directors’ decision to sell assets unless the complaining shareholders can prove fraud or a clearly inadequate sale price: “In other words, it [is] incumbent on plaintiffs to prove that the defendants against whom relief is sought were either guilty of actual fraud or that the price fixed for the sale of Highway’s assets was so clearly inadequate as constructively to carry the badge of fraud”.”

Dit strookt met het oordeel van de *Court of Chancery* van Delaware in *Allaun v. Consolidated Oil Co.*⁶⁴: “It is not every disparity between price and value that will be allowed to upset a proposed sale. The disparity must be sufficiently great to indicate that it arises not so much from an honest mistake in judgment concerning the value of the assets, as from either improper motives underlying the judgment of those in whom the right to judge is vested or a reckless indifference to or a deliberate disregard of the interests of a whole body of stockholders including of course, the minority.” Dit raakt de subjectieve *bona fides* van het bestuur.

Maar veel rek zit er dan niet in het bereik van de rechterlijke toets.⁶⁵

17.b. De ‘marginale’ redelijkheidstoets

De *business judgment rule* is geen verkapte vorm van de ‘marginale’ redelijkheidstoets zoals het Nederlandse vennootschapsrecht die kent, al was het maar omdat daarbinnen bijna per definitie het met de merites van de gemaakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag aan ten minste een rede-

63 *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974).

64 *Allaun v. Consolidated Oil Co.* (Del. Ch. 1929).

65 Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “(...) there is a very large – though not insurmountable – burden on stockholders who believe they should pursue the remedy of a derivative suit instead of selling their stock or seeking to reform or oust these directors from office.” Vgl. ook o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994); *Blackwell v. Nixon* (Del. Ch. 1991); *Stahl v. Apple Bancorp, Inc.* (Del. Ch. 1990): “The determination that the propriety of a decision is to be measured by the permissive business judgment form of review (...) ordinarily ends the matter, practically speaking”; en *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “Approval of a transaction by a majority of independent, disinterested directors almost always bolsters a presumption that the business judgment rule attaches to transactions approved by a board of directors that are later attacked on grounds of lack of due care. In such cases, a heavy burden falls on a plaintiff to avoid pursuit demand.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Shoen v. Amerco* (D. Nev. 1994). Zie o.a. Veasey (2000), 12.

HOOFDSTUK IV

lijkheidstoets wordt onderworpen. Of het bestuur op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze heeft gehandeld lijkt doorgaans nog strenger voor het bestuur te worden gezien.⁶⁶

De toetsingsruimte die de rechter in het kader van de redelijkheidstoets toekomt is aanmerkelijk groter dan de marges die de *business judgment rule* hem biedt maar tegelijkertijd beduidend minder concreet vormgegeven en toegespitst, terwijl deze weinig gestroomlijnde ‘marginale’ toets in hogere mate het karakter heeft van een exceptie waarop het bestuur zekerheidshalve een beroep zal moeten doen.⁶⁷ Anders gezegd, het Nederlandse vennootschapsrecht kent in tegenstelling tot bijvoorbeeld het Duitse en Australische vennootschapsrecht niet een rechtsfiguur die vergelijkbaar is met de uit het vennootschapsrecht van Delaware afkomstige *business judgment rule*.⁶⁸ Hetzelfde lijkt op te gaan voor het Engelse en Belgische vennootschapsrecht, waarbij aantekening verdient dat het Engelse vennootschapsrecht wel een subjectieve *bona fides* toets kent⁶⁹, terwijl binnen het Belgische vennootschapsrecht de redelijkheidstoets wordt gehanteerd.⁷⁰

Hooguit kan worden gezegd dat de *business judgment rule* net als de redelijkheidstoets een vorm van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag is, zij het met een wezenlijk afwijkende techniek. Alleen in die zin vormen de *business judgment rule* en de redelijkheidstoets elkaars evenknie en alleen in die zin zijn deze rechtsfiguren vergelijkbaar. Het gaat dan om de algemene gedachte van beperkte objectieve toetsing die achter deze ‘beslissingsregels’ schuil gaat.⁷¹ Een

66 Zie hoofdstuk 1 – nummers 4.b-4.d.

67 Zie o.a. Timmerman (2006 b), 337: “In het Nederlandse vennootschapsrecht zal de aangesproken bestuurder zich (...) op zijn beleidsvrijheid dienen te beroepen, indien deze als in aanmerking te nemen factor bij het wanbeleidoordeel of aansprakelijkheidsoordeel door de rechter wordt erkend. De bestuurder zal aannemelijk moeten maken dat (...) datgene terzake waarvan hij wordt aangesproken zich onder zijn beleidsvrijheid heeft afgespeeld. De bewijspositie van een door de vennootschap aansprakelijk gestelde bestuurder is onder het Nederlandse recht dus zwakker dan die onder het Amerikaanse recht” en De Wulf (2002), 478-479. Ik wijs ook op A-G Timmerman in 3.21 voor HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or): “Als na een desbetreffend verweer van de kant van de betrokken toezichthouder wordt vastgesteld dat deze inderdaad beleids- of beoordelingsvrijheid toekwam, is de rechterlijke toetsing daarvan terughoudend.”

68 In Duitsland is recent de Duitse variant van de *business judgment rule* gecodificeerd in het *Aktiengesetz*, nadat deze in 1997 is aanvaard door het *Bundesgerichtshof* in BGH 21 april 1997 (ARAG/Garmenbeck). Zie o.a. Assink (2006 a), 75-77 en Assink (2005 a), 372-378. Ook het vennootschapsrecht van Australië kent sinds enkele jaren een eigen *business judgment rule*, neergelegd in *Section 180(2) Corporation Act*. Zie o.a. Farrar (2005), 139-145.

69 Zie o.a. Farrar (2005), 128 en Gower/Davies (2003), 436.

70 Zie o.a. De Wulf (2002), 511 die de invoering van een Belgische variant van de *business judgment rule* bepleit: “In België daarentegen is de toets aan het vennootschapsbelang een objectieve redelijkheidstoets, en staan rechtsleer en rechtspraak niet ver in het ontwikkelen van methodes om dit objectieve redelijkheidsbegrip te concretiseren, daar waar vooral het Amerikaanse recht er in geslaagd is de *business judgment rule* te ontwikkelen als vrij duidelijke methode om na te gaan of een bestuurder zijn plichten gerespecteerd heeft.”

71 Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 220 e.v. en Arsht (1979), 100 over “the principle genesis of the business judgment rule – human fallibility.”

principiële onderscheid dient evenwel te worden gemaakt ten aanzien van de concrete wijze waarop de rechter aan die beperkte toetsing invulling geeft.⁷²

Ondanks de in de afgelopen jaren in de Verenigde Staten aan het licht gekomen vennootschappelijke misstanden, waarvan Enron en WorldCom wellicht de bekendste voorbeelden vormen, gaat binnen het vennootschapsrecht van Delaware dezelfde beschermende werking van de *business judgment rule* uit als voorheen. Deze rechtsfiguur “remains alive and well.”⁷³

Veel meer dan de redelijkheidstoets binnen het Nederlandse vennootschapsrecht vervult de *business judgment rule* binnen het vennootschapsrecht van Delaware een gidsfunctie voor de rechter (en indirect voor het ondernemende bestuur). Voorwaarde daarvoor is natuurlijk wel dat deze rechtsfiguur niet te complex van opzet wordt.⁷⁴

Een goede illustratie biedt de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*⁷⁵: “In *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, the Court stated: The business judgment form of judicial review encompasses three elements: [1] a threshold review of the objective financial interests of the board whose decision is under attack (*i.e.*, independence), [2] a review of the board’s subjective motivation (*i.e.*, good faith), and [3] an objective review of the process by which it reached the decision under review (*i.e.*, due care). In this case, I have followed those steps and I have concluded that a majority of the disinterested and independent directors approved the (...) Transaction. Then, I found that the directors acted with a good faith belief that equity financing represented the best method to finance Benihana’s (...) Plan and that the directors believed equity financing best served the interests of the Company. Finally, after reviewing the process through which the directors approved the Transaction I have found that the directors reached their decision with due care. Consequently, the Board validly exercised their [sic] business judgment in approving the (...) Transaction. This Court will not disturb that decision.”⁷⁶

72 Dit onderscheid lijkt in Nederland niet altijd even scherp te worden gemaakt. Zie o.a. Parijs (2005), 56; Wakkie (2004), 424; Parijs (2003), 229 e.v.; Sperling (1998), 65; en Dorresteyn (1989), 179. Raaijmakers (2006), 282 stelt ten aanzien van Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (Jaarsma/Skipper Club Charter), ro. 9, waarin een ‘marginale’ redelijkheidstoets wordt gehanteerd, dat “[d]e beslissing tendeert naar de Amerikaanse ‘business judgment rule’.” Dit is mij veel te kort door de bocht.

73 Veasey (2005), 1405. Treffende voorbeelden vormen mijns inziens *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Zie o.a. Assink (2006 a), 76-77. Zie echter o.a. Coffee (2005), 639: “In short, all the judicial straws in the wind point toward a higher risk of liability (...)”

74 Zie o.a. Quillen (1986), 496: “If the concept of business judgment is going to be a working concept in the corporate board room as well as in the courtroom, simplicity is a value to be cherished.”

75 *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005).

76 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999) en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985): “(...) Delaware law makes clear that a board acting within the ambit of the business judgment rule faces no ultimate liability.”

HOOFDSTUK IV

Opmerking verdient dat de *business judgment rule* deze gidsfunctie in toenemende mate ook buiten de Verenigde Staten begint te vervullen, getuige de recente ontwikkelingen binnen het vennootschapsrecht van met name Duitsland en Australië.

18. De *business judgment rule*, de *entire fairness test* en de *enhanced scrutiny test*

18.a. De verhouding tussen de *business judgment rule* en de *entire fairness test*

Tegen deze achtergrond begin ik met het aanhalen van de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Aronson v. Lewis*⁷⁷ waarin de standaardformulering van de *business judgment rule* is opgenomen.

“The business judgment rule is an acknowledgment of the managerial prerogatives of Delaware directors under Section 141(a). (...) It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. (...) Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption. (...) The function of the business judgment rule is of paramount significance in the context of a derivative action. It comes into play in several ways – in addressing a demand, in the determination of demand futility, in efforts by independent disinterested directors to dismiss the action as inimical to the corporation’s best interests, and generally, as a defense to the merits of the suit. However, in each of these circumstances there are certain common principles governing the application and operation of the rule.”

Deze passage⁷⁸ duikt vaak op in de rechtspraak, bijvoorbeeld met een kleine variatie in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Spiegel v. Buntrock*⁷⁹: “The busi-

⁷⁷ *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

⁷⁸ Kritisch daarover is o.a. Johnson (2000), 626 e.v. Glashelder is deze frequent geciteerde passage inderdaad niet. Zo is niet erg duidelijk wat nu precies het verschil is tussen het vereiste van “in good faith” en het vereiste van “in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” Dit wordt in de rechtspraak na *Aronson v. Lewis* (Del. 1984) onder meer zo uitgelegd dat los van de subjectieve *bona fides* van het bestuur – de mogelijkheid van – belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap zich niet mag voordoen, wat valt binnen de *duty of loyalty*, maar dat staat er niet met zoveel woorden en moet er dus worden ‘ingelesen’. Zo stelt *Chief Justice Veasey* in *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) dat “the business judgment rule has been well formulated by *Aronson* and other cases”, maar zijn interpretatie van die formulering is een stuk instructiever: “Thus, directors’ decisions will be respected by the courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available.”

⁷⁹ *Spiegel v. Buntrock* (Del. 1990).

ness judgment rule is a presumption that in making a business decision, not involving self-interest, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” Deze formulering houdt sterk verband met de op het bestuur rustende fiduciaire plichten, te weten “informed basis” (dit ziet op de *duty of care*), “in good faith” en “in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company” (dit ziet op de *duty of loyalty*, waaronder het vereiste van subjectieve goede trouw). Op de woorden “an abuse of discretion” ga ik hierna in.⁸⁰

Uit deze uitspraak wordt niet direct duidelijk wat het gevolg is van een schending door het bestuur van één of meer van de op hem rustende fiduciaire plichten.

De *Supreme Court* van Delaware heeft de formulering van de *business judgment rule* afkomstig uit *Aronson v. Lewis* geduid en in een breder procedureel kader geplaatst in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*⁸¹, eveneens een standaarduitspraak die regelmatig wordt aangehaald. Daarin komt dit aspect wel aan de orde.

“Our starting point is the fundamental principle of Delaware law that the business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors. (...) In exercising these powers, directors are charged with an unyielding fiduciary duty to protect the interests of the corporation and to act in the best interests of its shareholders. (...) The business judgment rule is an extension of these basic principles. The rule operates to preclude a court from imposing itself unreasonably on the business and affairs of a corporation. (...) The rule, though formulated many years ago, was most recently restated by this Court as follows: The rule operates as both a procedural guide for litigants and a substantive rule of law. As a rule of evidence, it creates a “presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis [*i.e.*, with due care], in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” The presumption initially attaches to a director-approved transaction within a board’s conferred or apparent authority in the absence of any evidence of “fraud, bad faith, or self-dealing in the usual sense of personal profit or betterment.” (...) The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be “attributed to any rational business purpose.” (...) Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the outset to rebut the rule’s presumption. (...) To rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty [*sic*] – good faith, loyalty or due care. (...) If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments. (...) If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the ‘entire fairness’ of the transaction to the shareholder plaintiff. (...) Under the entire fairness standard of judicial review, the

80 Zie nummer 19.c hierna.

81 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

HOOFDSTUK IV

defendant directors must establish to the court's satisfaction that the transaction was the product of both fair dealing and fair price."

Schending van de *duty of loyalty*, de *duty of care* en/of de *duty of good faith* leidt in deze opzet tot een voor het bestuur zeer strenge objectieve toetsing. De *entire fairness test*, oftewel de volledige billijkheidstoets, wordt dan de maatstaf.⁸²

De *entire fairness test* hangt traditioneel samen met de *duty of loyalty*, zoals toepassing van de *business judgment rule* – kort gezegd – een *disinterested* en *independent* bestuur vereist.⁸³ Ik wijs ter illustratie op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.*⁸⁴: "We recognize the force of the universally acknowledged principle of law which leaves many matters to be finally settled by the sound business judgment of the directors, but we do not understand it to be invoked by a simple showing of the kind set out in this stipulation. As a matter of fact, in a case (...) where a majority of the directors representing the corporation are conferring benefits upon themselves out of the assets of the corporation, we do not understand that rule to have any application whatever. Human nature being what it is, the law, in its wisdom, does not presume that directors will be competent judges of the fair treatment of their company where fairness must be at their own personal expense. In such a situation the burden is upon the directors to prove not only that the transaction was in good faith, but also that its intrinsic fairness will withstand the most searching and objective analysis."⁸⁵

82 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006): "This argument is best understood against the backdrop of the presumptions that cloak director action being reviewed under the business judgment standard. Our law presumes that "in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company." Those presumptions can be rebutted if the plaintiff shows that the directors breached their fiduciary duty of care or loyalty or acted in bad faith. If that is shown, the burden then shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged act or transaction was entirely fair to the corporation and its shareholders"; *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): "This presumption can be rebutted by a showing that the board violated one of its fiduciary duties in connection with the challenged transaction. In that event, the burden shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged transaction was 'entirely fair' to the corporation and its shareholders"; *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001); *McMullin v. Beran* (Del. 2000); *Williams v. Geier* (Del. 1996); en *Grobow v. Perot* (Del. 1988). Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Croton River Club, Inc.* (2nd Cir. 1995).

83 Zie echter nummer 19.d hierna.

84 *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* (Del. 1952).

85 Vgl. o.a. *ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta* (Del. Ch. 2006): "The standard of review to evaluate this self-dealing is, of course, the entire fairness standard. As a director, Araneta had a duty of loyalty to the Delaware Holding Company to act in the best interests of the corporation and its shareholders and in a manner such that there would be "no conflict between [his] duty and [his] self-interest." Thus, as the director who conceived of and carried out the transfer of the LBC Operating Companies from the Delaware Holding Company to members of his family for no value, Araneta bore the burden of establishing the fairness of this transaction" en *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* (Del. 1952): "If the transaction is with the members of the board of directors, of course, one set of rules will apply, and if it is with strangers, entirely another set."

HET LEERSTUK VAN DE *BUSINESS JUDGMENT RULE* IN DELAWARE

Instructief is hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.*⁸⁶: “(...) unwillingness to assess the merits (or fairness) of business decisions of necessity ends when a transaction is one involving a predominantly interested board with a financial interest in the transaction adverse to the corporation. In that setting there is no alternative to a judicial evaluation of the fairness of the terms of the transaction other than the unacceptable one of leaving shareholders unprotected. Thus, where a self-interested corporate fiduciary has set the terms of a transaction and caused its effectuation, it will be required to establish the entire fairness of the transaction to a reviewing court’s satisfaction.”⁸⁷

Op de precieze werking van de *entire fairness test* ga ik hierna in.⁸⁸ Ik citeer hier alvast de kernoverweging van de standaarduitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Weinberger v. UOP, Inc.*⁸⁹ Daarin zijn voor het eerst vrij uitvoerig de contouren van deze al veel langer gehanteerde maatstaf geschetst in de context van de tegenstrijdig belang problematiek, oftewel de *duty of loyalty*.

“When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. (...) The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts. (...) The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company’s stock. (...) However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. (...) Part of fair dealing is the obvious duty of candor (...). Moreover, one possessing superior knowledge may not mislead any stockholder by use of corporate information to which the latter is not privy.”

In dat kader vindt dan een ‘tweede ronde’ toetsing plaats van het bestuurlijk gedrag. Klaarblijkelijk kan het bestuurlijk gedrag, ondanks de vastgestelde schending van één of meer fiduciaire plichten, dan mogelijk toch door de beugel van de *entire fairness test*.⁹⁰

86 *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986).

87 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989) over “this most basic rule of law.”

88 Zie nummer 20 hierna.

89 *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983).

90 Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 213.

HOOFDSTUK IV

Deze algemeen ogende systematiek⁹¹ is door de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware na *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* meermalen bevestigd.⁹² Wonderlijk is daarom ook de volgende kanttkening van *Justice Jacobs* in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*⁹³: “It is notable that the appellants do *not* contend that the Disney defendants are directly liable as a consequence of those fiduciary duty breaches. Rather, appellants’ core argument is indirect, *i.e.*, that those breaches of fiduciary duty (de *duty of care* en de *duty of good faith*, BFA) deprive the Disney defendants of the protection of business judgment review, and require them to shoulder the burden of establishing that their acts were entirely fair to Disney. That burden, the appellants contend, the Disney defendants failed to carry.” Met daarbij in een voetnoot: “The plaintiff-appellants appear to have structured their liability claim in this indirect way because Article Eleventh of the Disney Certificate of Incorporation contains an exculpatory provision modeled upon 8 *Del. C.* § 102 (b)(7). That provision precludes a money damages remedy against the Disney directors for adjudicated breaches of their duty of care. For that reason the plaintiffs are asserting their due care claim as the basis for shifting the standard of review from business judgment to entire fairness, rather than as a basis for direct liability. Presumably for the sake of consistency the appellants are utilizing their good faith fiduciary claim in a like manner.”

In het licht van de – diverse malen bevestigde – lijn uitgezet door de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* kan het welbeschouwd toch geen verbazing wekken dat de eisers in dit geval hebben betoogd dat het bestuurlijk gedrag de *entire fairness test* niet zou kunnen doorstaan, welke maatstaf van toepassing zou zijn vanwege schending van de *duty of care* en/of de *duty of good faith*. Een lijn die bovendien verderop in de opinie door *Justice Jacobs* zelf in ander verband met zoveel woorden wordt bevestigd: “This argument is best understood against the backdrop of the presumptions that cloak director action being reviewed under the business judgment standard. Our law presumes that “in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” Those presumptions can be rebutted if the plaintiff shows that the directors breached their fiduciary duty of care or loyalty or acted in bad faith. If that is shown, the burden then shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged act or transaction was entirely fair to the corporation and its shareholders.” Wellicht bedoelt de *Supreme Court* van Delaware in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* eigenlijk te zeggen dat voornoemde lijn maar niet meer als geldend recht dient te worden beschouwd?⁹⁴

91 De *Supreme Court* van Delaware beperkt deze systematiek niet tot een beperkt aantal gevallen.

92 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *In re Speedway Motorsports, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003); *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001); *McMullin v. Beran* (Del. 2000); en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

93 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

94 Dit is niet geheel ondenkbaar, mede gelet op het feit dat de auteur van de opinie *Justice Jacobs* is die in ander verband herhaaldelijk kenbaar heeft gemaakt de in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) ingezette lijn apert onjuist te vinden. Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 449 e.v. en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1301-1305, 1318-1319. Aardig om te vermelden in dit ver-

→

Voor het opzij zetten van de *business judgment rule* is niet vereist dat de aandeelhouder ook aantoonde schade te hebben geleden als gevolg van het bestuurlijk gedrag dat bestaat uit schending van één of meer fiduciaire plichten.

Aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: "(...) this Court has never interposed, for purposes of the rule's rebuttal, a requirement that a shareholder asserting a claim of director breach of duty of care (or duty of loyalty) must prove not only a breach of such duty, but that an injury has resulted from the breach and quantify that injury at that juncture of the case. No Delaware court has (...) imposed such a condition upon a shareholder plaintiff. That should not be surprising. The purpose of a trial court's application of an entire fairness standard of review to a challenged business transaction is simply to shift to the defendant directors the burden of demonstrating to the court the entire fairness of the transaction to the shareholder plaintiff (...). Requiring a plaintiff to show injury through unfair price would effectively relieve director defendants of establishing the entire fairness of a challenged transaction. (...) To inject a requirement of proof of injury into the rule's formulation for burden shifting purposes is to lose sight of the underlying purpose of the rule. Burden shifting does not create *per se* liability on the part of the directors; rather, it is a procedure by which Delaware courts of equity determine under what standard of review director liability is to be judged. To require proof of injury as a component of the proof necessary to rebut the business judgment presumption would be to convert the burden shifting process from a threshold determination of the appropriate standard of review to a dispositive adjudication on the merits. (...) A breach of either the duty of loyalty or the duty of care rebuts the presumption that the directors have acted in the best interests of the shareholders, and requires the directors to prove that the transaction was entirely fair."⁹⁵

Het schade aspect maakt deel uit van de *entire fairness test*, specifiek de *fair price* component, waarbinnen het bestuur dient aan te tonen dat hij zich al met al, ondanks schending van één of meer fiduciaire plichten, op een volledig billijke wijze jegens de vennootschap heeft gedragen.

Anders dan binnen de *business judgment rule* is het de rechter binnen de *entire fairness test* wél toegestaan een vergaand en minutieus objectief oordeel te vellen over het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de voorbereidende én inhoudelijke aspecten van de gemaakte zakelijke beleidsafweging. De enkele aan-

band is dat Bainbridge, een bekende Amerikaanse hoogleraar vennootschapsrecht met een vrij uitgesproken – kritische – mening over de wijze waarop invulling wordt gegeven door de *Supreme Court* van Delaware aan de *business judgment rule*, als volgt reageerde toen ik zijn mening polste over deze kwestie: "Welcome to the mess that is Delaware business judgment rule law." De (dis)kwalificatie "mess" gaat denk ik wat al te ver, maar een toonbeeld van consequent beleid is de door de *Supreme Court* van Delaware aan de *business judgment rule* gegeven invulling nu ook weer niet.

95 Buitengewoon kritisch daarover wat betreft de *duty of care* is o.a. Bainbridge in zijn commentaar bij *Stone v. Ritter* (Del. 2006) op zijn *weblog* www.professorbainbridge.com d.d. 3 januari 2007: "To be sure, in *Technicolor*, the Delaware Supreme Court held that causation was not an element of the duty of care claim, but that decision made no sense."

HOOFDSTUK IV

wezigheid van subjectieve goede trouw bij het bestuur volstaat niet.⁹⁶ De toepassing van deze toetsingsnorm is voor het bestuur bepaald niet zonder gevolgen.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*⁹⁷: “We have held that when a court reviews a board action, challenged as a breach of duty, it should decline to evaluate the wisdom and merits of a business decision unless sufficient facts are alleged with particularity, or the record otherwise demonstrates, that the decision was not the product of an informed, disinterested, and independent board. (...) Yet, this judicial reluctance to assess the merits of a business decision ends in the face of illicit manipulation of a board’s deliberative processes by self-interested corporate fiduciaries. Here, not only was there such deception, but the board’s own lack of oversight in structuring and directing the auction afforded management the opportunity to indulge in the misconduct which occurred. In such a context, the challenged transaction must withstand rigorous judicial scrutiny under the exacting standards of entire fairness. (...) What occurred here cannot survive that analysis.”⁹⁸

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Solomon v. Armstrong*⁹⁹: “If the presumption is rebutted, the board’s decision is reviewed through the lens of entire fairness, pursuant to which the directors lose the presumption of good business judgment, and where the Court more closely focuses on the details of the transaction and decision-making process in an effort to assess the fairness of the transaction’s substantive terms.”

Het moge duidelijk zijn dat de *business judgment rule* en de *entire fairness test* zich *qua* strengheid voor het bestuur aan weerszijden bevinden van het rechterlijke toetsingspectrum. Waar de eerste toetsingsnorm een *disinterested* en *independent* bestuur juist veel vrijheid laat bij het voeren van het ondernemingsbeleid en de objectieve rechterlijke toetsing van de scherpe kantjes is ontdaan, is daarvan bij de tweede toetsingsnorm vrijwel geen sprake.

Zo spreekt de *Court of Chancery* van Delaware in *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*¹⁰⁰ over enerzijds “the sort of debatable questions that are beyond the

96 Vgl. in de context van de *duty of loyalty* o.a. *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986): “Where director action is not protected by the business judgment rule, mere good faith will not preclude a finding of a breach of the duty of loyalty. Rather, in most such instances (which happen to be self-dealing transactions), the transaction can only be sustained if it is objectively or intrinsically fair; an honest belief that the transaction was entirely fair will not alone be sufficient.”

97 *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

98 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995); *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989); en *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986): “(...) the failure to qualify for the protections of the business judgment rule means that all aspects of the transaction must be deemed fair to shareholders (regardless of subjective intent) to be sustained.” Vgl. buiten Delaware o.a. *In re Westinghouse Securities Litigation* (W.D. Pa. 1993).

99 *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999).

100 *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

HET LEERSTUK VAN DE *BUSINESS JUDGMENT RULE* IN DELAWARE

expertise of courts and which the business judgment rule generally protects from substantive review for wisdom” en anderzijds “active judicial review of the wisdom or fairness of such contracts.”¹⁰¹

Illustratief is ook de verzuchting van *Judge Cudahy* in zijn *dissenting/concurring opinion* bij de uitspraak van het *Seventh Circuit* Hof inzake *Panter v. Marshall Field & Co.*¹⁰² over de “irrebuttable presumption of sound business judgment, prevailing over everything but the elusive hobgoblins of fraud, bad faith or abuse of discretion.”

De keuze voor één van deze toetsingsnormen lijkt gelet op het verschil in strengheid ervan voor het bestuur in belangrijke mate de uitkomst van de procedure te bepalen.

Dit is door de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Nixon v. Blackwell*¹⁰³ erkend: “It is often of critical importance whether a particular decision is one to which the business judgment rule applies or the entire fairness rule applies. It is sometimes thought that the decision whether to apply the business judgment rule or the entire fairness test can be outcome-determinative.”¹⁰⁴

In *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*¹⁰⁵ overweegt de *Supreme Court* van Delaware dat “the correct analytical framework is essential to a proper review of challenges to the decision-making process of a corporate Board.”¹⁰⁶

Daarbij past de nuancering dat toepassing door de rechter van de *entire fairness test* niet per definitie bepalend is voor de uitkomst van de procedure.

Ik wijs op wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: “Because the decision that the *procedural* presumption of the business judgment rule has been rebutted does not establish *substantive* liability under the entire fairness standard, such a ruling does not necessarily present an insurmountable obstacle for a board of directors to overcome. Thus, an initial judicial determination that a given breach of a board’s fiduciary duties has rebutted the presumption of the business judgment rule does not pre-

101 Vgl. o.a. *Glazer v. Zapata Corp.* (Del. Ch. 1993); *Oberly v. Kirby* (Del. 1991); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987); *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986) waarin wordt gerept over de “more rigorous test of entire or intrinsic fairness”; en *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* (Del. 1952). Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 223.

102 *Panter v. Marshall Field & Co.* (7th Cir. 1981).

103 *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993).

104 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “See *Nixon v. Blackwell* (...) (stating that entire fairness review invokes a standard so exacting that it ordinarily, but not invariably, results in a finding of liability) (...)”

105 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

106 Vgl. o.a. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003) en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989). Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 215 e.v.

HOOFDSTUK IV

clude a subsequent judicial determination that the board action was entirely fair, and is, therefore, not outcome-determinative *per se*.”¹⁰⁷

Voor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders is dan ten minste vereist dat volledig billijk bestuurlijk gedrag ontbreekt. Op het bestuur rust in het kader van de *entire fairness test* de last aan te tonen dat daarvan wél sprake is. Dit zal voor het bestuur geen sinecure zijn en nauw luisteren.¹⁰⁸ De wijze waarop het bestuur overigens invulling heeft gegeven aan de op hem rustende fiduciaire plichten blijft daarbij onderwerp van rechterlijke toetsing.

Een en ander wordt door de *Supreme Court* van Delaware benadrukt in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁰⁹: “To avoid substantive liability, notwithstanding the quantum of adverse evidence that has defeated the business judgment rule’s protective procedural presumption, the board will have to demonstrate entire fairness by presenting evidence of the cumulative manner by which it otherwise discharged all of its fiduciary duties. From a procedural perspective, the breach of any *one* of the board’s fiduciary duties is enough to shift the burden of proof to the board to demonstrate entire fairness. (...) In a given case, the Court of Chancery can, but is not required to, find that independent and adequate alternative breaches of fiduciary duty have rebutted the presumptive protection of the business judgment rule and, thus, mandate an entire fairness analysis. Nevertheless, or irrespective of the particular breach or breaches of fiduciary duty that constituted the basis for shifting the *procedural* burden of proof to the board, *each* of the fiduciary duties retains independent *substantive* significance in an entire fairness analysis. Evidence regarding the manner in which the board otherwise discharged all three of its primary fiduciary duties has probative *substantive* significance throughout an entire fairness analysis, and by necessity must permeate the analysis, for two reasons. First, since the evidence that defeated the *procedural* presumption of the business judgment rule does not establish liability *per se*, a *substantive* finding of entire fairness is only possible after examining and balancing the nature of the duty or duties the board breached *vis-à-vis* the manner in which the board properly discharged its other fiduciary duties. Second, the determination that a board has failed to demonstrate entire fairness will be the basis for a finding of *substantive* liability. The Court of Chancery must identify the breach or breaches of fiduciary duty upon which that liabi-

107 Vgl. o.a. *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001): “A determination that a transaction must be subjected to an entire fairness analysis is not an implication of liability. Therefore, when entire fairness is the applicable standard of judicial review, this Court has held that injury or damages becomes a proper focus only *after* a transaction is determined *not* to be entirely fair”; *McMullin v. Beran* (Del. 2000); en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

108 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007): “Even at that point, directors may still prevail by meeting the hefty burden of proving that the challenged transactions were entirely fair to the corporation and its shareholders” en *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999) over “a daunting task.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

109 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

lity will be predicated in the *ratio decidendi* of its determination that entire fairness has not been established. (...). The Court of Chancery (...) was cognizant that an entire fairness analysis required it to consider carefully how the *board* of directors discharged all of its fiduciary duties with regard to each aspect of the non-bifurcated components of entire fairness: fair dealing and fair price.”

De eventuele persoonlijke aansprakelijkheidsvraag lijkt uiteindelijk per individuele bestuurder te moeten worden beantwoord.¹¹⁰

Daarmee is niet gegeven of bij beantwoording van de daaraan voorafgaande vraag of sprake is van schending van de *duty of care* eveneens dient te worden uitgegaan van een individuele benadering. Het is denkbaar dat wanneer een meerderheid van de vóór-stemmende bestuurders op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging maakt van strijd met de *duty of care* geen sprake kan zijn, ook wanneer dat voor een minderheid van één of meer bestuurders niet geldt. Het is dan wel zinvol om per bestuurder te bezien hoe deze zich dienaangaande heeft gedragen, maar uiteindelijk is dan bepalend hoe het bestuur als collectief heeft gehandeld. Een dergelijke aanpak lijkt in Delaware in het verleden te zijn gevolgd.¹¹¹ Wanneer het collectieve bestuurlijk gedrag niet door de *duty of care* beugel kan én uiteindelijk geen sprake is van *entire fairness*, lijkt de rechter in Delaware per individuele bestuurder te bezien of deze al dan niet persoonlijk aansprakelijk is voor de als gevolg daarvan door de vennootschap geleden schade. Of het bestuur wanneer het wel op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze zou hebben gehandeld al dan niet dezelfde zakelijke beleidsafweging zou hebben gemaakt lijkt niet ter zake te doen: een schuldig ondermaatse voorbereiding is een schuldig ondermaatse voorbereiding.¹¹² Glashelder is dit niet.

110 Vgl. o.a. *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007): “Of course, in the end, the differences between the personal interests of the Insider Majority and the members of the Compensation Committee may be critical. Each director’s motivations and actions must be assessed individually before any finding of liability can be made. But, on this motion, the Compensation Committee directors have not tried to distinguish themselves from the Insider Majority and do not rely upon an exculpatory charter provision. Indeed, they share the same counsel and have filed one brief taking the un-nuanced position that everything that was done was just ducky” en *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004) in de context van de *entire fairness test*: “The liability of the directors must be determined on an individual basis because the nature of their breach of duty (if any), and whether they are exculpated from liability for that breach, can vary for each director.” Ik wijs ook op *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1318.

111 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985). Zie o.a. de *Official Comment* bij de *Model Business Corporation Act* § 8.31. Vgl. echter *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Op dit punt is nadrukkelijk geen oordeel geveld in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

112 Zie o.a. Balotti/Hanks (1993), 1344.

HOOFDSTUK IV

Een verplichting tot vergoeding van schade zal niet ontstaan wanneer het ontbreken van *entire fairness* ‘slechts’ te herleiden valt tot een schending van de *duty of care* die gedekt wordt door een *Section 102(b)(7)* DGCL vrijtekening.¹¹³

18.b. De enhanced scrutiny test

In bepaalde gevallen kan naast de *business judgment rule* en de *entire fairness test* een derde vorm van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag een rol spelen.

Dit doet zich onder meer voor in situaties waarin sprake is van een dreigende vijandige overname van de vennootschap en het bestuur ter afwering daarvan een beschermingsmaatregel treft. Het uitgangspunt dat toetsing van bestuurlijk gedrag plaatsvindt binnen de *business judgment rule* geldt ook wanneer door een derde een aanbod tot fusie of een bod op de aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap wordt gedaan. Het is aan het bestuur van de doelwitvennootschap een oordeel te vellen over de ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ hiervan, bezien vanuit het belang van de vennootschap.¹¹⁴ Dit oordeel wordt gekleurd door

113 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b. Vgl. o.a. *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): “Having concluded that the Privatization was not entirely fair, the Court must next determine the nature of the fiduciary duty violation – whether of care, loyalty, or good faith – that resulted in the unfair transaction. Under *Emerald Partners v. Berlin*, that is necessary to enable the Court to adjudicate which (if any) of the director defendants is liable for money damages, because EMC’s § 102(b)(7) charter provision exculpates those directors found to have violated *solely* their duty of care from liability damages.” Dit zal doorgaans vooral van belang zijn wanneer de *entire fairness test* van meet af aan van toepassing is en niet pas nadat de *business judgment rule* opzij gezet is. Zie o.a. Reed (2006), 109-110. Zie nummer 19.d hierna.

114 Het bestuur kan in die zin ‘nee’ zeggen tegen het (aan)bod. Toetsing van die zakelijke beleidsafweging vindt plaats binnen de *business judgment rule*. Zegt het bestuur ‘ja’ dan kan de toetsing van die zakelijke beleidsafweging plaatsvinden binnen de *business judgment rule*, maar dat hoeft niet. Vgl. o.a. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003): “This Court has held that a board’s decision to enter into a merger transaction that does not involve a change in control is entitled to judicial deference pursuant to the procedural and substantive operation of the business judgment rule. When a board decides to enter into a merger transaction that will result in a change of control, however, enhanced scrutiny under *Revlon* is the standard of review”; *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “The standards by which director conduct is measured in the context of a takeover include the ‘hallmark’ principle that a court will not substitute its judgment for that of a board if the latter’s decision can be attributed to any rational business purpose: When a board addresses a pending takeover bid it has an obligation to determine whether the offer is in the best interests of the corporation and its shareholders. In that respect a board’s duty is no different from any other responsibility it shoulders, and its decisions should be no less entitled to the respect they otherwise would be accorded in the realm of business judgment”; en *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “(...) we think it unwise to place undue emphasis upon long-term versus short-term corporate strategy. Two key predicates underpin our analysis. First, Delaware law imposes on a

→

de op het bestuur rustende plicht de vennootschap te beschermen tegen een gesignaleerd gevaar voor haar welzijn, ook als dit dreigende en te neutraliseren gevaar bestaat uit een aandeelhouder die zijn positie wenst uit te breiden. Dit valt mede onder de *duty of care*.

Ik wijs op wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹¹⁵: “The board has a large reservoir of authority upon which to draw. Its duties and responsibilities proceed from the inherent powers conferred by 8 *Del.C.* § 141(a), respecting management of the corporation’s “business and affairs.” Additionally, the powers here being exercised derive from 8 *Del.C.* § 160(a), conferring broad authority upon a corporation to deal in its own stock. From this it is now well established that in the acquisition of its shares a Delaware corporation may deal selectively with its stockholders, provided the directors have not acted out of a sole or primary purpose to entrench themselves in office. (...) Finally, the board’s power to act derives from its fundamental duty and obligation to protect the corporate enterprise, which includes stockholders, from harm reasonably perceived, irrespective of its source. (...) Thus, we are satisfied that in the broad context of corporate governance, including issues of fundamental corporate change, a board of directors is not a passive instrumentality. (...) In the board’s exercise of corporate power to forestall a takeover bid our analysis begins with the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders. (...) As we have noted, their duty of care extends to protecting the corporation and its owners from perceived harm whether a threat originates from third parties or other shareholders. But such powers are not absolute. A corporation does not have unbridled discretion to defeat any perceived threat by any Draconian means available. (...) Mesa, while pursuing its own interests, has acted in a manner which a board consisting of a majority of independent directors has reasonably determined to be contrary to the best interests of Unocal and its other shareholders. In this situation, there is no support in Delaware law for the proposition that, when responding to a perceived harm, a corporation must guarantee a benefit to a stockholder who is deliberately provoking the danger being addressed. There

board of directors the duty to manage the business and affairs of the corporation. 8 *Del. C.* § 141(a). This broad mandate includes a conferred authority to set a corporate course of action, including time frame, designed to enhance corporate profitability. Thus, the question of ‘long-term’ versus ‘short-term’ values is largely irrelevant because directors, generally, are obliged to charter a course for a corporation which is in its best interest without regard to a fixed investment horizon. Second, absent a limited set of circumstances as defined under *Revlon*, a board of directors, while always required to act in an informed manner, is not under any *per se* duty to maximize shareholder value in the short term, even in the context of a takeover.” Zie nummer 21 hierna. Te sterk drukt Parijs (2005), 116 zich mijns inziens uit waar hij stelt dat “[i]f the directors decide not to support the proposed takeover bid, they cannot just say ‘no’ but have to prove they had good reasons for doing so”, omdat dát niet de werking van de *business judgment rule* is. Zie o.a. nummer 17.a hiervoor.

115 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

HOOFDSTUK IV

is no obligation of self-sacrifice by a corporation and its shareholders in the face of such a challenge.”¹¹⁶

Treft het bestuur tegen die achtergrond een beschermingsmaatregel, dan wordt het daarmee verband houdende bestuurlijk gedrag in beginsel niet getoetst in het kader van de *business judgment rule* maar van de *enhanced scrutiny test*.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware uiteenzet in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*¹¹⁷: “The prior decisions of this Court have identified the circumstances where board action must be subjected to enhanced judicial scrutiny before the presumptive protection of the business judgment rule can be invoked. One of those circumstances was described in *Unocal*: when a board adopts defensive measures in response to a hostile takeover proposal that the board reasonably determines is a threat to corporate policy and effectiveness. In *Moran v. Household*, we explained why a *Unocal* analysis also was applied to the adoption of a stockholder’s rights plan, even in the absence of an immediate threat. Other circumstances requiring enhanced judicial scrutiny give rise to what are known as *Revlon* duties, such as when the board enters into a merger transaction that will cause a change in corporate control, initiates an active bidding process seeking to sell the corporation, or makes a break up of the corporate entity inevitable.”

Hierachter gaat mede de gedachte schuil dat het bestuur naast de aspecten van het bod ook zijn persoonlijke belang kan – en in de regel tot op zekere hoogte zal – meewegen, nu de kans groot is dat wanneer de overname slaagt het bestuur wordt vervangen. Hier is sprake van een zogeheten *inherent conflict of interest*.¹¹⁸ Deze verleiding rechtvaardigt een verscherpte benadering, die ook wel de *enhanced business judgment rule* wordt genoemd.¹¹⁹

116 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995): “In *Unocal*, this Court noted that, pursuant to Delaware corporate law, a board of directors’ duty of care required it to respond actively to protect the corporation and its shareholders from perceived harm” en *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “The enhanced duty of care that the *Unocal* directors were found to be under was triggered by a struggle for corporate control and the inherent presumption of director self-interest associated with such a contest.” In *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990) wordt echter weer verwezen naar “the duties of care and loyalty [that] prevent a board from being a passive instrumentality in the face of a perceived threat to corporate control.”

117 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003).

118 Vgl. o.a. *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989): “It is true that a court evaluating the propriety of a change of control or a takeover defense must be mindful of “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders”” en reeds *Bennett v. Propp* (Del. 1962). Zie o.a. Strine (2002), 1377: “(...) the manager’s judgment could be clouded by self-interest.”

119 Vgl. o.a. *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990) over “enhanced business judgment analysis” en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989) over “the *enhanced* business judgment rule.” Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 247; Strine (2001), 927; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1319; en Veasey (2000), 10, 12.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*: “(...) the business judgment rule, including the standards by which director conduct is judged, is applicable in the context of a takeover. (...) The business judgment rule is a “presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” (...) A hallmark of the business judgment rule is that a court will not substitute its judgment for that of the board if the latter’s decision can be “attributed to any rational business purpose.” (...) When a board addresses a pending takeover bid it has an obligation to determine whether the offer is in the best interests of the corporation and its shareholders. In that respect a board’s duty is no different from any other responsibility it shoulders, and its decisions should be no less entitled to the respect they otherwise would be accorded in the realm of business judgment. (...) There are, however, certain caveats to a proper exercise of this function. Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred. This Court has long recognized that: “We must bear in mind the inherent danger in the purchase of shares with corporate funds to remove a threat to corporate policy when a threat to control is involved. The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult.” (...) In the face of this inherent conflict directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person’s stock ownership. (...) However, they satisfy that burden “by showing good faith and reasonable investigation.” (...) Furthermore, such proof is materially enhanced, as here, by the approval of a board comprised of a majority of outside independent directors who have acted in accordance with the foregoing standards. (...) A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed.”¹²⁰

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Solomon v. Armstrong* waarin dit uitgangspunt door *Chancellor* Chandler kernachtig onder woorden wordt gebracht: “There are situations where the Court subjects the disputed transaction to heightened scrutiny because of the inherent potential for self-dealing or entrenchment. For instance, where a board of directors responds to a hostile threat to the corporation, its strategies, or its effectiveness, there is “the omnipresent specter that [the board of directors] may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders.” Because the board of directors’ fiduciary duties, which run to the corporation and its shareholders, potentially conflict with the directors’ own self-interests, the

120 Zie Moore (2006), 865 e.v. over de ontstaansgeschiedenis van *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985). De opinie in deze uitspraak is van zijn hand: “(...) there was no well-established precedent to guide the Delaware Supreme Court in dealing with the unique legal issues in *Unocal*, and the speed with which the court was forced to hear and decide them remains today, twenty-one years later, as breathtaking and daunting as it did at the time. As the sole living member of the court who participated in deciding *Unocal*, I write this piece from my own historical vantage.”

HOOFDSTUK IV

board is not afforded the immediate presumption of propriety under the business judgment rule.”¹²¹

De *enhanced scrutiny test* behelst in essentie een brede redelijkheidstoets. Daar komt de rechter binnen de *business judgment rule* nu juist niet aan toe.¹²²

Instructief zijn de volgende overwegingen van de *Supreme Court* van Delaware in *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*¹²³: “This is not strictly a business judgment rule case. If it were, the Court would not be applying a reasonableness test. The business judgment rule is a presumption that directors are acting independently, in good faith and with due care in making a business decision. It applies when that decision is questioned and the analysis is primarily a process inquiry. Courts give deference to directors’ decisions reached by a proper process, and do not apply an objective reasonableness test in such a case to examine the wisdom of the decision itself” en in *Kahn v. Roberts*¹²⁴: “The business judgment rule normally protects all lawful actions of a board of directors, provided they were taken in good faith, after a reasonable deliberative process and in the absence of conflicts of interest. (...) Where, however, the board takes defensive action in response to a threat to the board’s control of the corporation’s business and policy direction, a heightened standard of judicial review applies because of the temptation for directors to seek to remain at the corporate helm in order to protect their own powers and perquisites. Such self-interested behavior may occur even when the best interests of the shareholders and corporation dictate an alternative course. Thus, where the board perceives a threat, its response will not be upheld merely because the response serves “any rational business purpose”.”

Ik wijs ook op wat *Chief Justice Veasey* uiteenzet in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*¹²⁵: “The General Corporation Law of the State of Delaware (...) and

121 Vgl. o.a. *City Capital Associates, L.P. v. Interco, Inc.* (Del. Ch. 1988): “*Unocal* recognizes that human nature may incline *even one acting in subjective good faith* to rationalize as right that which is merely personal beneficial” en *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986).

122 Zie o.a. Veasey (2005), 1405: “(...) one must focus continuously on the fact that the business judgment rule does not allow a judicial determination of whether a business decision was objectively *reasonable*; the rule is a rebuttable presumption that the decision was reached by a careful, good faith process and that the result was *rational*”; Allen/Jacobs/Strine (2002), 452; Strine (2001), 927, 942; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1320; Eisenberg (1999), 1269; en Veasey/Seitz (1985), 1486: “(...) courts normally will avoid reviewing the ‘reasonableness’ of the directors’ action. For example, decisions involving new product lines, plant locations, marketing strategies, borrowing practices, or the like – no matter how ill-advised, stupid, or questionable – are unlikely to be set aside by courts or to result in personal liability. Consequently, a decision to build a new plant in a depressed area to manufacture a product for which there is no present or foreseeable market for the sole purpose of providing jobs for local residents at the expense of stockholders may be attacked on rationality grounds. Even in such a case, however, no certain prediction of the outcome can be made because it is conceivable that some redeeming rational circumstance could be found.”

123 *Brazen v. Bell Atlantic Corp.* (Del. 1997).

124 *Kahn v. Roberts* (Del. 1996).

125 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

the decisions of this Court have repeatedly recognized the fundamental principle that the management of the business and affairs of a Delaware corporation is entrusted to its directors, who are the duly elected and authorized representatives of the stockholders. (...) Under normal circumstances, neither the courts nor the stockholders should interfere with the managerial decisions of the directors. The business judgment rule embodies the deference to which such decisions are entitled. (...) Nevertheless, there are rare situations which mandate that a court take a more direct and active role in overseeing the decisions made and actions taken by directors. In these situations, a court subjects the directors' conduct to enhanced scrutiny to ensure that it is reasonable. The decisions of this Court have clearly established the circumstances where such enhanced scrutiny will be applied. (...) The case at bar implicates two such circumstances: (1) the approval of a transaction resulting in a sale of control, and (2) the adoption of defensive measures in response to a threat to corporate control. (...) The courts will apply enhanced scrutiny to ensure that the directors have acted reasonably. (...) The key features of an enhanced scrutiny test are: (a) a judicial determination regarding the adequacy of the decisionmaking process employed by the directors, including the information on which the directors based their decision; and (b) a judicial examination of the reasonableness of the directors' action in light of the circumstances then existing. The directors have the burden of proving that they were adequately informed and acted reasonably. Although an enhanced scrutiny test involves a review of the reasonableness of the substantive merits of a board's actions, a court should not ignore the complexity of the directors' task in a sale of control. There are many business and financial considerations implicated in investigating and selecting the best value reasonably available. The board of directors is the corporate decisionmaking body best equipped to make these judgments. Accordingly, a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding whether the directors made *a reasonable* decision, not *a perfect* decision. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second-guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board's determination. Thus, courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, within a range of reasonableness. (...) the Paramount Board acted unreasonably as to process and result (...)."¹²⁶

De nadruk ligt dan meer op *transactional justification* dan op *director liability*.

126 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995): "In *QVC*, this Court recently elaborated upon the judicial function in applying enhanced scrutiny, citing *Unocal* as authority, albeit in the context of a sale of control and the target board's consideration of one of several reasonable alternatives. That teaching is nevertheless applicable here: a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding whether the directors made *a reasonable* decision, not *a perfect* decision. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board's determination. Thus, courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, within a range of reasonableness."

HOOFDSTUK IV

Aldus bijvoorbeeld de *Supreme Court* van Delaware in *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*: “The business judgment rule has traditionally operated to shield directors from personal liability arising out of completed actions involving operational issues. (...) Conversely, in transactional justification cases involving the adoption of defenses to takeovers, the director’s actions invariably implicate issues affecting stockholder rights. (...) In transactional justification cases, the directors’ decision is reviewed judicially and the burden of going forward is placed on the directors. (...) If the directors’ actions withstand *Unocal’s* reasonableness and proportionality review, the traditional business judgment rule is applied to shield the directors’ defensive decision rather than the directors themselves.”

Het is dan in wezen aan het bestuur om aan te tonen dat zijn eigen belang geen rol van betekenis heeft gespeeld voordat de *business judgment rule* kan worden toegepast. Slaagt het bestuur daarin niet, dan is de *entire fairness test* van toepassing.¹²⁷

Deze ‘tussentoets’ laat het bestuur meer ruimte dan de strenge *entire fairness test*, die in beginsel niet van toepassing is omdat een dergelijk *inherent conflict of interest* op zichzelf “does not rise to the level of a self-dealing transaction that requires the board to demonstrate entire fairness.”¹²⁸

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *Perlegos v. Atmel Corporation*¹²⁹: “The lack of a financial benefit of course does not shield a director from questions as to his loyalty. Directors can benefit in other ways” met daarbij in een voetnoot: “For example, directorships can offer professional and social prestige. But even a director’s interest in continuing to serve as a director because of the prestige associated with the position does not, itself, prove a material conflict of interest under Delaware law. See *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (...) (Del. Ch. 2005) (noting that Delaware law “routinely rejects the notion that a director’s interest in maintaining his office, by itself, is a debilitating factor”); *Krim v. ProNet, Inc.* (...) (Del. Ch. 1999) (rejecting a claim that there was “substantial conflict” where certain directors retained “their positions of prestige” by becoming directors of the merged entity).”¹³⁰

127 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “We note that the directors’ failure to carry their initial burden under *Unocal* does not, *ipso facto*, invalidate the board’s actions. Instead, once the Court of Chancery finds the business judgment rule does not apply, the burden remains on the directors to prove ‘entire fairness.’” Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1309-1310.

128 *In re Unitrin, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1994).

129 *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007).

130 Vgl. o.a. *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “Plaintiffs merely argue that Perot’s public criticism of GM management could cause the directors embarrassment sufficient to lead to their removal from office. Such allegations are tenuous at best and are too speculative to raise a reasonable doubt of director disinterest. Speculation on motives for undertaking corporate action are wholly insufficient to establish a case of demand excusal. (...) Therefore, we agree with the Vice Chancellor that plaintiffs’ entrenchment theory is based largely on supposition rather than fact.”

De *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* dat dit samenhangt met de realiteit dat toepassing door de rechter van de *entire fairness test* in plaats van de voor het bestuur veel mildere *business judgment rule* doorgaans bepalend is voor de uitkomst van de procedure: “Because the effect of the proper invocation of the business judgment rule is so powerful and the standard of entire fairness so exacting, the determination of the appropriate standard of judicial review frequently is determinative of the outcome of derivative litigation. Perhaps for that reason, the Delaware Supreme Court recognized (...) that where a board takes action designed to defeat a threatened change in control of the company, a more flexible, intermediate form of judicial review is appropriate.”¹³¹

Dit is anders wanneer de aandeelhouder kan aantonen dat de *primary purpose* van het bestuur wordt gevormd door het beschermen van zijn eigen positie, wat wijst op bestuurlijk gedrag zonder de door de *duty of good faith* vereiste subjectieve *bona fides*.¹³² Hier wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- enerzijds *self-interest* in de zin van een “disqualifying interest”¹³³, of zelfs aantoonbare *entrenchment* motieven bij het bestuur¹³⁴, hetgeen leidt tot toepassing van de *entire fairness test*;
- en anderzijds de vanwege een “potential for conflict”¹³⁵ op het bestuur rustende *enhanced duty* in de *corporate control* context, die ‘slechts’ leidt tot toepassing van de *enhanced scrutiny test*.¹³⁶

131 Vgl. o.a. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003) en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985). Zie o.a. Van Ginneken (2006), 528: “Intuïtief zou dan de conclusie moeten zijn dat de loyaliteitsplicht in het geding is en er dus aan de hand van *entire fairness* zou moeten worden getoetst. In de praktijk zou deze toets, waarbij de Board zou moeten bewijzen dat het nemen van beschermingsmaatregelen in alle opzichten volledig billijk is, betekenen dat beschermingsmaatregelen bijna nooit zouden kunnen worden genomen. Dit was en is strijdig met de heersende gedachte bij wetgever en rechterlijke macht in Delaware”; Kenyon-Slade (2004), 247-248; en Johnson (1999), 829: “In this setting, the Delaware Supreme Court avoids the powerful deference of ordinary business judgment rule review, while not engaging inappropriately in a fairness review reserved for loyalty claims. Rather, the court staked out an intermediate review standard of reasonableness.” Dit vindt bevestiging in Moore (2006), 880: “Such a test (de *entire fairness test*, BFA) seemed unduly restrictive (...).”

132 Vgl. o.a. *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. Ch. 1985): “Although the Court in *Cheff* espoused a “primary purpose” test it also ruled that: (a) directors having no personal and pecuniary interest in the transaction would not be held to the same standard of proof as directors so tainted (i.e. *entire fairness*, BFA) and (b) an honest mistake of judgment will not serve to impose liability if the judgment of the directors “appeared reasonable at the time”” en *Cheff v. Mathes* (Del. 1964). Zie hoofdstuk 3 – nummer 11.a.

133 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

134 Vgl. o.a. *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* (Del. Ch. 1990) en *Bennett v. Propp* (Del. 1962). Zie o.a. Veasey/Seitz (1985), 1489: “As a general rule, directors do not have a disabling conflict unless they act solely or primarily to entrench themselves in office when resisting a tender offer.”

135 *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987).

136 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999) en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK IV

Uitgangspunt blijft dat het bestuur de vennootschap bestuurt en dat de fiduciaire plichten als basis dienen voor het bestuurlijk gedrag en de rechterlijke toetsing.¹³⁷

19. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *business judgment rule*

Door naar het mechanisme van de *business judgment rule*, afgezet tegen de *entire fairness test*: de meest bestuursvriendelijke maatstaf.

19.a. Toetsing aan de *duty of loyalty*

Wil de aandeelhouder het vermoeden weerleggen dat het bestuur zich in verband met de zakelijke beleidsafweging heeft gedragen conform de op hem rustende *duty of loyalty*, dan dient hij aan te tonen dat het bestuur geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang waardoor het vermoeden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap ontstaat. In de rechtspraak wordt wel aangenomen dat de aandeelhouder vervolgens ook enige feiten dient te stellen die op het ontbreken van *entire fairness* duiden, wil de *entire fairness test* toepassing kunnen vinden.

Bijvoorbeeld door de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation*¹³⁸: “Assuming that this standard is met, plaintiffs need only allege some specific facts suggesting unfairness in the transaction in order to shift the burden of proof to defendants to show that the transaction was entirely fair. (...) As the majority of the Tyson board can be considered interested at all relevant times, transactions not sterilized by independent review receive no protection from the business judgment rule, and plaintiffs must only allege that the transactions were in some way unfair to shift the burden upon the defendants to prove their entire fairness” en in *Solomon v. Pathe*

137 Vgl. o.a. *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989): “There is some dispute among the parties as to the meaning of *Revlon*, as well as its relevance to the outcome of this case. We believe that the general principles announced in *Revlon*, in *Unocal* (...) and in *Moran* (...) govern this case and every case in which a fundamental change of corporate control occurs or is contemplated. However, the basic teaching of these precedents is simply that the directors must act in accordance with their fundamental duties of care and loyalty. (...) It is true that a court evaluating the propriety of a change of control or a takeover defense must be mindful of “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders.” (...) Nevertheless, there is no single blueprint that a board must follow to fulfill its duties. A stereotypical approach to the sale and acquisition of corporate control is not to be expected in the face of the evolving techniques and financing devices employed in today’s corporate environment. (...) Rather, a board’s actions must be evaluated in light of relevant circumstances to determine if they were undertaken with due diligence and in good faith. If no breach of duty is found, the board’s actions are entitled to the protections of the business judgment rule.”

138 *In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2007).

*Communications Corp.*¹³⁹: “Even in a self-interested transaction in order to state a claim a shareholder must allege some facts that tend to show that the transaction was not fair.”¹⁴⁰

Ik wijd nog enige opmerkingen aan de eerste stap.

Aan de eis die gesteld wordt voor vaststelling van *interestedness* of *dependence* bij de individuele bestuurder heb ik aandacht besteed in hoofdstuk 3.¹⁴¹ Wil eenmaal vastgestelde *director interestedness* kunnen leiden tot toepassing van de *entire fairness test*, en daarmee het ‘buiten spel zetten’ van de *business judgment rule*, dan dient dit voor één of meer individuele bestuurders aanwezige substantiële tegenstrijdig belang het functioneren van het collectieve bestuur in dat verband te raken. Daaraan is in ieder geval voldaan:

- wanneer de meerderheid van de besluitende bestuurders die vóór stemmen een substantieel tegenstrijdig belang heeft;
- wanneer één of meer besluitende bestuurders minder dan voornoemde meerderheid een substantieel tegenstrijdig belang hebben en de overige besluitende bestuurders ten opzichte van deze minderheid niet onafhankelijk zijn;
- of wanneer een bestuurder met een substantieel tegenstrijdig belang de overige besluitende bestuurders daarvan niet tijdig heeft verwittigd en een redelijke bestuurder dergelijke informatie als significant zou hebben beschouwd in het kader van de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Dan wordt het bestuur niet als neutrale beslisser gezien.

Het belang van een neutrale beslisser bij kwesties rakend aan de *duty of loyalty* blijkt met zoveel woorden uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁴² waarin de bevindingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*¹⁴³ worden onderschreven: “When a board of directors’

139 *Solomon v. Pathe Communications Corp.* (Del. Ch. 1995). Dit onderschrijft de *Supreme Court* van Delaware in *Solomon v. Pathe Communications Corp.* (Del. 1996). Vgl. eerder o.a. *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989) en *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983).

140 Deze tweede stap komt niet consequent terug in de rechtspraak. Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “(...) directors’ decisions will be respected by courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available.”

141 Zie hoofdstuk 3 – nummer 11.c.

142 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

143 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994). Dit wordt opengelaten in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) en ter beantwoording voorgelegd aan de *Court of Chancery* van Delaware. De *Supreme Court* van Delaware overweegt daarin wel het volgende: “To disqualify a director, for rule rebuttal purposes, there must be evidence of disloyalty. (...) Neither *Aronson* nor *Pogostin* can be fairly read to support *Cinerama’s* thesis that a finding of one director’s possession of a disqualifying self-interest is sufficient, without more, to rebut the business judgment presumption of director/board loyalty; and no Delaware decisional law of

→

HOOFDSTUK IV

loyalty is questioned, Delaware courts determine whether a conflict has deprived stockholders of a 'neutral decision-making body'. (...) *Oberly v. Kirby* (...). In *Oberly*, this Court explained: "A board of which a majority of directors is interested is not a 'neutral decision-making body'." See, e.g., *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (...) ("[w]here actual self-interest is present and affects a majority of the directors approving a transaction, a court will apply [the entire fairness test]") (...). A majority of disinterested directors is not 'independent' if that majority was dominated by an interested director. See *Heineman v. Datapoint Corp.* Similarly, the manipulation of the disinterested majority by an interested director vitiates the majority's ability to act as a neutral decision-making body. See *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.* (...) The Court of Chancery framed the issue as follows: "Has the presence of the found material self-interest of one or more directors on the board that acted upon a transaction so infected or affected the deliberative process of the board as to disarm the board of its presumption of regularity and respect and cast upon the directors the burden (and the heightened risks (...)) of the entire fairness form of judicial review." (...) The Court of Chancery assumed that if actual self-interest is present and affects a majority of directors approving a transaction, the entire fairness standard applies. The Court of Chancery concluded that a material interest of "one or more directors less than a majority of those voting" would rebut the application of the business judgment rule if the plaintiff proved that "the interested director *controls* or *dominates* the board as a whole or [that] the interested director *fail[ed]* to *disclose his interest* in the transaction to the board *and* a reasonable board member would have regarded the existence of the material interest as a significant fact in the evaluation of the proposed transaction." (...) We hold that the Court of Chancery's conclusion is correct, as a matter of law. Thus, we affirm its ruling on the effect of director material self-interest as it was related to the requirement of board independence."

Instructief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Orman v. Cullman*¹⁴⁴: "As a general matter, the business judgment rule presumption that a board acted loyally can be rebutted by alleging facts which, if accepted as true, establish that *the board* was either interested in the outcome of the transaction or lacked the independence to consider objectively whether the transaction was in the best interest of its company and all of its shareholders. To establish that a *board was* interested or lacked independence, a plaintiff must allege facts as to the interest and lack of independence of the *individual members* of that board. To rebut successfully business judgment presumptions in this manner, thereby leading to the application of the entire fairness standard, a plaintiff

this Court supports such a result. This Court has generally and consistently refrained from adopting a bright-line rule for determining when a director's breach of duty of independence through self-interest translates into evidence sufficient to rebut the business judgment presumption accorded to board action. We agree with defendants that the question of when director self-interest translates into board disloyalty is a fact-dominated question, the answer to which will necessarily vary from case to case. (...) A trial court must have flexibility in determining whether an officer's or director's interest in a challenged board-approved transaction is sufficiently material to find the director to have breached his duty of loyalty and to have infected the board's decision. Therefore, we reject Cinerama's contention that 'any' found director self-interest, standing alone and without evidence of disloyalty, is sufficient to rebut the presumption of loyalty of our business judgment rule."

144 *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002).

must normally plead facts demonstrating “that a *majority* of the director defendants have a financial interest in the transaction or were [sic] dominated or controlled by a materially interested director.” I recognize situations can exist when the material interest of a number of directors *less* than a majority may rebut the business judgment presumption and lead to an entire fairness review. That is when an “interested director *fail[ed] to disclose his interest in the transaction to the board and a reasonable board member would have regarded the existence of the material interest as a significant fact in the evaluation of the proposed transaction.*” (...) If a plaintiff alleging a duty of loyalty breach is unable to plead facts demonstrating that a majority of a board that approved the transaction in dispute was interested and/or lacked independence, the entire fairness standard of review is not applied and the Court respects the business judgment of the board. Whether a particular director is disinterested or independent is a recurring theme in Delaware’s corporate jurisprudence. We reach conclusions as to the sufficiency of allegations regarding interest and independence only after considering all the facts alleged on a case-by-case basis.”¹⁴⁵

Dit betekent niet per definitie dat de *entire fairness test* van toepassing is.

Toepassing van de *entire fairness test* kan doorgaans¹⁴⁶ worden voorkomen door kort gezegd, zoals het veelal wordt geduid, het verkrijgen van goedkeuring

145 Vgl. o.a. *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007): “In other words, to rebut the presumption of director interestedness and independence, one must demonstrate that directors’ self-interest “materially affected their independence””; *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “Delaware law requires courts to consider the independence of directors based on the facts known to the court about them specifically, the so-called “subjective ‘actual person’ standard.” In order to rebut the presumption of director disinterestedness and independence, a stockholder must show that the directors’ self-interest materially affected their independence. In other words “[t]o be disqualifying, the nature of the director interest must be substantial,” not merely “incidental””; *In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “As to the allegations of pecuniary or professional interest, I conclude that the Complaint fails to make well-pled allegations sufficient to rebut the presumption that the GM directors acted loyally. First, it is well settled that plaintiffs’ allegations of pecuniary self-interest must allow the Court to infer *that the interest* was of “a sufficiently material importance, in the context of the director’s economic circumstances, as to have made it improbable that the director could perform her fiduciary duties without being influenced by her overriding personal interest.” (...) Delaware law has held that a director may have a disabling conflict if a particular relationship would cause that director to make a corporate decision that materially benefits the director at the expense of the corporation or shareholder” met daarbij in een voetnoot, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) parafraserend: “to rebut presumption of business judgment rule, plaintiff must proffer evidence that members of the board had a material self-interest suggesting disloyalty”; en *In re Encore Computer Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000): “To rebut that presumption, the plaintiffs may allege facts sufficient to plead a cognizable claim for a breach of duty of loyalty, more specifically, that the defendants were materially interested in the transaction or failed to act independently on behalf of the corporation.”

146 Een uitzondering volgt uit o.a. *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (Del. 1994). Vgl. daarover o.a. *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007): “The anomaly of controlling stockholder mergers is an exception.” De *entire fairness test* blijft dan van toepassing, met dien verstande dat de stel- en bewijsplicht omtrent de afwezigheid van *entire fairness* dan op de eisende partij rust, doorgaans één of meer aandeelhouders. Zie nummer 19.d hierna.

HOOFDSTUK IV

van de transactie door een meerderheid van de tijdig en toereikend geïnformeerde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang. Uit rechtspraak lijkt te volgen dat het daarbij dient te gaan om de meerderheid van de stemmen van de stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang, niet slechts om de meerderheid van de stemmen van de stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang die zijn uitgebracht. Het laatste omvat niet altijd het eerste. De nadruk ligt daarbij op het gewicht van de stemmen, niet op het aantal aandeelhouders (zoals de standaardverwijzing wellicht doet vermoeden).¹⁴⁷

Ik wijs op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation*¹⁴⁸: “Having determined that the directors were interested in the Merger, subjecting the Merger to entire fairness review, I must now address the consequences for that entire fairness review, if any, of the shareholder vote on the Merger. As discussed, the Merger was conditioned upon stockholder approval “by a majority vote,” not a vote of a majority-of-the-minority. Under Delaware law, however, the mere fact that an interested transaction was not made expressly subject to a non-waivable majority-of-the-minority vote condition has not made the attainment of so-called “ratification effect” impossible. Rather, outside the *Lynch* context, proof that an informed, non-coerced majority of the disinterested stockholders approved an interested transaction has the effect of invoking business judgment rule protection for the transaction and, as a practical matter, insulating the transaction from revocation and its proponents from liability. Essentially, the most important preliminary issue raised by the plaintiffs in response to the defendants’ ratification argument is mathematical. The plaintiffs question whether or not a majority of the disinterested shareholders in fact voted in favor of the Merger. That this issue even requires discussion now results largely from the plaintiffs’ failure to raise the issue of numerical adequacy until trial. I therefore permitted the defendants to submit additional evidence after trial. With that evidence, and with helpful commentary from the parties on that evidence and the stipulated facts in the pre-trial order, I was able to make a responsible count. That count, as noted previously, indicates that only 48.8% of the 94,742 departing shares voted for the Merger. Recognizing that result, the defendants advance an argument that I reject. The defendants argue that the only relevant question is whether a majority of the departing

147 Vgl. o.a. *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “The common law (...) only gives ratification effect to approval of the interested transaction by a majority of the disinterested stockholders”; *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999): “Only votes controlled by stockholders who are not ‘interested’ in the transaction at issue are eligible for ratification effect in the sense of invoking the business judgment rule rather than the entire fairness form of review. That is, only the votes of those stockholders with no economic incentive to approve a wasteful transaction count”; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “(...) shareholder ratification by a majority of the disinterested shareholders acts as a safe harbor in situations where directors’ potentially conflicting self-interests are at issue”; *Williams v. Geier* (Del. 1996); en *Saxe v. Brady* (Del. Ch. 1962): “When the stockholders ratify a transaction, the interested parties are relieved of the burden of proving the fairness of the transaction. The burden then falls on the objecting stockholders to convince the court that no person of ordinary, sound business judgment would be expected to entertain the view that the consideration was a fair exchange for the value which was given.”

148 *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2006).

shareholders who returned a proxy cast a vote in favor of the Merger. Thus, in the defendants' view, departing stockholders who did not return a proxy do not count in the denominator. I disagree. The cleansing effect of ratification depends on the intuition that when most of the affected minority affirmatively approves the transaction, their self-interested decision to approve is sufficient proof of fairness to obviate a judicial examination of that question. I do not believe that the same confidence flows when the transaction simply garners more votes in favor than votes against, or abstentions from, the merger from the minority who actually vote. That position requires an untenable assumption that those who did not return a proxy were members of a "silent affirmative majority of the minority." That is especially so in the merger context when a refusal to return a proxy (if informedly made) is more likely a passive dissent. Why? Because under 8 *Del. C.* § 251, a vote of a "majority of the outstanding stock of the corporation entitled to vote" is required for merger approval, and a failure to cast a ballot is a *de facto* no vote. Therefore, giving ratification effect only if a majority of the disinterested shares outstanding were cast in favor of the transaction also coheres with § 251. Because a majority of the minority did not vote for the Merger, the directors cannot look to our law's cleansing mechanism of ratification to avoid entire fairness review. The most they can expect to do is to bar those stockholders who voted in favor of the Merger from recovery based on the doctrine of acquiescence" met daarbij in een voetnoot: "I need not, and do not, hold that a qualifying ratification vote always needs to track the percentage approval required for the underlying transaction. One can posit a situation when a particular type of transaction requires, by charter, a 66.67% supermajority vote, and a conflicted stockholder holds 40% of the total vote, with the rest of the votes held by disinterested stockholders. To promote fair treatment, the board makes approval subject to a majority of the minority vote condition. Nothing in this opinion suggests that ratification effect would not be given if an informed majority of the minority of the remaining 60% of the electorate voted in favor of the transaction."¹⁴⁹

In deze uitspraak benadrukt *Vice Chancellor Strine* overigens nog dat het stemmen vóór een transactie van invloed kan zijn op de vuist die een aandeelhouder nadien in rechte nog daartegen kan maken: "Traditionally, acquiescence has required "a showing that the plaintiff, by words or deed, has acknowledged the legitimacy of the defendants' conduct." That historical test is obviously met when an uncoerced stockholder, acting on an informed basis, casts an affirmative vote in favor of a transaction. If informed, uncoerced stockholders wish to challenge a transaction, the least that can be expected of them is that they not endorse it through a yes vote in the first instance. That is, if a stockholder says 'yea' in the election, she cannot say 'nay' in court if her vote was informed and uncoerced. The ballot box is the most important place to register opposition, not the courthouse. Therefore, the PNB stockholders who cast yes votes are barred by the doctrine of acquiescence from challenging the Merger."

149 Vgl. o.a. *Fliegler v. Lawrence* (Del. 1976) over *Section 144(a)(2) DGCL*: "Only about one-third of the 'disinterested' shareholders voted, and we cannot assume that such non-voting shareholders either approved or disapproved. Under these circumstances, we cannot say that "the entire atmosphere has been freshened" and that departure from the objective fairness test is permissible." Instemmend is Bainbridge op zijn *weblog* www.professorbainbridge.com d.d. 7 december 2006.

HOOFDSTUK IV

In dat geval dient de rechter alsnog de *business judgment rule* te hanteren, omdat in dat geval wél sprake is van een neutrale beslisser binnen de vennootschap.¹⁵⁰

“Where the directors have represented both themselves and the corporation, and where there was no ratification by stockholders, and the action is thereupon duly challenged, the court will usually have no choice but to employ its own judgment in deciding the perhaps very close and troublesome questions as to whether the evidence shows that the directors in fact used the utmost good faith and the most scrupulous fairness. Where there was stockholder ratification, however, the court will look into the transaction only far enough to see whether the terms are so unequal as to amount to waste, or whether, on the other hand, the question is such a close one as to call for the exercise of what is commonly called ‘business judgment’. (...) In our view, therefore, the entire atmosphere is freshened and a new set of rules invoked where formal approval has been given by a majority of independent, fully informed stockholders” aldus reeds de *Supreme Court* van Delaware in *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.*¹⁵¹

Hierbij speelt de *duty of disclosure* noodzakelijkerwijs een centrale rol. De aandeelhouders dienen onder meer op toereikende wijze geïnformeerd te worden over de gevolgen van een dergelijke goedkeuring.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Sample v. Morgan*¹⁵²: “(...) the Delaware doctrine of ratification does not embrace a ‘blank check’ theory. When uncoerced, fully informed, and disinterested stockholders approve a specific corporate action, the doctrine of ratification, in most situations, precludes claims for breach of fiduciary duty attacking that action. But the mere approval by stockholders of a request by directors for the authority to take action within broad parameters does not insulate all future action by the directors within those parameters from attack. Although the fact of stockholder approval might have some bearing on consideration of a fiduciary duty claim in that context, it does not, by itself, preclude such a claim. (...) in order for directors to access the safe harbor of ratification, they must meet an affirmative “burden of demonstrating full and fair disclosure.” One way of meeting that burden is to take on the onerous task of showing that a plaintiff’s claim of a disclosure violation cannot withstand challenge in the plaintiff-

150 Vgl. o.a. *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2006): “(...) outside the *Lynch* context, proof that an informed, non-coerced majority of the disinterested stockholders approved an interested transaction has the effect of invoking business judgment rule protection for the transaction and, as a practical matter, insulating the transaction from revocation and its proponents from liability”; *In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005); *In re Prime Hospitality, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005); *In re General Motors Class H Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1999); *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “Absent any other allegations that might cast doubt on the board’s disinterest vis-à-vis the merits of the transaction, an informed and uncoerced shareholder vote on the matter provides an independent reason to maintain business judgment protection for the board’s acts”; en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985). Zie o.a. Strine (2002), 1376.

151 *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* (Del. 1952).

152 *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007).

friendly environment of a Rule 12(b)(6) motion. As applied here, these principles mean that the complaint stands, and the directors' ratification defense fails, if I find that the complaint pleads that the disclosures (...) were materially misleading. If a material fact relevant to the voting decision was not disclosed, the complaint must be sustained. Similarly, if I conclude that the directors did not provide a "a full and fair explanation of the rationale for [the] proposal[s] that [the] directors [were] recommending stockholders to approve", I must deny the motion to dismiss. These results find resonance in the partial disclosure doctrine, which rests in the notion that "once [directors] travelled down the road of partial disclosure (...) an obligation to provide the stockholders with an accurate, full, and fair characterization" attaches" en in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*¹⁵³: "To obtain this Court's deference to shareholder ratification, directors and majority shareholders alike must show this Court that the shareholders possessed all information germane to the transaction at the time they voted to ratify it. Where a board seeks shareholder action, it is charged with the obligation to provide shareholders with the requisite information. If shareholders' understandable ignorance persists, it is likely that a disloyal board's actions could remain hidden from this Court's scrutiny. Thus, in its earliest form, the duty of disclosure was the simple requirement that a board seeking shareholder ratification of a self-interested transaction provide shareholders all information material to the transaction. The duty existed and still exists as an essential component of the duty of loyalty in a situation where the board seeks to comply with its fiduciary obligations by obtaining shareholder approval for the board's otherwise potentially conflicted interests."¹⁵⁴

Op de gevolgen van adequate goedkeuring van het bestuurlijk gedrag door de aandeelhouders ga ik hierna verder in.¹⁵⁵

19.b. *Toetsing aan de duty of care*

Wil de aandeelhouder het vermoeden weerleggen dat het bestuur zich in verband met de zakelijke beleidsafweging heeft gedragen conform de op hem rustende *duty of care*, dan dient hij aan te tonen dat het bestuur zich wat betreft de voorbereiding schuldig heeft gemaakt aan een grof nalatige handelwijze. Daarbij dient een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd.¹⁵⁶

153 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998).

154 Vgl. o.a. *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): "Shareholders cannot be deemed to have ratified board action unless they are afforded the opportunity to express their approval of the precise conduct being challenged"; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): "When dealing with ratification and disclosure issues, courts inquire as to the type and quality of information in shareholders' hands prior to the vote. Whether shareholders are 'fully informed' turns upon whether directors have complied with their duty "[w]hen seeking the affirmative vote of shareholders (...) to disclose all material information"; en *Yiannatsis v. Stephanis* (Del. 1995).

155 Zie nummer 19.d hierna.

156 Zie overigens Strine (2001), 938: "One of the most prevalent fetishes in corporation law is the adoration lawyers and law professors have with the words 'ex ante' and 'ex post'." Dit moge wellicht zo zijn, de gedachte erachter is duidelijk: de hantering van het juiste perspectief is van groot belang.

HOOFDSTUK IV

Pas bij grof nalatig gedrag mag de *duty of care* geschonden worden geacht.¹⁵⁷ Enkele nalatigheid leidt daardoor niet tot toepassing van de *entire fairness test* en tot het ‘buiten spel zetten’ van de *business judgment rule*. Dit wijst op een royale mate van bestuurlijke beleidsvrijheid.

Zo rept de *Supreme Court* van Delaware in *Brehm v. Eisner*¹⁵⁸ over: “the Delaware jurisprudence that, in making business decisions, directors must consider all material information reasonably available, and that the directors’ process is actionable only if grossly negligent”; “our objective test of reasonableness, the test of materiality and concepts of gross negligence”; de vraag of “the particularized facts in the complaint create a reasonable doubt that the informational component of the directors’ decisionmaking process, *measured by concepts of gross negligence*, included the consideration of all material information reasonably available”; “a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available”; en de vraag of “the subject matter (...) that was material and reasonably available was so obvious that the board’s failure to consider it was grossly negligent regardless of the expert’s advice or lack of advice (...)”¹⁵⁹

Dit gaat kennelijk verder dan het enkele niet op de hoogte zijn van alle materiële en redelijkerwijs voorhanden informatie. Ik laat Johnson aan het woord: “The latter standard (grove nalatigheid, BFA) necessarily means directors have considerable latitude in their information gathering efforts and will not literally be required to have ‘all material information reasonably available’ or lose the case. Nor will directors lose even if they were negligent or acted unreasonably in their efforts at becoming informed because a gross negligence standard is meant to provide greater leeway. If so, a duty of care case will not stand or fall based only on the court ascertaining whether the specified amount of information has been obtained – *i.e.*, all material information reasonably available – but on whether ‘enough’ information was gathered to satisfy a director’s obligation not to have acted with gross negligence in becoming informed. Being held to a stated ‘reasonableness’ standard

157 Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006) over “a violation of the fiduciary duty of care (*i.e.*, gross negligence)” en in gelijke zin *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

158 *Brehm v. Eisner* (Del. 2000).

159 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1300 over “gross negligence, which involves a devil-may-care attitude or indifference to duty amounting to recklessness.” Vgl. daarover o.a. *Albert v. Alex. Brown Management Services, Inc.* (Del. Ch. 2005): “Director liability for breaching the duty of care “is predicated upon concepts of gross negligence.” A court faced with an allegation of lack of due care should look for evidence of whether a board has acted in a deliberate and knowledgeable way in identifying and exploring alternatives. Gross negligence has a stringent meaning under Delaware corporate (and partnership) law, one “which involves a devil-may-care attitude or indifference to duty amounting to recklessness.” “In the duty of care context with respect to corporate fiduciaries, gross negligence has been defined as a reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which are without the bounds of reason.” In order to prevail on a claim of gross negligence, a plaintiff must plead and prove that the defendant was “recklessly uninformed” or acted “outside the bounds of reason”.”

and being held to a lesser standard than one not be grossly negligent in deviating from the stated standard are two different legal measures.”¹⁶⁰

Deze toetsingsnorm valt naar het lijkt niet samen met de meer als gedragsnorm geformuleerde *due care* maatstaf uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company*¹⁶¹: “(...) directors of a corporation in managing the corporate affairs are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances.”¹⁶² Enkele nalatigheid volstaat immers niet.

Van een brede redelijkheidstoets is geen sprake nu die pas bij *enhanced scrutiny* aan bod kan komen. Instructief is wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*¹⁶³: “The key features of an enhanced scrutiny test are: (a) a judicial determination regarding the adequacy of the decisionmaking process employed by the directors, including the information on which the directors based their decision; and (b) a judicial examination of the reasonableness of the directors’ action in light of the circumstances then existing. The directors have the burden of proving that they were adequately informed and acted reasonably. (...) We conclude that the Paramount directors’ process was not reasonable, and the result achieved for the stockholders was not reasonable under the circumstances” en in *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*¹⁶⁴: “The directors of a corporation have the obligation of acting reasonably to seek the transaction offering the best value reasonably available to the stockholders.”¹⁶⁵ Grof nalatig gedrag onder de *duty of care* component van de *business judgment rule* dient dan logischerwijs meer te omvatten dan onredelijk gedrag alleen.¹⁶⁶

160 Johnson (1999), 811.

161 *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company* (Del. 1963).

162 Zie hoofdstuk 3 – nummer 12.a.

163 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

164 *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.* (Del. 1994).

165 Vgl. o.a. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985) over “a reasonable investigation.” Zie o.a. Eisenberg (2005), 539 over “showing good faith and reasonable investigation – presumably, a more thorough investigation than would be required for most other business decisions.”

166 Vgl. o.a. *McMillan v. Intercargo Corp.* (Del. Ch. 2000); *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990); en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. 1985). Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 233; “In *McMillan v. Intercargo Corp.*, the Delaware Court of Chancery stated that “second guessing about whether a board’s strategy was ‘reasonable’ or ‘appropriate’ is not sufficient to show gross negligence”; rather a plaintiff must “set forth facts from which one could infer that the defendants’ lack of care was so egregious as to meet Delaware’s onerous gross negligence standard””; Allen/Jacobs/Strine (2002), 452, 453: “(...) even the best of us will occasionally make a lapse in judgment or a factual error that a judge could later second-guess as ‘unreasonable’ or ‘negligent’. (...) If a different nomenclature, drawn from the law of torts, is employed, the reasonableness standard in corporate law is easily understood as analogous to the ‘reasonable person’ standard in tort law, which is based on a simple negligence standard of conduct”; en De Wulf (2002), 494, 495: “In werkelijkheid (...) moeten rechters steeds het gewone foutconcept toepassen. (...) Steeds dient een rechter de regel toe te passen dat fout is, de lichtste afwijking van het gedrag dat een redelijk mens in dezelfde omstandigheden zou ten toon gespreid hebben.”

HOOFDSTUK IV

De toetsingsnorm grove nalatigheid is door de *Supreme Court* van Delaware geïntroduceerd in *Aronson v. Lewis*¹⁶⁷: “While the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence.”¹⁶⁸ Daarbij doet de *Supreme Court* van Delaware een beroep op een aantal uitspraken waarin deze maatstaf op telkens andere wijze is omschreven, maar waaruit duidelijk wordt dat “[w]hile the Delaware cases have not been precise in articulating the standard by which the exercise of business judgment is governed, a long line of Delaware cases hold that director liability is predicated on a standard which is less exacting than simple negligence.”¹⁶⁹

Opmerkelijk is dat de *Supreme Court* van Delaware grove nalatigheid hier als een breed toepasbare toetsingsnorm lijkt te hanteren in de context van de *duty of care*, niet als dé maatstaf bij alleen de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging. Dit wordt bevestigd door de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom*¹⁷⁰: “The standard of care applicable to a director’s duty of care has also been recently restated by this Court. In *Aronson* (...) we stated: “While the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that under the business judgment rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence.” We again confirm that view. We think the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one.”¹⁷¹ Uit rechtspraak van de *Supreme Court* van Delaware blijkt inmiddels onmiskenbaar dat deze maatstaf, logischerwijs binnen de *business judgment rule*, beperkt is tot de *voorbereiding* van de zakelijke beleidsafweging.¹⁷²

Grove nalatigheid impliceert binnen het vennootschapsrecht van Delaware, naar objectieve maatstaven gemeten en in het licht van alle omstandigheden van het geval, volstrekt ongeïnformeerd en/of ondoordacht gedrag wat duidt op een apert nonchalante/lichtvaardige handelwijze.

“(...) there must be some credible contemporary evidence demonstrating that the directors knew what they were doing, and ensured that their purported action was given effect” aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom*.

167 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984).

168 Zie o.a. *Branson* (2002), 638.

169 *Penn Mart Realty Co. v. Becker* (Del. Ch. 1972); *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971); *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.* (Del. 1970); *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966); *Moskowitz v. Bantrell* (Del. 1963); *Kors v. Carey* (Del. Ch. 1960); en *Allaun v. Consolidated Oil Co.* (Del. Ch. 1929).

170 *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985).

171 Vgl. o.a. *Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.* (Del. Ch. 1986).

172 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); en *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989).

Het bestuur zal het bepaald bont moeten maken, wil van schending van de *duty of care* wegens grove nalatigheid sprake kunnen zijn.¹⁷³ Dit gaat niet zover dat (doel)bewust tekortschieten is vereist. Schending van de *duty of care* leidt daardoor niet automatisch tot schending van de *duty of good faith*.¹⁷⁴

De achterliggende reden voor toepassing van grove nalatigheid als de toetsingsnorm wat betreft de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging is onder meer door de *Court of Chancery* van Delaware uiteengezet in *Solash v. The Telex Corporation*.¹⁷⁵ Die reden komt er in essentie op neer dat het bestuur ook in deze context zonder voorhanden protocol risicovolle keuzes moet maken die zich niet goed lenen voor objectieve rechterlijke toetsing achteraf.

“(…) a good faith decision by a disinterested board cannot be the source of director liability even if the process by which the decision was made was arguably negligent. In order to prevent second-guessing on what might be close questions concerning the appropriateness of the process by which a business decision was made, the law has set a high standard. Only if the process is grossly negligent may liability for damage resulting from a good faith decision be found. (...) This demanding substantive test is bound-up with the so-called business judgment rule. (...) The question, what constitutes a reasonable investigation in any particular context is a question the answer to which benefits from, if it does not require, substantive knowledge and expertise. Information is not without costs of various kinds. Whether the benefit of additional information is worth the cost – in terms of delay and in terms of alternative uses of time and money – is always a question that may legitimately be addressed by persons charged with decision-making responsibility. This observation leads to one of the points of connection between the substantive rule of liability (gross negligence) and the procedural/substantive business judgment rule. In preliminarily evaluating whether the party with the burden is likely to meet that burden with respect to the reasonableness of the investigation, it is the gross negligence standard that is applied. Thus, a reasonable investigation is one that is not grossly negligent.”

Chancellor Allen vervolgt, na enkele feitelijke overwegingen: “Reliance upon Drexel Burnham to assist in the negotiation of the Memorex transaction raises a related question

173 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Levine v. Smith* (Del. 1991); *Grobow v. Perot* (Del. 1988); en *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974). Vgl. buiten Delaware o.a. *W&W Equipment Co. v. Mink* (Ind. App. Ct. 1991). Zie o.a. *Jacobs* (2006), 97-98.

174 Vgl. o.a. *Stone v. Ritter* (Del. 2006); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006); *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): “(...) negligent or even gross negligent conduct, however misguided, does not automatically equate to disloyalty or bad faith”; *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004); *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004); *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003); *McMillan v. Intercargo Corp.* (Del. Ch. 2000); en *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985). Zie o.a. *Strine* (2002), 1386. Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.a. In de zogeheten *duty of oversight* context is dit anders. Dan is voor persoonlijke aansprakelijkheid wel de afwezigheid van subjectieve *bona fides* vereist en niet ‘slechts’ grove nalatigheid. Zie hoofdstuk 3 – nummer 12.a.

175 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

HOOFDSTUK IV

of the Telex board's competency to exercise a judgment protected by the business judgment rule. Since it is factually clear that Drexel Burnham played a significant role in that negotiation, my inability to know now whether (as plaintiff contends) it negotiated the price or (as defendants assert) it simply assisted management, does not prevent me from preliminarily evaluating this position. It, too, is a question of degree. Reasonable minds might disagree as to whether it was prudent to permit Drexel Burnham to assume important responsibilities in negotiating a transaction in which it had a predominating financial interest opposed to its client's interest. It would be easy to conclude, on the merits, that it was unwise to be so advised. Nevertheless, several factors might militate against the view that it was irresponsible to permit Drexel to continue its role after serious negotiations commenced with Memorex. First, management of Telex continued to attend to the negotiations and clearly did have an important role. Second, time was short. Edelman's offer, for what it was worth, no doubt had had an impact on the distribution of the company's stock. Consequently, if an alternative deal was to be made available, it surely had to be done quickly. To bring in a new banker to assist price negotiations meaningfully, would involve time. Third, the results of the negotiations could, in all events, be checked against the directors' own views of Telex's value and could be further checked by the retention of an additional investment banker to opine on the fairness of the result of the negotiations. While the second banker's opinion did not go beyond the fairness of the Memorex proposal to value the possible recapitalization alternative, one could call that 'negligence' only on the supposition that only businessmen who call themselves investment bankers – and not businessmen who sit on boards of industrial companies – are capable of making rational comparative judgments about stock values of such companies. While many experienced persons would no doubt be quite uncomfortable relying to any extent upon the advice or assistance of one in Drexel Burnham's position, I am not inclined to think that a decision to do so, in the light of all of the circumstances, may be deemed to constitute negligence (or, *a fortiori*, gross negligence). It is at the very time when decisions are not clear, when reasonable persons might differ as to what wisdom or prudence demands or suggests, that the policy of the law that undergirds the gross negligence standard of director liability becomes most applicable."

Hoewel *Chancellor Allen* hier geen loepzuiver onderscheid aanbrengt in enerzijds grof nalatig gedrag en anderzijds onredelijk gedrag doet hij dit nadien wel, bijvoorbeeld in *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation*¹⁷⁶: "The first class of cases will typically be subject to review under the director-protective business judgment rule, assuming the decision made was the product of a process that was either deliberately considered in good faith or was otherwise rational. (...) whether a judge or jury considering the matter after the fact, believes a decision substantively wrong, or degrees of wrong extending through 'stupid' to 'egregious' or 'irrational', provides no ground for director liability, so long as the court determines that the process employed was either rational or employed in a good faith effort to advance corporate interests."¹⁷⁷ Hier staat schending van de *duty of*

176 *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996).

177 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 450, 454 over "an extreme departure from expected normative behavior" en "employing a rationality-level gross negligence standard to evaluate claims that directors breached their duty of care."

care gelijk aan een op irrationele – niet: onredelijke – wijze vormgegeven voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Instructief is verder de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.*¹⁷⁸: “Just how much information prudence requires before a decision is made is itself a question that calls for informed judgment of the kind courts are not equipped to make” en hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware uiteenzet in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*¹⁷⁹: “(...) information has costs (...). (...) the amount of information that is prudent to have before a decision is made is itself a business judgment of the very type that courts are institutionally poorly equipped to make. (...) Clearly, more information was available to the Committee on the central question would either party pay more. Just ask and you may find out (if the answer is yes, time would of course be necessary to evaluate if another proposal was worth more). But in this setting, the act of asking another time for a highest and best bid might itself have costs. It is not inconceivable that KKR (...) could have walked away from the transaction. Thus, the risks (costs) associated with getting more information had to be weighed by the Committee against the likely benefits. The Rohatyn testimony (and it is not alone in this) tends to establish that the Committee addressed this question with due care. It concluded that in the circumstances (...), the risks outweighed the potential rewards. In my opinion, this important decision is itself entitled to the deference courts give to business decisions made by disinterested directors with care in the honest pursuit of the corporation’s interest.”¹⁸⁰

Ik wijs in dit verband ook op het Duitse vennootschapsrecht waarin met ingang van 1 november 2005 in de tweede zin van § 93 lid 1 AktG – enigszins vergelijkbaar met art. 2:9 BW – de Duitse *business judgment rule* is neergelegd. Deze luidt: “Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.”¹⁸¹ Hier is aansluiting gezocht bij de *business judgment rule* zoals het vennootschapsrecht van Delaware die kent.¹⁸² Tegen deze achtergrond ligt het in de rede dat ook in het Duitse vennootschapsrecht een rationaliteitstoets – en niet een redelijkheidstoets – wordt gehanteerd, maar glashelder is dat niet. Van – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag is getuige de wetsgeschiedenis van de invoering van de Duitse *business judgment rule* sprake wanneer “das mit der unternehmerischen Entscheidung verbundene

178 *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989).

179 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

180 Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 234-235; Jacobs (2001), 262: “If you have an ordinary negligence standard, you run the institutional risk that the court can too easily confuse a good decision that turned out badly with a decision that was bad to begin with, *i.e.* negligent. And so that is one of the reasons why we have an articulated standard of review or liability that is gross negligence rather than negligence”; en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1299.

181 Gepubliceerd in het *Bundesgesetzblatt* op 27 september 2005, Deel I, nr. 60, 2802 e.v. Zie o.a. Assink (2006 a), 75 e.v. en Assink (2005 a), 372 e.v.

182 Zie o.a. UMAG (2005), 21, 22: “(...) für Fehler im Rahmen des unternehmerischen Entscheidungsspielraums [wird] nicht gehaftet (‘Business Judgment Rule’). (...) Dies entspricht Vorbildern der Business Judgment Rule aus dem angelsächsischen Rechtskreis und findet Parallelen in der neueren höchstrichterlichen Rechtsprechung des BGH (Urteil vom 21. April 1997, BGHZ 135, 244 ‘ARAG/Garmenbeck’).”

Risiko in völlig unverantwortlicher Weise falsch beurteilt worden ist.”¹⁸³ Relevant is de volgende passage uit de wetsgeschiedenis: “Das Vorstandsmitglied muss (...) vernünftigerweise angenommen haben, die Handlung erfolge auf der Grundlage angemessener Information. Dabei soll die unternehmerischen Entscheidung nicht verrechtlicht oder (Schein-)objektiviert werden. Eine unternehmerische Entscheidung beruht häufig auch auf Instinkt, Erfahrung, Phantasie und Gespür für künftige Entwicklungen und einem Gefühl für die Märkte und die Reaktion der Abnehmer und Konkurrenten. Dies lässt sich nicht vollständig durch objektiven Information ersetzen. Das Gesetz möchte den Mut zum unternehmerischen Risiko nicht nehmen, zugleich aber Unbesonnenheit und Leichtsinns auf Kosten der Kapitalgeber und der Arbeitnehmer keinen Vorschub leisten. Darauf nimmt das Tatbestandsmerkmal ‘angemessener Information’ Rücksicht. Es reflektiert, dass insbesondere bei Entscheidungen, die unter hohem und nicht selbsterzeugtem Zeitdruck zu fällen sind, eine umfassende Entscheidungsvorbereitung schwierig oder gar unmöglich sein kann. Mitunter sind die verfügbaren objektiv erscheinenden Informationen auch unmerklich durch betriebswirtschaftliche Trends oder allgemeine Marktstimmungen subjektiv eingefärbt, und gerade der Unternehmer, der sich antizyklisch verhält und das Unerwartete tut, mag Erfolg haben. Abgestellt wird daher auf die vom Vorstandsmitglied vernünftigerweise als angemessen erachtete Information, auf deren Basis und nach deren freier Würdigung er dann eine unternehmerische Entscheidung fällt. Es wird dem Vorstand also in den Grenzen seiner Sorgfaltspflichten ein erheblicher Spielraum eingeräumt, den Informationsbedarf abzuwägen und sich selbst eine Annahme dazu zu bilden. Information kann nicht allumfassend sein, sondern hat betriebswirtschaftlich gegebene Schwerpunkte (Rentabilität, Risikobewertung, Investitionsvolumen, Finanzierung, etc.). Welche Intensität der Informationsbeschaffung im Sinne der Norm ‘angemessen’ ist, ist anhand des Zeitverlaufs, des Gewichts und der Art der zu treffenden Entscheidung und unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Verhaltensmaßstäbe von ihm ohne groben Pflichtenverstoß zu entscheiden. Keinesfalls zielt der Entwurf darauf, dass durch routinemäßiges Einholen von Sachverständigengutachten, Beratervoten oder externe Marktanalysen eine rein formale Absicherung stattfindet. Die Frage, ob und in welchem Umfang externe Gutachten eingeholt werden, ist nach betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten sowie den eigenen Möglichkeiten der Gesellschaft zu beantworten und nicht nach formalen Absicherungsstrategien zu entscheiden. Das individuell angemessene Informationsniveau beurteilt sich bei jedem einzelnen Vorstandsmitglied zudem ressortabhängig.”¹⁸⁴

183 UMAG (2005), 22.

184 UMAG (2005), 23-24. Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “(...) the standard for judging the informational component of the directors’ decisionmaking does not mean that the Board must be informed of every fact.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Estate of Detweiler v. Offenbecher* (S.D. N.Y. 1989): “(...) in the world of business (as elsewhere), persons are often (or always) required to act on less than perfect or complete information.” Anders dan in Delaware geldt in Duitsland geen vermoeden dat het bestuur aan de bestanddelen van de *business judgment rule* heeft voldaan, hetgeen samenhangt met de opzet van § 93 lid 1 AktG. Zie o.a. UMAG (2005), 24: “Da der Haftungsfreiraum des Satzes 2 als Ausnahme und Einschränkung gegenüber Satz 1 for-

→

Dit is een hout snijdende reden waarom het ondernemende bestuur hier een royale marge van beleidsvrijheid moet worden gegund.¹⁸⁵

Het is telkens de concrete situatie op basis waarvan moet worden bezien of het bestuur op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.*¹⁸⁶: “The duty of care requires directors to inform themselves of all material information reasonably available to them before making a corporate decision. This duty, however, does not require any particular actions or roadmap. Exactly what procedures the law requires varies according to the nature and importance of the considered transaction. The advice of an investment banker or other expert is never required, though it may be useful.”¹⁸⁷

De rechter gaat in wezen na welke inspanningen het bestuur daadwerkelijk heeft verricht en zet deze af tegen de inspanningen die het bestuur redelijkerwijs in het concrete geval had kunnen verrichten, daarbij rekening houdend met alle omstandigheden van het geval.¹⁸⁸ Uit rechtspraak van met name de *Court of Chancery* van Delaware valt af te leiden dat, wil van grove nalatigheid gesproken kunnen worden, de discrepantie hiertussen dermate groot moet zijn dat voor het bestuurlijk gedrag objectief bezien geen steekhoudende reden valt aan te voeren en zijn handelwijze daardoor welbeschouwd geen grondslag meer vindt in de rede. Dit is

muliert ist, liegt die Darlegungs- und Beweislast für das Vorliegen der Tatbestandsmerkmale beim betroffenen Organ.” De eerste zin van § 93 lid 1 AktG luidt: “Die Vorstandsmitglieder haben bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden.” In § 93 lid 1 AktG zijn zowel de algemene bestuurlijke gedragsnorm (i.e. de eerste zin) als de specifieke rechterlijke toetsingsnorm (i.e. de tweede zin) neergelegd. Ik wijs ook op § 93 lid 2 AktG: “Vorstandsmitglieder, die ihre Pflichten verletzen, sind der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens als Gesamtschuldner verpflichtet. Ist streitig, ob sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewandt haben, so trifft sie die Beweislast.”

185 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994). Zie o.a. Veasey (2005), 1424: “There is also some risk that hindsight bias will color our assessments of what an acceptably good process would have been or would have produced.”

186 *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.* (Del. Ch. 2005).

187 Vgl. o.a. *Citron v. Steego Corp.* (Del. Ch. 1988): “[There is] no ritual that will assure later judicial approval or from which thoughtful deviation will risk automatic judicial censure” en *In re KDI Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988): “There is no prescribed procedure (...), no special method that must be followed to satisfy the duty of care.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Stepak v. Addison* (11th Cir. 1994): “There is no pre-set formula that corporate boards must follow to be considered properly informed” en *In re Consumers Power Co. Derivative Litigation* (E.D. Mich. 1990): “[There is no] requirement that directors must conduct ideal or perfect investigation – one that can anticipate all suggestions and withstand any criticism of derivative plaintiffs or of future court review.”

188 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

HOOFDSTUK IV

meer dan onvoldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ in de zin van onredelijk alleen.¹⁸⁹ Het gaat bij grove nalatigheid dan per saldo om een bijkans schokkend slordige/onbezonnen handelwijze, duidelijk achteloos/onnadenkend bestuurlijk gedrag dat daarmee te gek om los te lopen is.

Zo duidt de *Court of Chancery* van Delaware in onder meer *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.*¹⁹⁰ *gross negligence* als volgt: “The Delaware Courts have consistently held that the standard for determining whether directors are liable for breaching their duty of care to properly inform themselves is “predicated on concepts of gross negligence.” (...) In the corporate context, gross negligence means “reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders” or actions which are “without the bounds of reason”.”¹⁹¹

Ik wijs ook op de verwijzing door de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom* – bij de vaststelling dat “the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one” – naar de overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware een decennium eerder in *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.*¹⁹²: “Or to put the question in its legal context, did the Signal directors act without the bounds of reason and recklessly (...)?” Weliswaar is deze verwijzing niet geheel zuiver, nu de overweging van de *Court of Chancery* van Delaware – als deze in context wordt gezien – mede, zo niet vooral, de inhoud lijkt te betreffen van de zakelijke beleidsafweging¹⁹³, hiermee wordt de strekking

189 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005); *McMillan v. Intercargo Corp.* (Del. Ch. 2000); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); en *Cincinnati Bell Cellular Sys. Co. v. Ameritech Mobile Phone Services, Inc.* (Del. Ch. 1996) over “recklessly uninformed” en “without the bounds of reason.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Brane v. Roth* (Ind. App. Ct. 1992): “In *W&W Equipment Co. v. Mink* (1991) (...) we stated that “a director cannot blindly take action and later avoid the consequences by saying he was not aware of the effect of the action he took. A director has some duty to become informed about the actions he is about to undertake.” (...) Here, the evidence shows that the directors made no meaningful attempts to be informed (...)”; *Danaher Corp. v. Chicago Pneumatic Tool Co.* (S.D. N.Y. 1986); en *Kamin v. American Express Co.* (N.Y. 1976): “This was not a situation in which the defendant directors totally overlooked facts called to their attention. They gave them consideration, and attempted to view the total picture in arriving at their decision.” Zie o.a. Kenyon-Slade (2004), 233 e.v.; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1300; en Balotti/Hanks (1993), 1347.

190 *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* (Del. Ch. 1990).

191 Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. Ch. 2005) en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Of bestuurlijk gedrag dat niet grof nalatig is nog ‘mooier’ of ‘beter’ had gekund is hier niet relevant. Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

192 *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974).

193 *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974): “The factors, which suggest imprudence and perhaps some others (...), do not in my judgment raise at this stage a reasonable probability that the plaintiff will be able to pierce the ‘business judgment’ standard. When considered in light of the whole case, they do not in themselves justify the conclusion that the “directors acted so far without information that they can be said to have passed an unintelli-

→

HET LEERSTUK VAN DE *BUSINESS JUDGMENT RULE* IN DELAWARE

van de door de *Supreme Court* van Delaware voorgestane *gross negligence* maatstaf wel duidelijk: de afwijking van de – in de redelijkheidssleutel geplaatste – gedragsnorm moet betekenisvol, significant zijn.

In de rechtspraak wordt dergelijk – grof nalatig – gedrag wel vertaald als een irrationele handelwijze. Daarbij lijkt een onderscheid te worden aangebracht tussen irrationeel gedrag dat leidt tot schending van de *duty of care* en tot de afwezigheid van subjectieve *bona fides*.¹⁹⁴

Dit blijkt bijvoorbeeld uit het oordeel van de *Court of Chancery* van Delaware in *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*¹⁹⁵: “(...) the record does not bear out Inc.’s alternative argument that equity demands an injunction because the International board was grossly negligent in its decisionmaking process. (...) the record reveals that the CRC and its bankers performed an aggressive market canvass that was rationally designed to elicit favorable bids for the entire company and for its various components. (...) Stated bluntly, if *Smith v. Van Gorkom* was a surprise in 1984 [sic], a ruling twenty years later that the International independent directors acted with grossly deficient care by approving a post-auction sale of the Telegraph Group after receiving reasoned advice that the sale price exceeded the value that would be generated by the Group’s expected cash flows would be stunning and path breaking – and not in a positive, responsible way. The CRC made a classic business judgment in deciding to sell an important asset to a third party in an arm’s-length transaction at the end of an exhaustive examination of strategic alternatives. No gross deviation from expected standards of director conduct is involved here. (...) Inc.’s position is defective because it slights a mountain of evidence that refutes the proposition that the CRC acted in a grotesquely deficient way. (...) Taken together, this evidence is inconsistent with a viable claim of gross negligence, at least as I understand that standard. (...) I cannot call such a process irrational or grossly negligent without distorting the meaning of those concepts. (...) On this record, I find no probability that the CRC’s business judgment was a product of disloyal motives or extreme sloppiness. Instead, the record contains persuasive evidence of the CRC’s good faith and rationality.”

gent and unadvised judgment.” (...) But, and perhaps particularly on this preliminary application, the full circumstances surrounding the approval do relate to the overriding factual issue in the case. What was Signal Oil worth (...)? Or to put the question in its legal context, did the Signal directors act without the bounds of reason and recklessly in approving the price offer of Burmah? Thus, the ultimate question is not one of method but one of value. The method does not appear so bad on its face as to alter the normal legal principles which control. But hasty method which produces a dollar result which appears perhaps to be shocking is significant.” Zie o.a. Quillen (1986), 471-472, destijds zelf de rechter van dienst.

¹⁹⁴ Zie nummer 19.c hierna. Aldus bezien lopen de bestuurlijke gedragsnorm (i.e. de in de redelijkheidssleutel geplaatste *duty of care*) en de rechterlijke toetsingsnorm (i.e. de in de irrationaliteitsleutel geplaatste *gross negligence*) hier uiteen. Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) en *Aronson v. Lewis* (Del. 1984). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 449 e.v. en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1299. Zie nummer 22.a hierna.

¹⁹⁵ *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK IV

Ik wijs voorts op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation*¹⁹⁶: “Unless the plaintiffs can show that the independent board majority was duped by the interested block holder, abdicated its responsibilities so as to have acted in subjective bad faith, or acted so irrationally so as to have committed a violation of their duty of care, the business judgment standard of review would condemn their claims”; in *Guttman v. Huang*¹⁹⁷: “(...) there are no well-pled facts that support an inference that the independent directors failed to meet even the level of due care that is the litmus test for liability, absent an exculpatory charter provision – gross negligence. If gross negligence means something other than negligence, pleading it successfully in a case like this requires the articulation of facts suggesting a wide disparity between the process the directors used (...) and that which would have been rational”; en in *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* over “review under the director-protective business judgment rule, assuming the decision made was the product of a process that was either deliberately considered in good faith or was otherwise rational. (...) compliance with a director’s duty of care can never appropriately be judicially determined by reference to the content of the board decision that leads to a corporate loss, apart from consideration of the good faith or rationality of the process employed. (...) whether a judge or jury considering the matter after the fact, believes a decision substantively wrong, or degrees of wrong extending through ‘stupid’ to ‘egregious’ or ‘irrational’, provides no ground for director liability, so long as the court determines that the process employed was either rational or employed in a good faith effort to advance corporate interests.”¹⁹⁸

Ik laat ook Allen, Jacobs en Strine aan het woord: “The selection of a gross negligence standard to govern due care cases may be viewed as synonymous with, and as a practical way to articulate a judicially useful metric to apply, the rationality test embodied in the business judgment rule. (...) To implement this rationality concept in the director due care context, Delaware corporate cases have adopted a gross negligence standard that requires a plaintiff to demonstrate a degree of culpability on the part of the directors that is akin to the recklessness standard employed in other contexts. In the corporate context, gross negligence means “reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders” or actions which are “without the bounds of reason.” (...) Sound justifica-

196 *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003).

197 *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003).

198 Vgl. o.a. *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. Ch. 2001). “There is no evidence that the Bally Board voted to approve the Merger (...) with anything even approaching gross negligence. Indeed, these circumstances do not even approach ordinary negligence. Rather, the evidence clearly demonstrates that the Bally Board acted in a reasonable, informed manner in approving the Merger.” Zie o.a. Davis (2000), 575-576; Johnson (1999), 811; en Veasey/Seitz (1985), 1503. Overigens lijkt in *Guttman v. Huang* (Del. Ch. 2003) en *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996) de in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) geïntroduceerde systematiek – waarin ook de *entire fairness test* aan bod kan komen – niet erg nauwgezet te worden gevolgd. Dit is anders in o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

tions exist for employing a rationality-level gross negligence standard to evaluate claims that directors breached their duty of care.”¹⁹⁹

Van dergelijk – grof nalatig, irrationeel – gedrag kan sprake zijn wanneer het bestuur kernvragen onbeantwoord laat en op gehaaste wijze een belangrijke zakelijke beleidsafweging maakt, hoewel daarvoor bij gebreke aan extern opgelegde tijdsdruk geen aanwijsbare rechtvaardiging bestaat. Dit is dan niet logisch verklaarbaar, zoals wordt geïllustreerd door de conclusie van de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom*.

In deze zaak wordt het bestuur door enkele aandeelhouders persoonlijk aansprakelijk gesteld, voornamelijk omdat het besluit tot verkoop van de vennootschap door het bestuur ongeïnformeerd en overhaast zou zijn genomen: “On the record before us, we must conclude that the Board of Directors did not reach an informed business judgment (...) in voting to ‘sell’ the Company for \$55 per share (...). Our reasons, in summary, are as follows: The directors (1) did not adequately inform themselves as to Van Gorkom’s role in forcing the ‘sale’ of the Company and in establishing the per share purchase price; (2) were uninformed as to the intrinsic value of the Company; and (3) given these circumstances, at a minimum, were grossly negligent in approving the ‘sale’ of the Company upon two hours’ consideration, without prior notice, and without the exigency of a crisis or emergency. (...) the Board based its (...) decision (...) primarily on Van Gorkom’s representations. None of the directors, other than Van Gorkom and Chelberg, had any prior knowledge that the purpose of the meeting was to propose a cash-out merger of Trans Union. No members of Senior Management were present, other than Chelberg, Romans (de *Chief Financial*

199 Allen/Jacobs/Strine (2002), 453, 454, 457. Het moet gezegd dat de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware hierin niet een consistent beeld laat zien. Vgl. o.a. *Kahn v. Roberts* (Del. 1996): “The business judgment rule normally protects all lawful actions of a board of directors, provided they were taken in good faith, after a reasonable deliberative process and in the absence of conflicts of interest. (...) Kahn has not presented evidence to overcome the presumption of propriety that accompanies this rule for actions taken in good faith and after reasonable investigation by independent directors.” Zie o.a. Veasey (2005), 1416 en voetnoot 47 in zijn opinie bij *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) waarin hij opmerkt: “Compare the American Law Institute test, which requires that a director must be “informed (...) to the extent the director reasonably believes to be appropriate under the circumstances.” *Principles of Corporate Governance* (...) at § 4.01(c)(2). Because this test is also based on the objective test of reasonableness, it could be argued that it is essentially synonymous with the Delaware test. But there is room to argue that the Delaware test is stricter.” Een redelijkheidstoets had in de rede gelegen als van schending van de *duty of care* sprake zou zijn wanneer het bestuur verzuimt alle materiële informatie die redelijkerwijs voorhanden is in de besluitvorming te betrekken. Maar dat is niet het geval, omdat uiteindelijk sprake dient te zijn van *grof* nalatig gedrag. Paradigmatisch is *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) over o.a. de vraag of “the particularized facts in the complaint create a reasonable doubt that the informational component of the directors’ decisionmaking process, *measured by concepts of gross negligence*, included the consideration of all material information reasonably available” en de vraag of “the subject matter (...) that was material and reasonably available was so obvious that the board’s failure to consider it was grossly negligent regardless of the expert’s advice or lack of advice.”

HOOFDSTUK IV

Officer, BFA) and Peterson; and the latter two had only learned of the proposed sale an hour earlier. Both general counsel Moore and former general counsel Browder attended the meeting, but were equally uninformed as to the purpose of the meeting and the documents to be acted upon. Without any documents before them concerning the proposed transaction, the members of the Board were required to rely entirely upon Van Gorkom's 20-minute oral presentation of the proposal. No written summary of the terms of the merger was presented; the directors were given no documentation to support the adequacy of \$55 price per share for sale of the Company; and the Board had before it nothing more than Van Gorkom's statement of his understanding of the substance of an agreement which he admittedly had never read, nor which any member of the Board had ever seen. (...) We do not suggest that a board must read *in haec verba* every contract or legal document which it approves, but if it is to successfully absolve itself from charges of the type made here (schending van de *duty of care*, BFA), there must be some credible contemporary evidence demonstrating that the directors knew what they were doing, and ensured that their purported action was given effect. That is the consistent failure which cast this Board upon its unredeemable course."²⁰⁰

Deze baanbrekende uitspraak heeft veel stof doen opwaaien, met name omdat het gaat om een ervaren bestuur dat – zoals ook de *Supreme Court* van Delaware uitdrukkelijk onderkent – op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap handelt zonder dat sprake is van een substantieel tegenstrijdig belang, maar uiteindelijk per saldo wel persoonlijk aansprakelijk wordt gehouden voor bijna US\$ 50 miljoen, terwijl de geboden prijs per aandeel een premie bevat van bijna 50% boven de marktprijs en de *investment banker* van de vennootschap niet in staat is geweest een hogere prijs per aandeel te realiseren.²⁰¹

Tekenend is hetgeen *Vice Chancellor Strine* overweegt in *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*: “The *Van Gorkom* decision was a controversial one as it involved a finding that independent directors who accepted a large premium for selling an entire company were grossly negligent because they did not shop the company first, did not obtain a banker's opinion, and supposedly did not retain sufficient leeway to do a post-signing market check. The reason for the controversy was that the selling board was comprised of a distinguished, disinterested majority, was selling to a third party at a large premium, and had a deep understanding of the company. To say that their rapid acceptance of a large premium was not simply negligent, but grossly so, struck and still strikes many commentators as

200 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005). Vgl. buiten Delaware o.a. *W&W Equipment Co. v. Mink* (Ind. App. Ct. 1991): “A director cannot blindly take action and later avoid the consequences by saying he was not aware of the effect of the action he took.” Zie o.a. Jacobs (2006), 98-99 en Strine (2005), 888 over “grotesque sloth as illustrated by *Van Gorkom*.”

201 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1299-1301 en Quillen (1986), 468 e.v. Zie hoofdstuk 3 – nummers 12.b en 13.b. De zaak is uiteindelijk geschikt voor US\$ 23.5 miljoen, waarvan US\$ 10 miljoen – de maximale dekking – door de aansprakelijkheidsverzekeraar en bijna het gehele restant door de koper van de aandelen – namens de persoonlijk aansprakelijke bestuurders – is betaald. De bestuurders zijn hier in financieel opzicht vrij goed weggekomen. Zie Eisenberg (2005), 561.

wrong-headed.”²⁰² *Smith v. Van Gorkom* – met een prikkelende *dissenting opinion* van Justice McNeilly, die stelt dat “[t]he majority opinion reads like an advocate’s closing address to a hostile jury” en meent dat het bestuur ondanks de relevante omstandigheden juist door zijn ervaring en kennis van de vennootschap *on the spot* een dergelijke existentiële keuze heeft kunnen maken²⁰³ – is de directe oorzaak geweest voor de invoering van de facultatieve wettelijke vrijtekening van bestuurders vervat in *Section 102(b)(7) DGCL*.²⁰⁴

Smith v. Van Gorkom is één van de zeer weinige uitspraken waarin schending door het bestuur van de *duty of care* is aangenomen binnen de *business judgment rule*.²⁰⁵

In *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*²⁰⁶ merkt Chancellor Allen op dat zijns inziens *Smith v. Van Gorkom* niet moet worden gezien als een *duty of care* uitspraak in de context van de *business judgment rule*, maar als een geval waarin de rechter in wezen een *enhanced scrutiny test* aanlegt die op dat moment nog niet is ontwikkeld en door de rechter ook niet zo wordt geduid: “(...) I count *Smith v. Van Gorkom* (...) not as a ‘negligence’ or due care ease [sic] involving no loyalty issues, but as an early and, as of its date, not yet fully rationalized, ‘Revlon’ or ‘change in control’ case. (...) As such I see it as reflecting a concern with the TransUnion board’s independence and loyalty to the company’s shareholders in a critical ‘sale of the company’ context.” Deze zienswijze blijkt niet uit *Smith v. Van Gorkom* zelf en lijkt ook niet breed te worden onderschreven in rechtspraak en literatuur.²⁰⁷

Dit illustreert hoe terughoudend de rechter in Delaware het bestuurlijk gedrag in de *duty of care* context binnen de *business judgment rule* toetst. Een andere uitspraak is *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, waarin *Smith v. Van Gorkom* door de *Supreme Court* van Delaware als “controlling precedent” wordt aangemerkt.²⁰⁸

202 Zie o.a. Justice Steele in zijn *dissenting opinion* bij *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003) en Chittur (1986), 510 e.v.

203 “I have no quarrel with the majority’s analysis of the business judgment rule. It is the application of that rule to these facts which is wrong. An overview of the entire record, rather than the limited view of bits and pieces which the majority has exploded like popcorn, convinces me that the directors made an informed business judgment which was buttressed by their test of the market (...).”

204 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b.

205 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2003) en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994). Vgl. buiten Delaware o.a. *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944). Zie o.a. Bainbridge op zijn *weblog* www.professorbainbridge.com d.d. 3 januari 2007 die opmerkt dat “duty of care cases that reach the damages phase of litigation are so few and far between” en Kenyon-Slade (2004), 242.

206 *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996).

207 Iets anders is dat het aan *Smith v. Van Gorkom* (Del. 1985) ten grondslag liggende feitencomplex wel past binnen gevallen die nadien aan de hand van de *enhanced scrutiny test*, specifiek binnen de *Revlon/QVC*-doctrine, zijn beoordeeld. Zie nummer 21 hierna.

208 Deze uitspraak is eveneens stevig bekritiseerd. Zie o.a. Veasey (2005), 1426; Kenyon-Slade (2004), 240; Allen/Jacobs/Strine (2002), 458; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1300; Jacobs (2001), 261; Johnson (2000), 631; Roth (2000), 161; en Johnson (1999), 803.

HOOFDSTUK IV

Smith v. Van Gorkom bevat diverse omstandigheden die een rol kunnen spelen bij de beantwoording door de rechter van de vraag of het bestuur in deze context heeft voldaan aan de *duty of care*. Ik noem met name:

- de aard, strekking en complexiteit van de te maken zakelijke beleidsafweging, waaronder de – mogelijke – financiële gevolgen daarvan en de termijn waarop die gevolgen zich laten voelen;
- de achtergrond van het bestuur en de bij hem aanwezige algemene kennis en ervaring;
- de kwaliteit, omvang en aard van reeds voorhanden specifieke informatie;
- de kosten en meerwaarde van aanvullende informatie;
- de aan- of afwezigheid van al dan niet vermijdbare in- of extern opgelegde tijdsdruk waaronder de besluitvorming geschiedt;
- en de – financiële – situatie waarin de vennootschap zich bevindt.

Een aardige illustratie van het voorgaande biedt de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Fort Howard Corporation Shareholders Litigation*²⁰⁹: “It is essential for valid director action that it be taken on an informed basis. Indeed, it is essential of any rational human choice that alternatives to the proposed action be considered. The more significant the subject matter of the decision, obviously, the greater will be the need to probe and consider alternatives. When the decision is to sell the company, or to engage in a recapitalization that will change control of the firm, the gravity of the transaction places a special burden upon the directors to make sure that they have a basis for an informed view.”

Vermeldenswaardig is nog de overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom* dat het inwinnen van extern advies – zoals een *fairness opinion* – niet in ieder geval vereist is en geen elementair vereiste vormt voor een voldoende geïnformeerde en doordachte handelwijze.

“We do not imply that an outside valuation study is essential to support an informed business judgment; nor do we state that fairness opinions by independent investment bankers are required as a matter of law. Often insiders familiar with the business of a going concern are in a better position than are outsiders to gather relevant information; and under appropriate circumstances, such directors may be fully protected in relying in good faith upon the valuation reports of their management.”²¹⁰

Het bestuur mag op grond van *Section 141(e)* DGCL af gaan op vennootschappelijke stukken en/of door derden – als werknemers – verschafte “information, opinions, reports or statements”, zolang het bestuur dit op subjectief *bona fide* wijze doet en – met name wanneer het om externe experts gaat – er redelijkerwijze van uit heeft mogen gaan dat het

209 *In re Fort Howard Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

210 Vgl. o.a. *Citron v. Steego Corp.* (Del. Ch. 1988). Zie o.a. Glasz/Beckman/Bos (1994), 100-101.

advies binnen de competentiesfeer van deze persoon valt én deze persoon met “reasonable care” is geselecteerd. Het bestuur is dan in dat opzicht “fully protected.”²¹¹

Dit hangt mede af van de mate waarin bij het bestuur reeds bepaalde kennis en ervaring aanwezig mag worden geacht.²¹² Of de verwachting is uitgekomen dat als gevolg van deze uitspraak het bestuur in voorkomende gevallen zekerheids-halve altijd een *fairness opinion* zal vragen alvorens de zakelijke beleidsafweging te maken, waardoor met name de *investment banks* garen zullen spinnen bij deze uitspraak, blijft de vraag.²¹³ Ruim 20 jaar later kan in ieder geval wel worden geconcludeerd dat, anders dan in 1985 werd gevreesd, *Smith v. Van Gorkom* niet het startsein is geweest voor de hantering van een stringenter persoonlijke aansprakelijkheidsregime als het gaat om de *duty of care*. Integendeel.²¹⁴ Daarbij speelt *Section 102(b)(7) DGCL* ongetwijfeld een rol van betekenis.²¹⁵

Weliswaar kan een voldoende geïnformeerde en doordachte zakelijke beleidsafweging niet noodzakelijkerwijs ook inhoudelijk door de beugel, de inhoudelijke deugdelijkheid van de zakelijke beleidsafweging is dan wel wat aannemelijker. Het bestuur dat zich die moeite daadwerkelijk heeft getroost kan, gelet op de reeds geleverde inspanning, eerder geacht worden een zakelijke beleidsafweging te hebben willen maken waarvan mag worden verwacht dat deze het belang van de vennootschap bevordert.

211 Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “(...) *i.e.*, not held liable (...)” Dit geldt niet binnen de *entire fairness test* getuige *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007) onder verwijzing naar *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “Jerney argues that his good faith reliance on the advice of experts provides a defense, citing 8 *Del. C.* § 141(e). Although “reasonable reliance on expert counsel is a pertinent *factor* in evaluating whether corporate directors have met a standard of fairness in their dealings with respect to corporate powers,” its existence is not outcome determinative of entire fairness. To hold otherwise would replace this court’s role in determining entire fairness under 8 *Del. C.* § 144 with that of various experts hired to give advice to the directors in connection with the challenged transaction, creating a conflict between sections 141(e) and 144 of the Delaware General Corporation Law. To illustrate the point, Jerney can point to no case where any court has held that section 141(e) provides a defense in an entire fairness action. This is particularly true where the person claiming the defense, like Jerney, is interested in the challenged transaction.”

212 Vgl. buiten Delaware o.a. *Panter v. Marshall Field & Co.* (7th Cir. 1981): “(...) a sufficiently prestigious (and expensive) array of legal and financial talent alone will not satisfy the duty to exercise informed business judgment.”

213 Zie over het antwoord daarop o.a. Parijs (2005), 131 en Jacobs (2001), 264.

214 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) en *Mount Moriah Cemetery ex rel. Dun & Bradstreet Corp. v. Moritz* (Del. Ch. 1991). Zie o.a. reeds Quillen (1986), 466, 488: “The point is that *Trans Union* does pale and does not loom large in the long term nor even from a vantage point only several months later. While the case has impact, it appears to be destined to be distinguished factually more than it will be relied upon legally. (...) *Trans Union* is not a trend setter. If anything, the business judgment rule has more vitality than ever.”

215 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “Because duty of care violations are actionable only if the directors acted with gross negligence, and because in most instances money damages are unavailable to a plaintiff who theoretically could prove a duty of care violation, such violations are rarely found.” Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b.

HOOFDSTUK IV

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Perlegos v. Atmel Corporation*²¹⁶: “The Director Defendants perhaps could have terminated the Plaintiffs without cause; they chose not to follow that route. The contention that the termination decision was a sham, one without any legitimate basis, would be supported by proof that the decisions were the product of a fundamentally flawed or grossly negligent process, or “unintelligent or unadvised judgment” by the directors. If, however, it is shown that the Special Committee carefully selected and reasonably relied upon qualified and independent advisors in making those decisions that were within the scope of their directorial power, it is more likely that the terminations were for a proper purpose.”

Aardig is ook de volgende opmerking van Veasey: “Process is key. But I do not mean an artificial, form-over-substance, robotic process. I mean a good faith pro-active, inquisitive, real and searching process by directors. Optics are important in litigation. So real independence and genuine process will be scrutinized by Delaware courts. The optics may be relevant in litigation if a pattern of general best practices is a genuine part of the corporate culture. I would certainly not say the directors who do not have these good practices are vulnerable to liability. But if they do have good corporate governance processes, those processes and the optics might help in the eyes of a court. The corporate governance regime depends on an active board and works only when people of integrity operating in the right corporate culture make it work. The system depends on trust in people (...).”²¹⁷

Zorgvuldigheid in voorbereidend opzicht werkt in zoverre vaak door in zorgvuldigheid in inhoudelijk opzicht, voor zover van dat laatste gesproken kan worden (binnen de *business judgment rule*).²¹⁸

Wel bestaat het gevaar dat rechters te nadrukkelijk gaan leunen op *paper trails* en andere procedurele ijkpunten zonder inhoudelijke implicatie, waardoor ook routinematig afvinkgedrag kan ontstaan. Dit kan leiden tot een bureaucratische benadering en schijnzorgvuldigheid. Hiervoor dient de rechter te waken.²¹⁹ In lijn daarmee bestaat het gevaar dat het bestuur preventief een *paper trail* creëert, onder meer om de indruk te wekken dat sprake is van een zakelijke beleidsafweging en zo het beleid onder de beschermende werking van de *business judgment rule* te kunnen brengen.²²⁰ Ook hierop dient de rechter bedacht te zijn.

19.c. Toetsing aan de *duty of good faith*

Wil de aandeelhouder het vermoeden weerleggen dat het bestuur zich in verband met de zakelijke beleidsafweging heeft gedragen conform de op hem rustende *duty of good faith*, waarbij ik me beperk tot de inhoud van de gemaakte zakelijke

216 *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007).

217 Veasey (2003), 12.

218 Vgl. o.a. *Grobow v. Perot* (Del. 1988) en *In re Beatrice Companies, Inc.* (Del. Ch. 1986).

219 Zie o.a. Veasey (2005), 1405 en UMAG (2005), 24.

220 Zie voor een sprekend voorbeeld hiervan en over “people who skilfully know how to paper the record to provide cover for directors” Carney (2001), 263.

beleidsafweging (in welk kader niet aan de *duty of care* wordt getoetst²²¹), dan dient hij in wezen aan te tonen dat de inhoud van de zakelijke beleidsafweging in essentie niet anders kan worden verklaard dan doordat het bestuur de zakelijke beleidsafweging niet op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap heeft gemaakt.²²² Dát is binnen het vennootschapsrecht van Delaware het springende punt. Dit mag de rechter aannemen wanneer de zakelijke beleidsafweging, objectief bezien, ieder rationeel zakelijk doel ontbeert.²²³ Ook daarbij dient een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd.

Aan een inhoudelijke toetsing van de zakelijke beleidsafweging via de band van de *any rational business purpose* maatstaf komt de rechter vanzelfsprekend niet toe wanneer reeds direct is gebleken, bijvoorbeeld uit documenten of getuigenverklaringen, dat het bestuur zich in dit verband niet heeft gedragen conform de *duty of good faith*. Dit doet zich niet snel voor. In de regel dient het al dan niet ontbreken van de subjectieve *bona fides* uit de omstandigheden van het geval te worden afgeleid.

Deze benadering brengt mee dat schending van de *duty of good faith*, via de band van de *any rational business purpose* toets, in zekere zin enigszins los kan komen van de daadwerkelijke overtuiging van het bestuur wiens gedrag wordt getoetst en daardoor welbeschouwd een wat minder puur subjectief karakter kan hebben, ook al wordt dit in de regel niet zo geduid. Vaak wordt alleen verwezen naar de *any rational business purpose* toets en de aanwezigheid van enig rationeel zakelijk doel, maar er zijn uitspraken die verder gaan en het mechanisme blootleggen dat kennelijk achter deze maatstaf schuilgaat en waarin de subjectieve *bona fides* – uiteindelijk – maatgevend wordt geacht.

221 Vgl. o.a. *White v. Panic* (Del. 2001) en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “As for the plaintiffs’ contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care’, we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule. Courts do not measure, weigh or quantify directors’ judgments. We do not even decide if they are reasonable in this context. Due care in the decisionmaking context is *process due care* only.”

222 Let wel: is reeds schending van de *duty of loyalty* of de *duty of care* vastgesteld, of is in voorbereidend opzicht zelfs sprake van schending van de *duty of good faith*, dan is – in de systematiek van *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) – de *entire fairness test* reeds van toepassing. Zie nummers 17.a en 18.a hiervoor.

223 Zie o.a. Veasey (2005), 1453: “This objective component might more appropriately be understood as a requirement that objective indicators be used, as a matter of evidence, to assess the director’s real (*i.e.*, subjective) state of mind. Thus, if a court can discern no rational, objective basis for a director’s asserted belief that a decision was in the corporation’s best interest, the court can reasonably doubt the sincerity of the asserted belief” en Johnson (2003), 67: “Even under Delaware’s business judgment rule review standard, a board decision must have a “rational business purpose.” (...) An ‘irrational’ decision “may tend to show that the decision is not made in good faith.” *Brehm v. Eisner* (...) (Del. 2000). This approach avoids Chancellor Allen’s valid policy concern about courts directly reviewing the substance of board actions, even under a mild ‘rationality’ standard.”

HOOFDSTUK IV

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*²²⁴: “It is a permissible (and, at this stage, therefore required) inference that rational persons acting in good faith as the directors of an insolvent firm would not proceed in this manner.” Met daarbij in een voetnoot: “Because it is impossible for non-divine judges to peer into the hearts and souls of directors, this court has recognized the importance of considering relevant circumstantial facts that bear on scienter, which include the substance and effects of the defendants’ conduct. See *West Point-Pepperell, Inc. v. J.P. Stevens & Co., Inc.* (...) (noting that the court may review the substance of a business decision to determine if it is “so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith.”); see also *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.* (...) (“A decision made by competent directors that is not explicable on any rational ground, inevitably does raise a question of the *bona fides* of the decision makers.”)” en in *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.*²²⁵: “(...) the absence of significant financial adverse interest creates a presumption of good faith, or a *prima facie* showing of it. (...) This inquiry into a subjective state of mind necessarily will require inferences to be drawn from overt conduct – the quality of the decision made being one notable possible source of an inference. (...) the evidence in this case establishes that the Fairchild board was properly motivated in all that it did in response to the Gould interest in acquiring control of the Company. It acted in good faith.”²²⁶

224 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

225 *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. Ch. 1988).

226 Vgl. o.a. *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.* (Del. Ch. 2005): “As this court has previously explained, in cases where the business judgment presumption applies, the subjective bad faith of directors may be inferred from corporate actions which are “so egregious as to be afforded no presumption of business judgment protection””; *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004): “Rarely, if ever, will a plaintiff have direct evidence of a board’s intent. (...) Thus, the Court will generally be required to look to the Board’s actions as circumstantial evidence of state of mind”; *In re Fort Howard Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988): “I note that one’s view concerning *bona fides*, will, in settings such as this, almost always rest upon inferences that can be drawn from decisions made or courses of actions pursued by the board (...). Rarely will direct evidence of bad faith – admissions or evidence of conspiracy – be available. Moreover, due regard for the protective nature of the stockholders’ class action, requires the court, in these cases, to be suspicious, to exercise such powers as it may possess to look imaginatively beneath the surface of events, which, in most instances, will itself be well-crafted and unobjectionable. Here, there are aspects that supply a suspicious mind with fuel to feed its flame”; *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988): “While it must be admitted that any rule that requires for its invocation the finding of a subjective mental state (*i.e.*, a primary purpose) necessarily will lead to controversy concerning whether it applies or not (...). (...) The real question the case presents, to my mind, is whether, in these circumstances, the board, even if it *is* acting with subjective good faith (which will typically, if not always, be a contestable or debatable judicial conclusion) (...).”; en *Guth v. Loft* (Del. 1939): “Reasonable inferences, drawn from acknowledged facts and circumstances, are powerful factors in arriving at the truth of a disputed matter (...).”

De schending van de *duty of good faith* wordt dan ‘geconstrueerd’ aan de hand van deze rationaliteitstoets.²²⁷ De inhoudelijke (on)redelijkheid van de zakelijke beleidsafweging is in ieder geval niet relevant en kán daarom niet leiden tot toepassing van de *entire fairness test* en tot het ‘buiten spel zetten’ van de *business judgment rule*.²²⁸ Dit wijst op een buitengewoon royale mate van bestuurlijke beleidsvrijheid.²²⁹

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Sinclair Oil Corp. v. Levien*²³⁰: “A board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose. A court under such circumstances will not substitute its own notions of what is or is not sound business judgment.”

Dit is uitgewerkt in onder meer *White v. Panic*²³¹ waarin de *Supreme Court* van Delaware het volgende overweegt: “(...) there are insufficient facts alleged in the complaint to support an inference that the board acted in bad faith or wasted corporate assets by using corporate funds to pay settlements and expenses connected with the harassment suits. (...) The decision to approve the settlement of a suit against the corporation is entitled to the same presumption of good faith as other business decisions taken by a disinterested, independent board. Similarly, the board’s decision not to seek contribution from persons involved in the conduct underlying a suit against the corporation is a business decision within the discretion of the board. (...) Although it is unclear from the briefs whether the plaintiff’s claim is based on corporate waste or bad faith by the board, we find that the well-pleaded facts in the complaint do not support either theory” met daarbij in een voetnoot: “The standards for corporate waste and bad faith by the board are similar. To prevail on a waste claim or a bad faith claim, the plaintiff must overcome the general presumption of good faith by showing that the board’s decision was so egregious or irrational that it could not have been based on a valid assessment of the corporation’s best interest.” *Chief Justice Veasey* laat daarop in zijn opinie volgen: “For the sake of simplicity, we analyze the plaintiff’s claims under the corporate waste standard. A board’s decisions do not constitute waste unless they are exceptionally one-sided. Accordingly, we have defined ‘waste’ to mean “an exchange of corporate assets for consideration so disproportionately small as to lie beyond the range at which any reasonable person might be willing to trade.” As a practical matter, a stockholder plaintiff must generally show that the board “irrationally squander[ed]” corporate assets – for example, where the challenged transaction served no corporate purpose

227 Zie o.a. Eisenberg (2005), 638: “Even courts that seem to use the term ‘good faith’ in a relatively subjective way characteristically go on to review decisions for quality under the guise of the rule that if a decision is irrational, egregious, or the like, this shows bad faith” en Quillen (1986), 494: “(...) we are dealing with fictions. It would be better if we dealt in truth.”

228 Zie o.a. Veasey (2005), 1405 en Veasey/Seitz (1985), 1485-1486.

229 Zie o.a. Branson (2002), 643-644; Eisenberg (2005), 176-177, 539-544; Johnson (2000), 649; Johnson (1999), 823; Quillen (1986), 492; en Veasey/Seitz (1985), 1491: “The business judgment rule is a rule of judicial restraint which holds that courts will not inquire into the business judgment of directors who are acting without self-interest and in good faith.”

230 *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971).

231 *White v. Panic* (Del. 2001).

HOOFDSTUK IV

or where the corporation received no consideration at all. Under this standard, a corporate waste claim must fail if “there is *any substantial* consideration received by the corporation, and (...) there is a *good faith judgment* that in the circumstances the transaction is worthwhile.” As we have observed, “courts are ill-fitted to attempt to weigh the ‘adequacy’ of consideration under the waste standard or, *ex post*, to judge appropriate degrees of business risk.” Thus, absent some reasonable doubt that the ICN board proceeded based on a good faith assessment of the corporation’s best interests, the board’s decisions are entitled to deference under the business judgment rule.”²³²

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Parnes v. Bally Entertainment Corp.*²³³: “The business judgment rule “is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” Where, as here, there is no claim that enhanced scrutiny is required because of the nature of the transaction, to survive a motion to dismiss, “a plaintiff must allege well pleaded facts to overcome the presumption.” The presumptive validity of a business judgment is rebutted in those rare cases where the decision under attack is “so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith.” We are satisfied that the facts alleged in the Parnes complaint meet this test. (...) If, as Parnes claims, Goldberg tainted the entire process of finding an interested merger partner and negotiating the transaction by demanding a bribe, then it is inexplicable that independent directors, acting in good faith, could approve the deal. (...) we find that the complaint

232 Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000), eveneens van de hand van *Chief Justice Veasey*, over “an outer limit to that discretion, at which point a decision of the directors on executive compensation is so disproportionately large as to be unconscionable and constitute waste”; “To be sure, there are outer limits, but they are confined to unconscionable cases where directors irrationally squander or give away corporate assets”; en “Irrationality is the outer limit of the business judgment rule. Irrationality may be the functional equivalent of the waste test or it may tend to show that the decision is not made in good faith, which is a key ingredient of the business judgment rule.” Zie o.a. Veasey (2005), 1421, 1425: “The business judgment rule will normally protect the decisions of a board of directors reached by a careful, good faith process. (...) They need not worry under Delaware law about mistakes of judgment – even ‘stupid’ ones. They should not worry about liability if they exercise loyalty to the good faith pursuit of the best interests of the corporation” en Veasey (2003), 9. Ik wijs ook op o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1298: “In the cases, a standard formulation of the business judgment rule in Delaware is that it creates a presumption that (i) a decision was made by directors who (ii) were disinterested and independent, (iii) acted in subjective good faith, and (iv) employed a reasonable decision making process. Under those circumstances, the directors’ decision is reviewed not for reasonableness but for rationality. If those conditions to the application of the standard are met, however, it is as a practical matter impossible that the resulting decision can be found irrational. Even for those who might seek to assert that there is a theoretical basis to impose damages upon or set aside the decision of a director who is independent, careful, and acting in good faith, it remains a fact that in the real world such cases constitute a null set.” Anders in Engeland o.a. *Hutton v. West Cork Rly. Co.* (1883): “*Bona fides* cannot be the sole test, otherwise you might have a lunatic conducting the affairs of the company, and paying away its money with both hands in a manner *bona fide* yet perfectly irrational.”

233 *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. 1999).

states a claim (...) challenging the Bally directors' approval of the merger as having lacked a rational basis."²³⁴

Deze uitspraak is – woordelijk – sterk geïnspireerd door wat de *Court of Chancery* van Delaware een decennium eerder overweegt in *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*²³⁵: “Stated generally, the business judgment rule provides that a decision made by an independent board will not give rise to liability (nor will it be the proper subject of equitable remedies) if it is made in good faith and in the exercise of due care. This means that ordinarily the policy of the rule prevents substantive review of the merits of a business decision made in good faith and with due care. (...) A court may, however, review the substance of a business decision made by an *apparently* well motivated board for the limited purpose of assessing whether that decision is so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith. (...) I have considered the substance of the decision to grant the rights here in question, in the context of all of the circumstances, to the limited extent necessary to see if they are so beyond the bounds of reasonable judgment in the circumstances as to give rise to an inference of bad faith.” Met daarbij in een voetnoot: “This ‘escape hatch’ language has been variously stated in the Delaware opinions: ‘egregious’ decisions are said to be beyond the protections of the business judgment rule, (...) as are decisions that cannot ‘be attributed to any rational business purpose’ (...) or decisions that constitute ‘a gross abuse of discretion’ (...).”²³⁶

Dit ligt in het verlengde van hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Kaplan v. Goldsamt*²³⁷: “In the area of valuation, wide discretion is allowed to directors, and as long as they appear to act in good faith, with honest motives, and for honest ends, the exercise of their discretion will not be interfered with by the courts. (...) The presumption of sound business judgment reposed in a Board of Directors will not be disturbed if any rational business purpose can be attributed to its decision. In final analysis, I am satisfied that the defendant members of the Board of Directors acted in good faith and based upon reasonable investigation and advice under the circumstances. Viewed overall, I do not

234 Vgl. o.a. *Applebaum v. Avaya, Inc.* (Del. 2002) en *City Capital Associates, L.P. v. Interco, Inc.* (Del. Ch. 1988): “(...) courts – in exercising some element of substantive judgment – will too readily seek to assert the primacy of their own view on a question upon which reasonable, completely disinterested minds might differ. Inartfully applied [the test] could permit an unraveling of the well-made fabric of the business judgment rule.” Vgl. in Australië o.a. *Mills v. Mills* (1938): “(...) before the exercise of a discretionary power by directors will be interfered with by the court it must be proved by the complaining party that they have acted from an improper motive or arbitrarily and capriciously (...)” Zie o.a. Davis (2000), 576.

235 *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

236 Instemmend is o.a. Veasey (2005), 1442-1443. Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005) onder verwijzing naar *White v. Panic* (Del. 2001): “The Delaware Supreme Court has implicitly held that committing waste is an act of bad faith”; *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004); en *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996). Zie o.a. Reed (2006), 116: “What this has to mean is that if such a determination is made, the court has concluded that if the facts as pleaded are true, the directors had to have *known* (i.e. had the requisite culpable ‘state of mind’) that they were violating their fiduciary duties or had an ill motive” en Johnson (1999), 792: “Rarely does a plaintiff prevail under this standard.”

237 *Kaplan v. Goldsamt* (Del. Ch. 1977).

HOOFDSTUK IV

find that the price paid to Goldsamt for his 550,000 shares and the five-year noncompetition and consultation agreement to have been a waste of corporate assets.”²³⁸

Hiertoe is de objectieve rechterlijke toetsing van de inhoudelijke aspecten van de zakelijke beleidsafweging dan in wezen beperkt. Instructief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Khanna v. McMinn*²³⁹: “It is not an easy task to allege that a decision falls outside the realm of the business judgment rule because “[t]his Court will not second-guess the judgment of a board of directors if it bases its decision on a rational business purpose”.”²⁴⁰ Daaraan zal – mits zuiver toegepast – alleen in de meest sprekende en in het oog springende gevallen voldaan zijn.²⁴¹ Ik wijs in dit verband ook op wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*²⁴²: “If the board of directors is disinterested, has acted in good faith and with due care, its decision in the absence of an abuse of discretion will be upheld as a proper exercise of business judgment”²⁴³; in *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*²⁴⁴: “The business judgment rule has traditionally operated to shield directors from personal liability arising out of completed actions involving operational issues. (...) When the business judgment rule is applied to defend directors against personal liability, as in a derivative suit, the plaintiff has the initial burden of proof and the ultimate burden of persuasion. (...) In such cases, the business judgment rule shields directors from personal liability if, upon review, the court concludes the directors’ decision can be attributed to any rational business purpose”; en in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*: “It is to be remembered that, in cases where the traditional business judgment rule is applicable and the board acted with due care, in good faith, and in the honest belief that they are acting in the best interests of the stockholders (...), the Court gives great deference to the substance of the directors’ decision and will not invalidate the decision, will not examine its reasonableness, and “will not substitute our views for those of the board if the latter’s decision can be attributed to any rational business purpose”.”

Hieruit lijkt te volgen dat aan de woorden “an abuse of discretion” uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Aronson v. Lewis* een soortgelijke betekenis wordt toegekend als aan het ontbreken van *any rational business purpose*. In *Aronson v. Lewis*

238 Vgl. o.a. *Criden v. Steinberg* (Del. Ch. 2000): “Because the plaintiff has failed to make out a claim of waste, there can be no underlying breach of the duty of loyalty” en *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. 1999): “(...) our holding is based upon the entire board’s apparent failure to exercise its business judgment in good faith.” Zie o.a. Veasey (2005), 1453; Kenyon-Slade (2004), 229 over “[t]he ‘rational business purpose’ element of the duty of loyalty” en “action that belies a good faith exercise of judgment”; en Eisenberg (1993), 442.

239 *Khanna v. McMinn* (Del. Ch. 2006).

240 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006): “(...) a plaintiff who fails to rebut the business judgment rule presumptions is not entitled to any remedy unless the transaction constitutes waste. (...) where business judgment presumptions are applicable, the board’s decision will be upheld unless it cannot be “attributed to any rational business purpose”.”

241 Zie o.a. Johnson (2003), 69.

242 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

243 Vgl. o.a. *Orman v. Cullman* (Del. Ch. 2002).

244 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

overweegt de *Supreme Court* van Delaware ook dat “in rare cases a transaction may be so egregious on its face that board approval cannot meet the test of business judgment.” Met *egregious* lijkt gelet op het voorgaande evenmin iets wezenlijk anders te worden bedoeld dan het ontbreken van *any rational business purpose* (of de aanwezigheid van een *abuse of discretion*).²⁴⁵ Dát – in essentie dus: de, al dan niet ‘geconstrueerde’, afwezigheid van subjectieve *bona fides* – is, wat betreft de inhoud van de gemaakte zakelijke beleidsafweging, de buitengrens van rechterlijke toetsing binnen de *business judgment rule*.²⁴⁶ Dit blijkt ook wel uit wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Solash v. The Telex Corporation*²⁴⁷: “While bad faith may be established in any number of ways, to the extent plaintiffs seek to show bad faith as an inference from conduct that is simply negligent (...), they must fail. Rather, to support such an inference, the decision has to be so grossly off-the-mark as to amount to “reckless indifference” (...) or a “gross abuse of discretion” (...)” en uit wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Warshaw v. Calhoun*²⁴⁸: “In the

245 Vgl. o.a. *White v. Panic* (Del. 2001) “To prevail on a waste claim or a bad faith claim, the plaintiff must overcome the general presumption of good faith by showing that the board’s decision was so egregious or irrational that it could not have been based on a valid assessment of the corporation’s best interest”; *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. 1999); *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988); en *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986): “(...) I recognize that some cases acknowledge a possibility – perhaps more theoretical than real – that a decision by disinterested directors following a deliberative process may still be the basis for liability if such decision cannot be “attributed to any rational business purpose” (...) or is “egregious” (...).” Vgl. buiten Delaware o.a. *Joy v. North* (2nd Cir. 1982): “(...) so egregious as to amount to a no-win decision.” Zie o.a. *Veasey/Seitz* (1985), 1486: “(...) judicial review of substantive decisions should be limited to the search for an “abuse of discretion” – which equates to the lack of a rational business purpose.”

246 Vgl. o.a. *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “Thus, in order to maintain the benefits of the business judgment rule, directors would be expected to evaluate all material derivative claims of which they could reasonably be charged with knowledge and make a determination as to their validity and their potential value before suggesting an allocation of the merger proceeds. Meeting such standards, the good faith decisions of independent and disinterested directors concerning the value of derivative claims, in this context, would be free from further scrutiny. However, when a breach of the duty of loyalty is established, in the context of the allocation process, the burden would shift to the directors to demonstrate that their treatment of the derivative claims was entirely fair” en *Orloff v. Shulman* (Del. Ch. 2005) waarin *Vice Chancellor* Lamb onder meer opmerkt dat een manier om aan te tonen dat de aangevallen transactie geen “product of a valid exercise of business judgment” is bestaat uit het aannemelijk maken “that the defendants wasted corporate assets.” Zie o.a. *Balotti/Hanks* (1993), 1339.

247 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

248 *Warshaw v. Calhoun* (Del. 1966). De opinie is van de hand van *Chief Justice* Wolcott, die eveneens de opinie in *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971) heeft geconcipieerd waarin voor het eerst verwezen wordt naar de *any rational business purpose* toets en waarin ook het volgende wordt overwogen: “(...) the expansion policy of Sinclair and the methods used to achieve the desired result must (...) be tested by the standards of the business judgment rule. Accordingly, Sinclair’s decision, absent fraud or gross overreaching, (...) must be upheld. (...) The decision (...) was one of business judgment with which a court will not interfere absent a showing of gross and palpable overreaching. (...) No such showing has been made here.”

HOOFDSTUK IV

absence of a showing of bad faith on the part of the directors or of a gross abuse of discretion the business judgment of the directors will not be interfered with by the courts. (...) The burden of showing the existence of bad faith or abuse of discretion rests upon the plaintiff (...). (...) The acts of directors are presumptively acts taken in good faith and inspired for the best interests of the corporation, and a minority stockholder who challenges their *bona fides* of purpose has the burden of proof.”²⁴⁹

Een soortgelijke benadering wordt gehanteerd binnen het Engelse vennootschapsrecht, zij het zonder het expliciete element van kort gezegd de *any rational business purpose* toets. Ik wijs op hetgeen Parker J. overweegt in *Regentcrest Plc (in liq.) v. Cohen*²⁵⁰: “The duty imposed on directors to act *bona fide* in the interests of the company is a subjective one. (...) The question is not whether, viewed objectively by the court, the particular act or omission which is challenged was in fact in the interests of the company; still less is the question whether the court, had it been in the position of the director at the relevant time, might have acted differently. Rather, the question is whether the director honestly believed that his act or omission was in the interests of the company. The issue is as to the director’s state of mind. No doubt, where it is clear that the act or omission under challenge resulted in substantial detriment to the company, the director will have a harder task persuading the court that he honestly believed it to be in the company’s interest; but that does not detract from the subjective nature of the test.”²⁵¹

Het is binnen het vennootschapsrecht van Delaware kennelijk niet mogelijk dat het bestuur wél geacht moet worden zich te hebben gedragen conform de *duty of good faith*, maar dat de zakelijke beleidsafweging inhoudelijk bezien desalniettemin niet/onvoldoende rationeel moet worden geacht en daarom geen stand kan houden. Zover lijkt de inhoudelijke rechterlijke toetsing niet te reiken, nu *qua* systematiek de subjectieve *bona fides* van het bestuur in dit verband maatgevend is en de *any rational business purpose* toets – die doorgaans voorop staat – in dát verband functioneel wordt aangewend. Heeft de gemaakte zakelijke beleidsafweging wat betreft de inhoud niet een dusdanig irrationeel karakter dat deze in essentie alleen kan worden verklaard door de afwezigheid van subjectieve *bona fides* (en daarmee de schending van de *duty of good faith* binnen het bredere ver-

249 Zie o.a. Johnson (2000), 631: “The *Aronson* ‘abuse of discretion’ standard (...) may best be understood as going to director bad faith.”

250 *Regentcrest Plc (in liq.) v. Cohen* (2001).

251 Zie Morse (2005), 300 waarin wordt opgemerkt dat de laatste zin van deze overweging “allows the court in effect to import some basic reasonableness test in the sense that the alleged honest belief must be credible.” Vgl. in Engeland o.a. *Colin Gwyer & Associates Ltd. v. London Wharf (Limehouse) Ltd.* (2003) en *Re Smith & Fawcett Ltd.* (1942): “(...) where the articles of a company confer a discretion on directors (...) [t]hey must exercise their decision *bona fide* in what they consider – not what a court may consider – is in the best interests of a company, and not for any collateral purpose.”

band van de *duty of loyalty*)²⁵², dan houdt daar de inhoudelijke rechterlijke toetsing op. Voor een ruimere rationaliteitstoets, laat staan een redelijkheidstoets, is hier dogmatisch gezien geen plaats.²⁵³

Dit blijkt mooi uit de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*: “The business judgment rule has been variously stated. (...) The only real difference I detect in various formulations of the rule involves the question whether if good faith and due care are established, there nevertheless remains room for a judicial judgment concerning the wisdom of the decision. Most courts articulating the rule have not focused finely on the question but there does seem a basis to conclude there is a difference on this question. Compare *Gimbel v. Signal Companies, Inc.* (...) (yes), with, *In Re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (...) (no). As I conceptualize the matter, such limited substantive review as the rule contemplates (*i.e.*, is the judgment under review ‘egregious’ or ‘irrational’ or ‘so beyond reason’, etc.) really is a way of inferring bad faith. (...) I am driven to this view because I can understand no legitimate basis whatsoever to impose damages (or enter an injunction) if truly disinterested directors have in fact acted in good faith and with due care on a question that falls within the directors’ power to manage the business and affairs of the corporation. (...) To recognize in courts a residual power to review the substance of business decisions for ‘fairness’ or ‘reasonableness’ or ‘rationality’ where those decisions are made by truly disinterested directors in good faith and with appropriate care is to make of courts super-directors. It might be correctly said that whether one infers bad faith from an ‘egregious’ or ‘irrational’ decision (thus depriving it of business judgment rule protection) or directly strips the decision of that protection upon such a finding, is of little practical importance. I am not sure that this is the case, but in any event in the law, to an extent present in few other human institutions, there may be in the long run as much importance ascribed to the reasoning said to justify action, as there is in the actions themselves.”²⁵⁴

252 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b. Zie o.a. Veasey (2005), 1453: “It (*good faith*, BFA) demands an honesty of purpose and does not tolerate the disingenuous conduct of a director who appears or claims to act for the corporate good, but who truly does not care for the constituents to whom she owes a fiduciary duty” en Johnson (2003), 69: “The requirement that a business judgment be substantively ‘rational’ reflects judicial unwillingness to defer *carte blanche*. This might be considered a way of inferring a bad faith motive, or a substantive facet of care, but since that latter duty largely, if not exclusively, is process-oriented, the rationality requirement is better viewed as a way of assuring a modicum of affirmative loyalty.”

253 Vgl. o.a. *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. Ch. 2001); *Brazen v. Bell Atlantic Corp.* (Del. 1997); *Kahn v. Roberts* (Del. 1996); *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996); en *Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.* (Del. Ch. 1990). Zie voor diverse opvattingen in de literatuur o.a. Eisenberg (2005), 637-638; Allen/Jacobs/Strine (2002), 457; Veasey (2000), 13; Balotti/Hinsey (2000), 39, 53; Johnson (1999), 823; Eisenberg (1993), 442; Eisenberg (1990), 966 e.v.; en Quillen (1986), 492.

254 Vgl. o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “To rule otherwise would invite courts to become super-directors, measuring matters of degree in business decisionmaking and executive compensation. Such a rule would run counter to the foundation of our jurisprudence”; *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996): “(...) whether a judge or jury con-

→

HOOFDSTUK IV

Dit strookt met de door de *Supreme Court* van Delaware gehuldigde opvatting in onder meer *Brehm v. Eisner* dat zogeheten *substantive due care* geen element van de *business judgment rule* vormt. Daarbinnen komt alleen de door het bestuur betrachtte zorgvuldigheid bij de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging voor objectieve rechterlijke toetsing in aanmerking. Als inhoudelijke toets resteert dan logischerwijs slechts een subjectieve *bona fides* toets, via de band van de *any rational business purpose* toets. Dit kán dan alleen maar leiden tot schending van de *duty of good faith* (deel uitmakend van de bredere *duty of loyalty*). Het in wezen zelfde standpunt is aan te treffen in de eerdere uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: “The duty of the directors of a company to act on an informed basis, as that term has been defined by this Court numerous times, forms the duty of care element of the business judgment rule.”²⁵⁵ Hierbij speelt op zichzelf de bestuurlijke subjectieve goede trouw geen rol, dit is een apart bestanddeel van de *business judgment rule*.²⁵⁶ Illustratief is het oordeel van de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom*: “(...) a director’s duty to exercise an informed business judgment is in the nature of a duty of care, as distinguished from a duty of loyalty. Here, there were no allegations of fraud, bad faith, or self-dealing, or proof thereof. Hence, it is presumed that the directors reached their business judgment in good faith, (...) and considerations of motive are irrelevant to the issue before us. (...) the presumption that

sidering the matter after the fact, believes a decision substantively wrong, or degrees of wrong extending through ‘stupid’ to ‘egregious’ or ‘irrational’, provides no ground for director liability, so long as the court determines that the process employed was either rational or employed in a *good faith* effort to advance corporate interests. To employ a different rule – one that permitted an ‘objective’ evaluation of the decision – would expose directors to substantive second guessing by ill-equipped judges or juries, which would, in the long-run, be injurious to investor interests”; en *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “We begin by noting, as did the Chancellor, that our decision does not require us to pass on the wisdom of the board’s decision to enter into the original Time-Warner agreement. That is not a court’s task. (...) the precepts underlying the business judgment rule militate against a court’s engaging in the process of attempting to appraise and evaluate the relative merits of a long-term versus a short-term investment goal for shareholders.”

- 255 Vgl. o.a. *Brazen v. Bell Atlantic Corp.* (Del. 1997): “The business judgment rule is a presumption that directors are acting independently, in good faith and with due care in making a business decision” en *Ryan v. Tad’s Enters., Inc.* (Del. Ch. 1996): “[O]ur law presumes that in making a [business] decision (...) the directors acted with due care and in good faith to advance the best interests of shareholders.” Zie o.a. *Justice Steele* in zijn *dissenting opinion* bij *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003): “In my opinion, Delaware mandates deference under the business judgment rule to a board of directors’ decision that is free from self interest, made with due care and in good faith. (...) Importantly, *Smith v. Van Gorkom*, correctly casts the focus on any court review of board action challenged for alleged breach of the fiduciary duty of care “only upon the basis of the information then reasonably available to the directors and relevant to their decision (...).” Though criticized particularly for the imposition of personal liability on directors for a breach of the duty of care, *Van Gorkom* still stands for the importance of recognizing the limited circumstances for court intervention and the importance of focusing on the timing of the decision attacked. (...) I believe that the absence of a suggestion of self-interest or lack of care compels a court to defer to what is a business judgment that a court is not qualified to second guess.”
- 256 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000) over “a key ingredient of the business judgment rule.”

a board's judgment as to adequacy of price represents an honest exercise of business judgment (absent proof that the sale price was grossly inadequate) is irrelevant to the threshold question of whether an informed judgment was reached." De objectieve rechterlijke toets van het bestuurlijk gedrag binnen de *business judgment rule* behelst – even afgezien van de *duty of loyalty* – primair een onderzoek naar de *voorbereiding* van de zakelijke beleidsafweging.²⁵⁷ Ik wijs op de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*²⁵⁸: "This is not strictly a business judgment rule case. If it were, the Court would not be applying a reasonableness test. The business judgment rule is a presumption that directors are acting independently, in good faith and with due care in making a business decision. It applies when that decision is questioned and the analysis is primarily a process inquiry. Courts give deference to directors' decisions reached by a proper process, and do not apply an objective reasonableness test in such a case to examine the wisdom of the decision itself."

Aardig is ook wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.*²⁵⁹: "Ordinarily when a court is required to review the propriety of a corporate transaction challenged as constituting a breach of duty or is asked to enjoin a proposed transaction on that ground, it will, in effect, decline to evaluate the merits or wisdom of the transaction once it is shown that the decision to accomplish the transaction was made by directors with no financial interest in the transaction adverse to the corporation and that in reaching the decision the directors followed an appropriately deliberative process. (...) This deference – the business judgment rule – is, of course, simply a recognition of the allocation of responsibility made by section 141(a) of the General Corporation Law and of the limited institutional competence of courts to assess business decisions."²⁶⁰

Dit brengt mee dat ten aanzien van de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging slechts bij de extreme en daadwerkelijk zeldzame gevallen het opzij zetten van de *business judgment rule* in de rede ligt.²⁶¹

Dit blijkt kort maar krachtig uit hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware opmerkt in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*²⁶² over "the bare rationality test of the business judgment rule"; in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*²⁶³: "(...) the business judgment rule leaves it open for a court to conclude that a

257 Zie o.a. Veasey (2005), 1405, 1421. Dit geldt ook in gevallen waarin de vennootschap in zwaar weer verzeild raakt getuige o.a. *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.* (Del. Ch. 2004).

258 *Brazen v. Bell Atlantic Corp.* (Del. 1997).

259 *AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986).

260 Ruimer oogt buiten Delaware *Cramer v. General Tel. & Elec. Corp.* (3rd Cir. 1978): "(...) where the shareholder contends that the directors' judgment is so unwise or unreasonable as to fall outside the permissible bounds of the directors' sound discretion, a court should, we think, be able to conduct its own analysis of that judgment." Zie o.a. Veasey (2005), 1405.

261 Rosenberg (2007), 301 rept beeldend over gevallen van 'galactic stupidity'.

262 *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

263 *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000).

HOOFDSTUK IV

board decision must be set aside because it cannot be attributed to any rational business purpose. (...) this standard is extremely deferential and can be satisfied only in the most extreme cases”; in *Zupnick v. Goizueta*²⁶⁴: “Absent an allegation of fraud or conflict of interest courts will not review the substance of corporate contracts; the waste theory represents a theoretical exception to the statement very rarely encountered in the world of real transactions. There surely are cases of fraud; of unfair self-dealing and, much more rarely negligence. But rarest of all – and (...) possibly non-existent – would be the case of disinterested business people making non-fraudulent deals (non-negligently) that meet the legal standard of waste!”; in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*: “True irrationality is unlikely to be encountered when boards of directors of large enterprises act deliberately, after receiving the advice of professionals (...). It might be suggested that in such a setting, action that obviously is not ‘rationally’ designed to maximize corporate or shareholder interests, is best understood as a ‘rational’ breach of the duty to proceed in the good faith pursuit of appropriate interests”; en in *Muschel v. Western Union Corp.*²⁶⁵: “(...) I am of the opinion that the business judgment rule is the standard that must be applied, and that consequently the burden is on Plaintiffs to establish some fraud, or what amounts to fraud, on the part of Western Union in order to prevail at this stage of the proceedings. It is well established that in order to enjoin a proposed merger on the theory of constructive fraud based on a claimed discriminatory undervaluation or overvaluation of corporate assets, it must be plainly demonstrated that the overvaluation or undervaluation, as the case may be, is such as to show a conscious abuse of discretion before fraud at law can be made out. (...) Mere inadequacy of price will not reveal fraud, but rather the disparity must be so gross as to lead the Court to conclude that it was not due to an honest error of judgment, but rather to bad faith, or to reckless indifference to the rights of others interested. Wide discretion in the matter of valuation is confided to directors, and as long as they appear to act in good faith, with honest motives, and for honest ends, the exercise of their discretion will not be interfered with. (...) Finally (...): “A board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose. A court under such circumstances will not substitute its own notions of what is or is not sound business judgment.” (...) I (...) feel, based on the present status of the record, that they are entitled to the presumption of having made an informed judgment in good faith which can be attributed to a rational business purpose.”²⁶⁶

Illustratief is tevens hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware uiteenzet in *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*: “(...) in the absence of facts showing self-dealing or improper motive, a corporate officer or director is not legally responsible to the corporation for losses that may be suffered as a result of a decision that an officer made or that directors authorized in good faith. There is a theoretical exception to this general statement that holds that some decisions may be so ‘egregious’ that liability for losses they cause may follow even in the absence of proof of conflict of interest or improper motivation. The exception,

264 *Zupnick v. Goizueta* (Del. Ch. 1997).

265 *Muschel v. Western Union Corp.* (Del. Ch. 1973).

266 Vgl. o.a. *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988) en *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.* (Del. Ch. 1986). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 452 en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1298.

however, has resulted in no awards of money judgments against corporate officers or directors in this jurisdiction and, to my knowledge only the dubious holding in this Court of *Gimbel v. Signal Companies, Inc.* (...) seems to grant equitable relief in the absence of a claimed conflict or improper motivation. Thus, to allege that a corporation has suffered a loss as a result of a lawful transaction, within the corporation's powers, authorized by a corporate fiduciary *acting in a good faith pursuit of corporate purposes*, does not state a claim for relief against that fiduciary no matter how foolish the investment may appear in retrospect."

Chancellor Allen verwijst hier naar de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.*, één van de zeldzame uitspraken waarin het toetsingsbereik van de rechter binnen de *business judgment rule* ogenschijnlijk wat ruimer wordt getrokken: "(...) precedent requires the Court to start from the normal presumption that Signal's Board of Directors acted in good faith in approving the sale of Signal Oil to Burmah. (...) This presumption, an important aspect of what has generally come to be known as the 'business judgment rule', has been consistently reaffirmed and broadened with respect to the sale of corporate assets over the past several decades. (...) Application of the rule, of necessity, depends upon a showing that informed directors did, in fact, make a business judgment authorizing the transaction under review. (...) Although not dealing specifically with the sale of a substantial corporate asset, Chief Justice Daniel F. Wolcott recently recognized the strength of the presumption inherent in this rule: "A board of directors enjoys a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose. A court under such circumstances will not substitute its own notions of what is or is not sound business judgment." (...) Quite recently, Vice Chancellor Brown also applied the business judgment rule when called upon to enjoin a large scale corporate merger. (...) This does not mean, however, that the business judgment rule irrevocably shields the decisions of corporate directors from challenge. (...) the business judgment rule weighs in favor of the directors' decision to sell assets unless the complaining shareholders can prove fraud or a clearly inadequate sale price (...). In challenging the sale of Signal Oil to Burmah, the plaintiff here does not seriously charge that the proposed transaction constitutes fraudulent self-dealing on the part of Signal's Board of Directors. At this stage, the Court can find no indication of self-dealing on the part of the Board of Directors such as would taint the proposed transaction or neutralize the effect of the business judgment rule. (...) Actual fraud, whether resulting from self-dealing or otherwise, is not necessary to challenge a sale of assets. And, although the language of 'constructive fraud' or 'badge of fraud' has frequently and almost traditionally been used, such language is not very helpful when fraud admittedly has not been established. There are limits on the business judgment rule which fall short of intentional or inferred fraudulent misconduct and which are based simply on gross inadequacy of price. This is clear even if language of fraud is used. The principles are familiar and should start with the directors' discretion and the limits thereof when dealing with price under the business judgment rule (...). (...) Keeping in mind this guidance and other similar precedent on valuation and director responsibility to obtain a fair price for corporate assets, the Court will now consider those allegations whereby the plaintiff seeks to hurdle the protections of the business judgment rule and successfully challenge the sale of Signal Oil. The question is: did the Signal directors act recklessly in accepting a wholly

HOOFDSTUK IV

inadequate price for Signal Oil? (...) to put the question in its legal context, did the (...) directors act without the bounds of reason and recklessly in approving the price offer (...)?) (...) the ultimate question is not one of method but one of value. The method does not appear so bad on its face as to alter the normal legal principles which control. But hasty method which produces a dollar result which appears perhaps to be shocking is significant. (...) limited record indicates a gross disparity between the fair market value (...) and what the Board of Directors were [sic] willing to sell the company for, namely, \$ 480,000,000.”

Gelet op het voorgaande lijkt *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* – hoewel niet afgekeurd door de *Supreme Court* van Delaware²⁶⁷ – niet naadloos in de nu heersende leer te passen.²⁶⁸ Het is niet ondenkbaar dat de *Supreme Court* van Delaware hier wel een graduueel ruimer en dus voor het bestuur wat strenger standpunt heeft willen innemen, omdat het niet om persoonlijke aansprakelijkheid van het bestuur ging maar om “equitable relief.”²⁶⁹

De rechter wordt slechts een ontsnappingsmechanisme geboden voor noodgevallen, waarin de – al dan niet ‘geconstrueerde’ – afwezigheid van subjectieve *bona fides* tot rechterlijke interventie noopt.²⁷⁰

Wil in dit verband de minimaal vereiste rationaliteit ontbreken, dan moet de zakelijke beleidsafweging in praktische zin leiden tot – kort gezegd – een bizarre *no-win* situatie. Daarbij kan worden gedacht aan het evident verspillen van vennootschappelijke middelen. Dit wordt *waste* genoemd.

De taak van de rechter daarbij “is limited solely to discovering whether what the corporation has received is so inadequate in value that no person of ordinary, sound business judgment would deem it worth what the corporation has paid” aldus de *Court of Chancery* van Delaware in *Saxe v. Brady*.²⁷¹

Illustratief is de uitspraak van de *Supreme Court* van Pennsylvania inzake *Selheimer v. Manganese Corporation of America*.²⁷² Het bestuur blijft geld stoppen in één fabriekencomplex waarvan door diverse factoren bij voorbaat vaststaat dat dit onder de bestaande omstandigheden niet rendabel kán worden, daardoor een ander wél levensvatbaar fabriekencomplex goeddeels negerend. Aan essentiële randvoorwaarden is en wordt niet voldaan. Het bestuur is daarmee bekend maar kiest ervoor door te gaan op de ingeslagen weg. Dit is volgens de rechter kenbaar op geen enkele wijze de moeite van het ondernemen waard en leidt overduidelijk tot verspilling van vennootschappelijke middelen: “Defendants’ actions in respect to the Colwyn plant were not the result of errors in judgment or a calculated busi-

267 *Gimbel v. Signal Companies, Inc.* (Del. 1974).

268 Vgl. o.a. *White v. Panic* (Del. 2001); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Parnes v. Bally Entertainment Corp.* (Del. 1999); *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996); en *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996). Anders o.a. Quillen (1986), 501 – niet toevallig de rechter in *Gimbel v. The Signal Companies, Inc.* (Del. Ch. 1974).

269 Een dergelijke opvatting is overigens uitdrukkelijk van de hand gewezen in Allen/Jacobs/Strine (2002), 451. Zie o.a. Veasey/Seitz (1985), 1487.

270 Vgl. o.a. *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

271 *Saxe v. Brady* (Del. Ch. 1962).

272 *Selheimer v. Manganese Corp. of America* (Pa. 1966).

ness risk nor can such actions be classified as mere negligence. With the knowledge which defendants had of the unsuitability of the Paterson plant for profitable production, the pouring of Manganese' funds into this plant defies explanation; in fact, the defendants have failed to give any satisfactory explanation or advance any justification for such expenditures." Dergelijk bestuurlijk gedrag is objectief gezien kansloos en daarmee echt te gek om los te lopen.²⁷³

Een dergelijk resultaat is overduidelijk zinledig. Deze lat ligt dusdanig hoog dat *waste* bestuurlijk gedrag zonder de vereiste subjectieve *bona fides* impliceert.

Instructief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Sample v. Morgan*: "Although the test for waste is stringent, I believe that Sample has pled facts supporting a pleading-stage inference of waste. Claims of waste are sometimes misunderstood as being founded on something other than a breach of fiduciary duty. Conceived more realistically, the doctrine of waste is a residual protection for stockholders that polices the outer boundaries of the broad field of discretion afforded directors by the business judgment rule. The wording of the test implies as much, as it condemns as wasteful a transaction that is on terms so disparate that no reasonable person acting in good faith could conclude the transaction was in the corporation's best interest. When pled facts support an inference of waste, judicial nostrils smell something fishy and full discovery into the background of the transaction is permitted. In the end, most transactions that actually involve waste are almost found to have been inspired by some form of conflicting self-interest. The doctrine of waste, however, allows a plaintiff to pass go at the complaint stage even when the motivations for a transaction are unclear by pointing to economic terms so one-sided as to create an inference that no person acting in a good faith pursuit of the corporation's interests could have approved the terms. Here, plaintiff Sample has met that burden. Despite the directors' view that the grants to the Insider Majority were mundane, I cannot rule out waste. Even in an era when many scholars believe that compensation committees perhaps misunderstand the pertinence of Santa Claus to their work, the grants to the Insider Majority are extraordinary. For a tenth of a penny per share – or some \$200 in total – three existing executives got immediate control of nearly a third of a company's voting power, its dividend flow, and its value in the event of any sale. On top of that, the executives got their taxes paid for them by the company, which had to go into debt in order to

273 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006): "(...) the onerous standard for waste is a corollary of the proposition that where business judgment presumptions are applicable, the board's decision will be upheld unless it cannot be attributed to any rational business purpose. (...) Because the appellants have failed to show that the approval of the NFT terms of the OEA was not a rational business decision, their waste claim must fail." Een actuelere variant hierop dichterbij huis biedt de Duitse *Mannesmann*-(straf)zaak van het *Bundesgerichtshof*, BGH 21 december 2005, waarin het draait om commissarissen die naar hartelust uit de vennootschappelijke kas graaien en bonussen uitdelen aan (oud-)bestuurders zonder dat het belang van de vennootschap daarmee op enigerlei wijze gediend kan zijn. Ook hier is sprake van evidente verspilling van vennootschappelijke middelen. Dit kan volgens de hoogste Duitse rechter niet door de beugel. Daarop ben ik in Assink (2006 b), 163-169 uitgebreid ingegaan.

HOOFDSTUK IV

bestow that beneficence. In exchange, the company got the three executives to stay without any indication that the three had offers to go elsewhere. After full examination, it might be concluded that these grants were not wasteful. But that examination must be made, at earliest, after discovery is completed.”

Ik wijs ook wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*²⁷⁴: “When a plaintiff fails to rebut the presumption of the business judgment rule, she is not entitled to any remedy, be it legal or equitable, unless the transaction constitutes waste. This presumption can be rebutted by a showing that the board violated one of its fiduciary duties in connection with the challenged transaction. In that event, the burden shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged transaction was ‘entirely fair’ to the corporation and its shareholders. (...) Corporate waste is very rarely found in Delaware courts because the applicable test imposes such an onerous burden upon a plaintiff – proving “an exchange that is so one sided that no business person of ordinary, sound judgment could conclude that the corporation has received adequate consideration.” In other words, waste is a rare, “unconscionable case[] where directors irrationally squander or give away corporate assets.” The Delaware Supreme Court has implicitly held that committing waste is an act of bad faith. (...) The presumption of the business judgment rule creates a presumption that a director acted in good faith. In order to overcome that presumption, a plaintiff must prove an act of bad faith by a preponderance of the evidence. (...) plaintiffs must now rely on the evidence presented at trial to demonstrate by a preponderance of the evidence that the defendants violated their fiduciary duties and/or committed waste. More specifically, in the area of director action, plaintiffs must prove by a preponderance of the evidence that the presumption of the business judgment rule does not apply either because the directors breached their fiduciary duties, acted in bad faith or that the directors made an “unintelligent or unadvised judgment,” by failing to inform themselves of all material information reasonably available to them before making a business decision. If plaintiffs cannot rebut the presumption of the business judgment rule, the defendants will prevail. If plaintiffs succeed in rebutting the presumption of the business judgment rule, the burden then shifts to the defendants to prove by a preponderance of the evidence that the challenged transactions were entirely fair to the corporation.”

De *Supreme Court* van Delaware redeneert nog vanuit de *duty of care* in *Grobow v. Perot*²⁷⁵: “Having concluded that plaintiffs have failed to plead a claim of financial interest or entrenchment sufficient to excuse presuit demand, we examine the complaints as amended to determine whether they raise a reasonable doubt that the directors exercised proper business judgment in the transaction. By proper business judgment we mean both substantive due care (purchase terms), see *Saxe v. Brady* (...), and procedural due care (an informed decision), see *Smith v. Van Gorkom* (...). With regard to the nature of the transactions and the terms of repurchase, especially price, plaintiffs allege that the premium (...) constituted a *prima facie* waste of GM’s assets. Plaintiffs argue that the transaction, on its face, was “so egregious as to be afforded no presumption of business judgment protection.”

274 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005).

275 *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

(...) viewing the transaction in its entirety, we must agree with the Court of Chancery that plaintiffs have failed to plead with particularity facts sufficient to create a reasonable doubt that the substantive terms of the repurchase fall within the protection of the business judgment rule. (...) Finally, we turn to the other aspect of director due care, whether plaintiffs have pleaded facts which would support a reasonable belief that the GM Board acted with gross negligence, *i.e.*, that it was uninformed in critical respects in negotiating the terms of the repurchase.” Dit is inmiddels achterhaald.²⁷⁶

Het omgekeerde gaat niet altijd op.²⁷⁷

Dat *waste* in dit verband een vrij dominante rechtsfiguur is volgt onder meer uit de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *Khanna v. McMinn*: “Although the second prong of *Aronson* may potentially be satisfied by recourse to multiple theories, establishing that a board’s decision falls outside the scope of the business judgment rule frequently requires a showing of facts tantamount to corporate waste. As a consequence, a plaintiff will bear a difficult, but not insurmountable, burden in pleading particularized facts demonstrating demand futility under this prong of *Aronson*.”

276 Vgl. o.a. *Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.* (Del. Ch. 2006); *Integrated Health Services, Inc. v. Elkins* (Del. Ch. 2004); *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.* (Del. Ch. 2004); *White v. Panic* (Del. 2001); *Brehm v. Eisner* (Del. 2000); *Criden v. Steinberg* (Del. Ch. 2000): “(...) the company would have to receive virtually nothing for what it gave. (...) Because the plaintiff has failed to make out a claim of waste, there can be no underlying breach of the duty of loyalty”; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); *Sanders v. Wang* (Del. Ch. 1999); *Lewis v. Vogelstein* (Del. Ch. 1997): “Claims of breach of a duty of care seem difficult to relate to analysis under the waste standard”; *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996): “The law protects shareholder investment interests against the uneconomic consequences that the presence of such second-guessing risk would have on director action and shareholder wealth in a number of ways. It authorizes corporations to pay for director and officer liability insurance and authorizes corporate indemnification in a broad range of cases, for example. But the first protection against a threat of sub-optimal risk acceptance is the so-called business judgment rule. That ‘rule’ in effect provides that where a director is independent and disinterested, there can be no liability for corporate loss, unless the facts are such that no person could possibly authorize such a transaction if he or she were attempting in good faith to meet their duty. *Saxe v. Brady* (...) (Del. Ch. 1962)”; *Steiner v. Meyerson* (Del. Ch. 1995); en *Glazer v. Zapata Corp.* (Del. Ch. 1993). Vgl. voordien o.a. *Pogostin v. Rice* (Del. 1984); *Michelson v. Duncan* (Del. 1979); en *Fidanque v. American Maracaibo Co.* (Del. Ch. 1952). Vgl. buiten Delaware o.a. *Stern v. General Electric Co.* (S.D. N.Y. 1993) en *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc.* (2nd Cir. 1986).

277 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “The Delaware Supreme Court has implicitly held that committing waste is an act of bad faith. It is not necessarily true, however, that every act of bad faith by a director constitutes waste. For example, if a director acts in bad faith (for whatever reason), but the transaction is one in which a businessperson of ordinary, sound judgment concludes that the corporation received adequate consideration, the transaction would not constitute waste” en *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002). Zie o.a. Eisenberg (1993), 443.

HOOFDSTUK IV

De *any rational business purpose* toets is niet meer dan een toets aan randvoorwaarden die geen uitgebreide motivering, laat staan rechtvaardiging, door het bestuur vereist.²⁷⁸

Binnen het Duitse vennootschapsrecht lijkt in dit opzicht een gradueel verder strekkende objectieve rechterlijke toetsing mogelijk, nu daarin tot uitgangspunt wordt genomen dat de bescherming van de bestuurlijke beleidsvrijheid binnen de *business judgment rule* daar eindigt waar door het bestuur het aan de zakelijke beleidsafweging verbonden risico “auf völlig unverantwortlicher Weise falsch beurteilt worden ist.” Dit lijkt al te volgen uit het *ARAG/Garmenbeck*-arrest van het *Bundesgerichtshof*.²⁷⁹

Een uitgangspunt dat, zoals eerder onderstreept²⁸⁰, ook geldt voor de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging: “Ausgangspunkt ist die Entscheidung als Grundlage von Ausführungshandlungen oder eines Unterlassens. Ein Handeln oder Unterlassen ohne eine bewusste unternehmerische Entscheidung fällt nicht unter die Bestimmung. Unternehmerische Entscheidungen sind infolge ihrer Zukunftsbezogenheit durch Prognosen und nicht justiziabele Einschätzungen geprägt. Diese unterscheidet sie von der Beachtung gesetzlicher, satzungsmäßiger oder anstellungsvertraglicher Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum. Das Vorstandsmitglied muss bei seiner Entscheidung annehmen, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln. ‘Handeln’ ist weit zu verstehen, es umfasst die Entscheidung selbst wie auch die Umsetzung der unternehmerischen Entscheidung, gleichviel ob dies durch Rechtsgeschäft oder tatsächliche Handlung geschieht. (...) Als Maßstab für die Überprüfung, ob die Annahme des Vorstands nicht zu beanstanden ist, dient das Merkmal ‘vernünftigerweise’. (...) Das Vorliegen dieses Tatbestandsmerkmals wäre etwa dann zu verneinen, wenn das mit der unternehmerischen Entscheidung verbundene Risiko in völlig unverantwortlicher Weise falsch beurteilt worden ist. (...) Ein handeln zum Wohle der Gesellschaft liegt jedenfalls vor, wenn es der langfristigen Ertragsstärkung und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens und seiner Produkte oder Dienstleistungen dient. Dies bezieht auch das Wohl von Tochtergesellschaften und des Gesamtkonzerns mit ein. Es geht dabei nicht um das ex post ermittelte Wohl der Gesellschaft, denn in den hier interessierenden Fällen hat sich stets im nachhinein herausgestellt, dass die Maßnahme fehlgeschlagen ist und der Gesellschaft geschadet hat. Es muss also um ein von dem Geschäftsleiter ex ante in gutem Glauben angestrebtes Gesellschaftswohl gehen.”²⁸¹

278 Vgl. o.a. *In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2002); *In re Encore Computer Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000); en *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990). Vgl. buiten Delaware o.a. *Panter v. Marshall Field & Co.* (7th Cir. 1981).

279 Zie in gelijke zin De Wulf (2002), 482 onder verwijzing naar BGH 21 april 1997 (*ARAG/Garmenbeck*), ro. II.2.aa: “Voor een echt onderscheid met de *business judgment rule* zorgt het BGH door de toevoeging dat de Vorstand geen duidelijk onverantwoorde risico’s mag aangaan.”

280 Zie nummer 19.b hiervoor.

281 UMAG (2005), 22-23. Ik wijs ook op BGH 21 april 1997 (*ARAG/Garmenbeck*), ro. II.2.aa: “(...) dem Vorstand [muß] bei der Leitung der Geschäfte des Gesellschaftsunternehmens ein weiter Handlungsspielraums zugebilligt werden, ohne den eine unternehmerische Tätigkeit schlechterdings nicht denkbar ist. Dazu gehört neben dem bewußten Eingehen geschäftlicher

→

Over de aanvaardbaarheid van de mate waarin het op subjectief *bona fide* wijze – althans: niet zonder enig rationeel zakelijk doel – ondernemende bestuur risico's heeft willen nemen in het belang van de vennootschap wensen de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware zich geen oordeel aan te matigen. Het ligt niet voor de hand dat de rechter in Delaware een zakelijke beleidsafweging op zichzelf inhoudelijk als objectief bezien – duidelijk – roekeloos zal (dis)kwalificeren.

Aldus de *Court of Chancery* van Delaware in *Lewis v. Vogelstein*²⁸²: “The judicial standard for determination of corporate waste is well developed. Roughly, a waste entails an exchange of corporate assets for consideration so disproportionately small as to lie beyond the range at which any reasonable person might be willing to trade. (...) Most often the claim is associated with a transfer of corporate assets that serves no corporate purpose; or for which no consideration at all is received. Such a transfer is in effect a gift. If, however, there is *any substantial* consideration received by the corporation, and if there is a *good faith judgment* that in the circumstances the transaction is worthwhile, there should be no finding of waste, even if the fact finder would conclude *ex post* that the transaction was unreasonably risky. Any other rule would deter corporate boards from the optimal rational acceptance of risk, for reasons explained elsewhere. (...) Courts are ill-fitted to attempt to weight the ‘adequacy’ of consideration under the waste standard or, *ex post*, to judge appropriate degrees of business risk” en in *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*: “(...) where a director is independent and disinterested, there can be no liability for corporate loss, unless the facts are such that no person could possibly authorize such a transaction if he or she were attempting in good faith to meet their duty. *Saxe v. Brady* (...) (Del. Ch. 1962). (...) Nothing is alleged except that an expenditure of corporate funds for a corporate purpose was made. Whether that expenditure was wise or foolish, low risk or high risk is of no concern to this Court. What is alleged certainly does not bring the allegation to within shouting distance of the *Saxe v. Brady* principle. (...) that plaintiff regards the decision as unwise, foolish, or even stupid in the circumstances is not legally significant; indeed that others may look back on it and agree that it was stupid is legally unimportant, in my opinion. (...) Certainly these allegations state facts that, if true, constitute either mistakes, poor judgment, or reflect hard choices facing a cash-pressed company, but where is the allegation of conflicting interest or suspect motivation? In the absence of such, where are the facts that, giving the pleader all reasonable inferences in his favor, might possibly make the *Saxe v. Brady* principle applicable? There are none. Nothing is alleged other than poor busi-

Risiken grundsätzlich auch die Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen, der jeder Unternehmensleiter, mag er auch noch so verantwortungsbewußt handeln, ausgesetzt ist. (...) Eine Schadenersatzpflicht des Vorstandes (...) kan erst in Betracht kommen, wenn die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewußtsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln zu bewegen muß, deutlich überschritten sind, die Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überspannt worden ist oder das Verhalten des Vorstandes aus anderen Gründen als pflichtwidrig gelten muß.” Zie o.a. De Wulf (2002), 481-483.

282 *Lewis v. Vogelstein* (Del. Ch. 1997).

HOOFDSTUK IV

ness practices. To permit the possibility of director liability on that basis would be very destructive of shareholder welfare in the long-term.”²⁸³

Dit strookt met de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co.*²⁸⁴: “(...) room is afforded for honest differences of opinion. While the parties to the controversy may be guilty of an intolerance of view towards each other, yet a court (...) must endeavor, as best it may, to arrive at the correct answer, making all due allowance for the range over which honestly inclined minds may wander. (...) inadequacy of price will not suffice to condemn the transaction as fraudulent, unless the inadequacy is so gross as to display itself as a badge of fraud. (...) so long as the inadequacy of price may reasonably be referred to an honest exercise of sound judgment, it cannot be denominated as fraudulent. When the price proposed to be accepted is so far below what is found to be a fair one that it can be explained only on the theory of fraud, or a reckless indifference to the rights of others interested, it would seem that it should not be allowed to stand. (...) It is not every disparity between price and value that will be allowed to upset a proposed sale. The disparity must be sufficiently great to indicate that it arises not so much from an honest mistake in judgment concerning the value of the assets, as from either improper motives underlying the judgment of those in whom the right to judge is vested or a reckless indifference to or a deliberate disregard of the interests of the whole body of stockholders including of course the minority.”

Dezelfde gedachte klinkt door in de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *White v. Panic*: “A board’s decisions do not constitute corporate waste unless they are exceptionally one-sided. (...) As a practical matter, a stockholder plaintiff must generally show that the board “irrationally squander[ed]” corporate assets – for example, where the challenged transaction served no corporate purpose or where the corporation received no consideration at all. Under this standard, a corporate waste claim must fail if “there is *any substantial* consideration received by the corporation, and (...) there is a *good faith judgment* that in the circumstances the transaction is worthwhile.” This is so even if the transaction appears, with hindsight, to be unreasonably risky to a reviewing court. As we have observed, “courts are ill-fitted to attempt to weigh the ‘adequacy’ of consideration under the waste standard or, *ex post*, to judge appropriate degrees of business risk.” Thus, absent some reasonable doubt that the (...) board proceeded based on a good faith assessment of the corporation’s best interests, the board’s decisions are entitled to deference under the business judgment rule.”²⁸⁵ “To rule otherwise would invite courts to become super-directors, measuring matters of degree in business decisionmaking and executive compen-

283 Vgl. o.a. *Orloff v. Shulman* (Del. Ch. 2005): “(...) the standard for establishing a claim of waste is a high one. (...) merely poor, misguided, or loss-making transactions are insufficient for a finding of waste.” Zie o.a. Strine (2002), 1376.

284 *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co.* (Del. Ch. 1923).

285 Vgl. evenwel in *White v. Panic* (Del. 2001): “We therefore conclude that (...) the particularized allegations in the complaint do not adequately support the plaintiff’s theory that the board *knew* (or *proceeded in face of an unjustifiable risk*) (cursief, BFA) that Panic had engaged in misconduct but refused to take action to protect ICN from liability for that misconduct. As a consequence, the plaintiff has failed to create a reasonable doubt that the board’s decisions were the product of a valid exercise of business judgment.”

sation. Such a rule would run counter to the foundation of our jurisprudence” aldus de *Supreme Court* van Delaware in *Brehm v. Eisner*.²⁸⁶

Interessant is de uitspraak van de *Supreme Court* van New York County inzake *Litwin v. Allen*.²⁸⁷ Daarin gaat het bestuur een transactie aan met een derde waardoor de vennootschap wél al het risico op verliezen loopt maar geen kans maakt op noemenswaardige winsten. Dit kan volgens de rechter niet door de beugel omdat het té risicovol is: “Although, as I have said, there is no case precisely in point, it would seem that if it is against public policy for a bank, anxious to dispose of some of its securities, to agree to buy them back at the same price, it is even more so where a bank purchases securities and gives the seller the option to buy them back at the same price, thereby incurring the entire risk of loss with no possibility of gain other than the interest derived from the securities during the period that the bank holds them. Here, if the market price of the securities should rise, the holder of the repurchase option would exercise it in order to recover his securities from the bank at the lower price at which he sold them to the bank. If the market price should fall, the seller holding the option will not exercise it and the bank will sustain the loss. Thus, any benefit of a sharp rise in the price of the securities is assured the seller and any risk of heavy loss is inevitably assumed by the bank. (...) I find liability in this transaction because the entire arrangement was so improvident, so risky, so unusual and unnecessary as to be contrary to fundamental conceptions of prudent banking practice. (...) It is not surprising that a precedent cannot be found dealing with such a situation. What sound reason is there for a bank, desiring to make an investment, short term or otherwise, to buy securities under an arrangement whereby any appreciation will inure to the benefit of the seller and any loss will be borne by the bank? The five and one-half point differential is no answer. It does not meet the fundamental objection that whatever loss there is would have to be borne by the Bank and whatever gain would go to the customer. There is more here than a question of business judgment as to which men might well differ.” Deze uitspraak is in zoverre een atypisch geval dat het gaat om bankbestuurders waarbij de rechter, naar wel wordt aangenomen, een verzwaarde *duty of care* hanteert.²⁸⁸ Van evident absurd/schokkend grote risico’s lijkt mij hier geen sprake te zijn, nu de bank er alleen dan slecht uitspringt wanneer de effectenkoers noemenswaardig daalt en de derde hoogstwaarschijnlijk geen gebruik maakt van zijn recht de effecten terug te kopen tegen de prijs waarvoor hij ze aan de bank heeft verkocht. Curieus is deze transactie wel, maar van een pure *no-win* situatie kan hier mijns inziens niet gesproken worden.²⁸⁹

286 Vgl. o.a. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “(...) a hallmark of the business judgment rule is that a court will not substitute its judgment for that of the board if the latter’s decision can be “attributed to any rational business purpose”.”

287 *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940).

288 Zie o.a. Eisenberg (2000), 535: “(...) it is sometimes said that directors of banks and other financial institutions owe a higher degree of care than do directors of ordinary corporations. See, e.g., *Litwin v. Allen* (...)”

289 Vgl. buiten Delaware echter *Joy v. North* (2nd Cir. 1982) over “(...) so egregious as to amount to a no-win decision” onder verwijzing naar *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940).

HOOFDSTUK IV

De *business judgment rule* wordt in dit verband wel gezien als de ‘handen af’-doctrine. Dit geeft de essentie van het leerstuk mijns inziens goed weer.²⁹⁰

Doorredenerend in de lijn van de overwegingen van de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, *Brehm v. Eisner*, *White v. Panic* en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*²⁹¹ dient bij het ontbreken van ieder rationeel zakelijk doel de *entire fairness test* te volgen, nu dan in wezen – alsnog – de vereiste subjectieve *bona fides* geacht wordt te ontbreken bij het bestuur en daarmee sprake is van schending van de op het bestuur rustende fiduciaire plichten (specifiek de *duty of good faith* en daarmee de *duty of loyalty*).²⁹²

Zoals *Justice Horsey* overweegt in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: “The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be “attributed to any rational business purpose.” (...) Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the outset to rebut the rule’s presumption. (...) To rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty or due care. (...) If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments. (...) If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the

290 Vgl. o.a. *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.* (Del. Ch. 1996): “The business outcome of an investment project that is unaffected by director self-interest or bad faith, cannot itself be an occasion for director liability. That is the hard core of the business judgment doctrine. (...) I start with what I take to be an elementary precept of corporation law: in the absence of facts showing self-dealing or improper motive, a corporate officer or director is not legally responsible to the corporation for losses that may be suffered as a result of a decision that an officer made or that directors authorized in good faith. (...) Thus, to allege that a corporation has suffered a loss as a result of a lawful transaction, within the corporation’s powers, authorized by a corporate fiduciary acting in a good faith pursuit of corporate purposes, does not state a claim for relief against that fiduciary no matter how foolish the investment may appear in retrospect” en *In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation* (Del. Ch. 1996): “(...) the business judgment rule is process oriented and informed by a deep respect for all *good faith* board decisions. Indeed, one wonders on what moral basis might shareholders attack a *good faith* business decision of a director as ‘unreasonable’ or ‘irrational’.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Garber v. Lego* (3rd Cir. 1993): “(...) what a corporation decides to do with its assets is primarily a matter of business judgment.” Zie o.a. Veasey (2005), 1405: “Courts should not second-guess the business decisions of directors, and the Delaware courts have not done so”; Bainbridge (2004), 91; Strine (2001), 935; en Balotti/Hanks (1993), 1344.

291 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006).

292 Zie hoofdstuk 3 – nummer 13.b.

challenged transaction, to prove to the trier of fact the ‘entire fairness’ of the transaction to the shareholder plaintiff.”²⁹³

In *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* herhaalt Justice Holland dit oordeel: “The business judgment rule “operates as both a procedural guide for litigants and a substantive rule of law.” (...) As a *procedural* guide the business judgment presumption is a *rule of evidence* that places the initial burden of proof on the plaintiff. In *Cede II*, this Court described the rule’s evidentiary, or procedural, operation as follows: If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule attaches to protect corporate officers and directors and the decisions they make, and our courts will not second-guess these business judgments. (...) If the rule is rebutted, the burden shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the ‘entire fairness’ of the transaction to the shareholder plaintiff. (...) In *Cede II*, this Court reiterated that a shareholder plaintiff challenging a board decision has the initial burden of rebutting the presumption of the business judgment rule. (...) This Court held that to rebut the presumption, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that the *board* of directors, in reaching *its* challenged decision, breached any *one* of *its* triad of fiduciary duties: good faith, loyalty, or due care.”²⁹⁴

Ik wijs voorts op de volgende overwegingen van Justice Holland in *McMullin v. Beran*²⁹⁵: “The business judgment rule “operates as both a procedural guide for litigants

293 Vgl. wat Justice Horsey vier jaar eerder overweegt in *Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.* (Del. 1989): “The burden falls upon the proponent of a claim to rebut the presumption by introducing evidence either of director self-interest, if not self-dealing, or that the directors either lacked good faith or failed to exercise due care. (...) If the proponent fails to meet her burden of establishing facts rebutting the presumption, the business judgment rule, as a substantive rule of law, will attach to protect the directors and the decisions they make.” Ik wijs ook op o.a. *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990): “Absent evidence that a board breached its fiduciary duties, we will not substitute our judgment for that of the directors” en *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987): “Under the circumstances, the board’s actions taken by a majority of independent directors, are entitled to the protection of the business judgment rule. (...) Thus, unless the appellants demonstrate that the directors were solely or primarily motivated by entrenchment concerns, or another breach of a duty of loyalty or care, “this Court will not substitute its judgment for that of the board”.”

294 Vgl. wat Justice Holland in hetzelfde jaar overweegt in *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995): “The business judgment rule applies to the conduct of directors in the context of a takeover. (...) The business judgment rule is a “presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” (...) An application of the traditional business judgment rule places the burden on the “party challenging the [board’s] decision to establish facts rebutting the presumption.” (...) If the business judgment rule is not rebutted, a “court will not substitute its judgment for that of the board if the [board’s] decision can be “attributed to any rational business purpose”” met *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “Under those circumstances the board’s action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rule. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors’ decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment for that of the board.”

295 *McMullin v. Beran* (Del. 2000).

HOOFDSTUK IV

and a substantive rule of law.” Procedurally, the initial burden is on the shareholder plaintiff to rebut the presumption of the business judgment rule. To meet that burden, the shareholder plaintiff must effectively provide evidence that the defendant board of directors, in reaching its challenged decision, breached any *one* of its “triad of fiduciary duties, loyalty, good faith or due care.” Substantively, “if the shareholder plaintiff fails to meet that evidentiary burden, the business judgment rule attaches” and operates to protect the individual director defendants from personal liability for making the board decision at issue. “Burden shifting does not create *per se* liability on the part of the directors.” It is a procedure by which the Delaware judiciary determines the standard of review that is applicable to measure the board of directors’ conduct. If the shareholder plaintiff succeeds in rebutting the presumption of the business judgment rule, the burden shifts to the defendant directors to prove the ‘entire fairness’ of the transaction”; in *Emerald Partners v. Berlin*²⁹⁶: “The business judgment rule is a presumption that “in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company [and its shareholders].” The business judgment rule operates as a procedural guide for litigants and as a substantive rule of law. “As a procedural guide, the business judgment presumption is a rule of evidence that places the initial burden of proof on the plaintiff.” To rebut the presumptive applicability of the business judgment rule, a shareholder plaintiff has the burden of proving that the board of directors, in reaching its challenged decision, violated any one of its triad of fiduciary duties: due care, loyalty, or good faith. If a shareholder plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgment rule operates to provide substantive protection for the directors and for the decisions that they have made. If the presumption of the business judgment rule is rebutted, however, the burden shifts to the director defendants to prove to the *trier of fact* that the challenged transaction was ‘entirely fair’ to the shareholder plaintiff”; en in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*²⁹⁷: “The ‘defining tension’ in corporate governance today has been characterized as “the tension between deference to directors’ decisions and the scope of judicial review.” The appropriate standard of judicial review is dispositive of which party has the burden of proof as any litigation proceeds from stage to stage until there is a substantive determination on the merits. Accordingly, identification of the correct analytical framework is essential to a proper judicial review of challenges to the decision-making of a corporations’ board of directors. “The business judgment rule, a standard of judicial review, is a common-law recognition of the statutory authority to manage a corporation that is vested in the board of directors.” The business judgment rule is a “presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” “An application of the traditional business judgment rule places the burden on the “party challenging the [board’s] decision to establish the facts rebutting the presumption.”” The effect of a proper invocation of the business judgment rule, as a standard of review, is powerful because it operates deferentially. Unless the procedural presumption of the business judgment rule is rebutted, a “court will not substitute its judgment

296 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001).

297 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003).

for that of the board if the [board's] decision can be "attributed to any rational business purpose". The business judgment rule embodies the deference that is accorded to managerial decisions of a board of directors. "Under normal circumstances, neither the courts nor the stockholders should interfere with the managerial decision of the directors."²⁹⁸

Deze lijn wordt door Justice Jacobs doorgetrokken in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*: "This argument is best understood against the backdrop of the presumptions that cloak director action being reviewed under the business judgment standard. Our law presumes that "in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company." Those presumptions can be rebutted if the plaintiff shows that the directors breached their fiduciary duty of care or loyalty or acted in bad faith. If that is shown, the burden then shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged act or transaction was entirely fair to the corporation and its shareholders."²⁹⁹

Overigens rept Justice Jacobs over "the doctrine that a plaintiff who fails to rebut the business judgment rule presumptions is not entitled to any remedy unless the transaction constitutes waste" onder verwijzing naar hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*: "Stated generally, the business judgment rule provides that a decision made by an independent board will not give rise to liability (nor will it be the proper subject of equitable remedies) if it is made in good faith and in the exercise of due care. This means that ordinarily the policy of the rule prevents substantive review of the merits of a business decision made in good faith and with due care. (...) A court may, however, review the substance of a business decision made by an *apparently* well motivated board for the limited purpose of assessing whether that decision is so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith." *Chancellor Allen* verwijst daarbij onder meer naar de uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Gimbel v. The Signal Companies* over "inadequacy (...) so gross as to display itself as a badge of fraud" en *Marks v.*

298 Vgl. o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996): "If and when the presumption is rebutted, the matter proceeds to an analysis of entire fairness, which in turn implicates fair price and fair dealing. Otherwise, an entire fairness analysis is not implicated. In such an entire fairness proceeding, the defendant directors have the burden of proof. (...) Only by demonstrating that the Board breached its fiduciary duties may the presumption of the business judgment rule be rebutted, thereby shifting the burden to the Board to demonstrate that the transaction complained of was entirely fair to the stockholders." Verwarrend is dat de *Supreme Court* van Delaware vervolgens niet verwijst naar de *duty of good faith*: "When the presumption of the business judgment rule is rebutted either because the board lacked independence (...) or because of lack of due care (...), the burden shifts to the defendants to show entire fairness (fair dealing and fair price)."

299 Daarbij verwijst Justice Jacobs uitdrukkelijk naar *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001) en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): "Thus, directors' decisions will be respected by the courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available."

HOOFDSTUK IV

*Wolfson*³⁰⁰ over “the price (...) for the sale of (...) assets was so clearly inadequate as constructively to carry the badge of fraud.”³⁰¹

Glashelder is dat niet. Het is ook zeer de vraag of het bestuur in geval van bijvoorbeeld *waste* (i.e. evidente verspilling van vennootschappelijke middelen), een erkende vorm van het ontbreken van ieder rationeel zakelijk doel, nog de aanwezigheid van *entire fairness* – met name: *fair price* – kan aantonen.³⁰² Dit ligt niet echt in de rede, nu de rechter de inhoud van de zakelijke beleidsafweging dan al heeft getoetst én deze – ver – ondermaats heeft bevonden.

19.d. *Het effect van aandeelhoudersgoedkeuring*

Voordat ik verder ga met het mechanisme van de *entire fairness test* maak ik hier een kleine zijstap, omdat aandeelhoudersgoedkeuring de mate waarin de rechter het bestuurlijk gedrag nog kan toetsen kan beïnvloeden. Het effect van adequate aandeelhoudersgoedkeuring is binnen het vennootschapsrecht van Delaware afhankelijk van de context waarin dit geschiedt.³⁰³

Allereerst kan worden gewezen op het onderscheid dat wordt gemaakt in nietige en vernietigbare handelingen. Nietige handelingen die verband houden met schending van de openbare orde of de goede zeden kunnen per definitie niet geheeld worden door aandeelhoudersgoedkeuring. Dit is anders voor nietige han-

300 *Marks v. Wolfson* (Del. Ch. 1963).

301 Vgl. o.a. *Ryan v. Gifford* (Del. Ch. 2007): “(...) the complaint here alleges bad faith and, therefore, a breach of the duty of loyalty sufficient to rebut the business judgment rule and survive a motion to dismiss. The business affairs of a corporation are to be managed by or under the direction of its board of directors. In an effort to encourage the full exercise of managerial powers, Delaware law protects the managers of a corporation through the business judgment rule. This rule “is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action was taken in the best interest of the company.” Nevertheless, a showing that the board breached either its fiduciary duty of due care or its fiduciary duty of loyalty in connection with a challenged transaction may rebut this presumption. Such a breach may be shown where the board acts intentionally, in bad faith, or for personal gain. In *Stone v. Ritter*, the Supreme Court of Delaware held that acts taken in bad faith breach the duty of loyalty. Bad faith, the Court stated, may be shown where “the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties.” Additionally, other examples of bad faith might exist. These examples include any action that demonstrates a faithlessness or lack of true devotion to the interests of the corporation and its shareholders.”

302 Zie nummer 18.a hiervoor en nummer 20 hierna.

303 Zoals *Chancellor Chandler* verzucht in *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The power of fully informed shareholder ratification to cloak transactions in the business judgment rule, or to extinguish a breach of fiduciary duty claim entirely, is by no means absolute. Unfortunately for boards of directors, shareholders, litigants, and their attorneys, Delaware’s law concerning the effect of shareholder ratification in the face of an alleged breach is not a model of clarity.”

delingen die buiten dat kader vallen, zij het dat in dergelijke gevallen goedkeuring van *alle* aandeelhouders dient te worden verkregen.

Instructief is de volgende overweging van *Chancellor* Chandler in *Solomon v. Armstrong*³⁰⁴: “Void acts are those acts that the board, or more generally the corporation, has no implicit or explicit authority to undertake or those acts that are fundamentally contrary to public policy. As defined by decisional law, void acts are those acts that are not performed in the interest of the corporation, irrespective of whether or not they are authorized by a corporation’s certificate of incorporation. The list of void acts, while not exclusive, is nonetheless very restricted. Void acts include fraud, gift, waste, or *ultra vires* acts. No amount of shareholder ratification validates acts repugnant to public policy (e.g., fraud), and which are therefore void *ab initio*. In other words, those acts may still be subject to this Court’s equitable powers (e.g., rescission). Other than void acts precluded by public policy concerns, fully informed shareholder ratification will insulate a board action from subsequent legal attack by shareholders. The restriction is that only a *unanimous* shareholder vote can ratify these remaining void acts.”³⁰⁵

Een mooi voorbeeld van de laatste categorie vormt het geval waarin het bestuur zich schuldig maakt aan *waste*, overduidelijke verspilling van vennootschappelijke middelen. Dit wordt gezien als een schenking waartoe niemand kan worden gedwongen.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Lewis v. Vogelstein*: “(...) it has long been held that shareholders may not ratify waste except by a unanimous vote. The idea behind this rule is apparently that a transaction that satisfies the high standard of waste constitutes a gift of corporate property and no one should be forced against their will to make a gift of their property” en in *Harbor Finance Partners v. Huizenga*³⁰⁶: “That is, these transactions are neither *per se ultra vires* or illegal; they only become ‘void’ upon a determination that the corporation received no fair consideration for entering upon them.”³⁰⁷

Vernietigbare handelingen kennen een liberaler regime.

304 *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999).

305 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2004): “Of course, if the transaction constitutes waste, illegality, fraud, or an *ultra vires* act, not even ratification by disinterested directors or anything less than a unanimous shareholder vote will protect the transaction, or those participating in it” en *Michelson v. Duncan* (Del. 1979).

306 *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999).

307 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The unanimity restriction provides an easy justification for the profound legal effect of a unanimous shareholder vote. Of course, considering the sheer improbability of such a vote, this is largely a hypothetical discussion”; *Kaplan v. Goldsamt* (Del. Ch. 1977): “(...) it has been held that a waste of corporate assets cannot be ratified by stockholders, except by unanimous vote”; *Saxe v. Brady* (Del. Ch. 1962); en *Kerbs v. California Eastern Airways, Inc.* (Del. Ch. 1952).

HOOFDSTUK IV

Zo is door de *Supreme Court* van Delaware in *Smith v. Van Gorkom* uitgemaakt: “The parties tacitly agree that a discovered failure of the Board to reach an informed business judgment in approving the merger constitutes a voidable, rather than a void, act. Hence, the merger can be sustained, notwithstanding the infirmity of the Board’s action, if its approval by majority vote of the shareholders is found to have been based on an informed electorate.” *In casu* is van toereikende informatieverschaffing volgens de *Supreme Court* van Delaware geen sprake, nu de aandeelhouders niet zijn geïnformeerd over de gebrekkige en gehaaste voorbereiding: de *duty of disclosure* is geschonden.³⁰⁸

Zo kunnen, naar het lijkt, op de *duty of care* gebaseerde bezwaren na goedkeuring door ten minste een meerderheid van de uitgebrachte stemmen van de tijdig en toereikend geïnformeerde stemgerechtigde aandeelhouders (zonder tegenstrijdig belang?) eenvoudigweg niet meer voor behandeling in aanmerking komen binnen de *business judgment rule*: adequate aandeelhoudersgoedkeuring leidt in zoverre tot zogeheten *claim extinguishment*. Of – ook – hier geldt dat tevens sprake dient te zijn van kort gezegd een meerderheid van de stemmen van voornoemde aandeelhouders is mij niet duidelijk geworden, maar niet ondenkbaar (gelet op de hiervoor uiteengezette ontwikkelingen in de rechtspraak). Het gaat dan om het bestuurlijk gedrag in het kader van de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Ik wijs op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Solomon v. Armstrong*: “On the list of voidable acts, *i.e.*, acts performed in the corporation’s interest but beyond management’s explicit authority, are other acts that may relate to breaches of fiduciary duty. Some of these land on the ‘voidable’ rather than the ‘void’ list by simple judicial fiat. For instance, for some time it has been held that in any context breaches of the duty of care are voidable rather than void and can be entirely extinguished by informed shareholder ratification.”

Opmerking verdient daarbij dat in twee gevallen *claim-extinguishment* door adequate aandeelhoudersgoedkeuring wordt aangenomen, zoals volgt uit hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation*³⁰⁹: “The Delaware Supreme Court has found shareholder ratification of ‘voidable’ director conduct to result in claim-extinguishment in only two circumstances. The first is where the directors act in good faith, but exceed the board’s *de jure* authority. In that circumstance, *Michelson* holds that “a validly accomplished shareholder ratification relates back to cure otherwise unauthorized acts of officers and directors.” (...) The second circumstance is where the directors fail “to reach an informed business judgment” in approving a transaction. *Van Gorkom* (...)” en in *Lewis v. Vogelstein*: “In all events, informed, uncoerced, disinterested shareholder ratification of a transaction in which corporate directors have a material conflict of interest has the effect of protecting the transaction from judicial review except on the basis of waste” met daarbij in een voetnoot: “(...) it has been held, on authority, that ratification of a transaction that is thereafter made the subject of a breach of care claim is effective to defeat such a claim.” *Chancellor Allen* verwijst hier naar *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation*: “As noted, the plaintiffs concede that if

308 Zie hoofdstuk 3 – nummer 14.

309 *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995).

the WTI shareholder vote was fully informed, the effect of that informed vote would be to extinguish the claim that the WTI board failed to exercise due care in negotiating and approving the merger. Given the ratification holding of *Smith v. Van Gorkom* (...), that concession is not surprising. (...) Accordingly, summary judgment dismissing the plaintiffs' due care claim will be granted."³¹⁰

Claim extinguishment lijkt niet te kunnen worden toegepast bij op de *duty of loyalty/duty of good faith* gebaseerde bezwaren, nu dan doorgaans wordt geoordeeld dat na adequate aandeelhoudersgoedkeuring de *waste* toets resteert.³¹¹ Volledige zekerheid daarover ontbreekt vooralsnog.³¹²

Voorts kan worden gewezen op de diverse contexten waarin de *duty of loyalty* onderwerp van debat kan worden.³¹³ Zo regelt *Section 144(a)* DGCL in welke gevallen een transactie waarbij een bestuurder een – substantieel – tegenstrijdig belang heeft, (1) in de zin van het aan beide zijden van de transactie staan (wat doorgaans *self-dealing* wordt genoemd)³¹⁴, (2) voor nietigverklaring/vernietiging

-
- 310 Vgl. o.a. *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007): “Delaware corporate law strives to give effect to business decisions approved by properly motivated directors and by informed, disinterested stockholders. By this means, our law seeks to balance the interest in promoting fair treatment of stockholders and the utility of avoiding judicial inquiries into the wisdom of business decisions. Thus, doctrines like ratification and acquiescence operate to keep the judiciary from second-guessing transactions when disinterested stockholders have had a fair opportunity to protect themselves by voting no.”
- 311 Vgl. o.a. *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995): “In no case has the Supreme Court held that stockholder ratification automatically extinguishes a claim for breach of the directors’ duty of loyalty. Rather, the operative effect of shareholder ratification in duty of loyalty cases has been either to change the standard of review to the business judgment rule, with the burden of proof resting upon the plaintiff, or to leave ‘entire fairness’ as the review standard, but shift the burden of proof to the plaintiff.” Dit levert geen zeer eenvoudig toepasbare systematiek op, zoals – toen nog – *Vice Chancellor Jacobs* ook onderkent: “Those cases further frustrate any effort to describe the ‘ratification’ landscape in terms of a simple rule.”
- 312 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The Delaware Supreme Court has not squarely addressed the issue of whether fully-informed shareholder ratification may legally bar approving shareholders from subsequently asserting duty of loyalty claims. (...) *But see Bershad v. Curtiss-Wright Corp.* (...) (“When an informed minority shareholder either votes in favor [of a transaction or] (...) accepts the benefits of the transaction, he or she cannot thereafter attack its fairness.”) en *Williams v. Geier* (Del. 1996): “We express no opinion on the question whether a ‘duty of loyalty claim’ may or may not be ratified.”
- 313 Vgl. o.a. *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999) over “the now ‘tortured’ state of Delaware’s law on the burden-shifting effect of disinterested shareholder approval” en *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “The legal effect of shareholder ratification, as it relates to alleged breaches of the duty of loyalty, may be one of the most tortured areas of Delaware law. A different rule exists for every permutation of facts that fall under the broad umbrella of ‘duty of loyalty’ claims.”
- 314 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “The concern *Section 144* addresses is self-dealing; for example, when a director deals directly with the corporation, or has a stake in or is an officer or director of a firm that deals with the corporation.” Zie hoofdstuk 3 – nummer 11.a. Naar Nederlands vennootschapsrecht zou dit, in de gangbare terminologie, zien op kwesties waarbij een bestuurder direct of indirect aan beide zijden van de transactie staat. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.e.

HOOFDSTUK IV

in aanmerking komt.³¹⁵ De reikwijdte van de bepaling is daarmee in twee opzichten beperkt.

Deze bepaling luidt:

“(a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because his or their votes are counted for such purpose, if:

(1) the material facts as to his relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or

(2) the material facts as to his relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders; or

(3) the contract or transaction is fair to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee, or the shareholders.

(b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction.”³¹⁶

Hoewel *Section 144(a)* DGCL strikt genomen niet ziet op persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders lijkt deze bepaling in het licht van het voorgaande wel reflexwerking te hebben ten aanzien van de wijze waarop de rechter in die context het bestuurlijk gedrag dient te toetsen, ook wanneer *Section 144(a)* DGCL niet direct van toepassing is. Zo lijkt de invulling van het vereiste dat het substantiële tegenstrijdig belang ook het volledige

315 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “By its own terms § 144 removes acts or transactions that have been properly ratified by shareholders from the definition of void or voidable acts.” Deze bepaling kent naar de letter geen vereiste dat het tegenstrijdig belang substantieel moet zijn, maar in *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999) wordt overwogen dat “[t]here is analytic force to the argument that § 144 should, like many statutes, be read as incorporating a ‘materiality’ element.”

316 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “Before the 1967 enactment of 8 *Del. C.* § 144, a corporation’s stockholders had the right to nullify an interested transaction. To ameliorate this potentially harsh result, section 144 as presently enacted provides three safe harbors to prevent nullification of potentially beneficial transactions simply because of director self-interest. First, section 144 allows a committee of disinterested directors to approve a transaction and, at least potentially, bring it within the scope of the business judgment rule. Second, the transaction may be ratified by a fully informed majority vote of the disinterested stockholders. Finally, the challenged transaction can be subjected to *post-hoc* judicial review for entire fairness.”

bestuur moet raken ontleend te zijn aan *Section 144(a)* DGCL.³¹⁷ Dit blijkt bijvoorbeeld uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: “Beyond the question of burden of proof, we find the Chancellor’s requirement that a director’s self-interest translate into board self-interest to be an apparent borrowing of precepts embodied in 8 *Del. C. § 144(a)*. Enacted in 1967, section 144(a) codified judicially acknowledged principles of corporate governance to provide a limited safe harbor for corporate boards to prevent director conflicts of interest from voiding corporate action.”

Ik wijs ook op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray*³¹⁸: “Even though the business judgment rule and § 144 serve somewhat different purposes and cannot be interpreted identically, they are closely related. Therefore, in two important decisions in a case where the statute was not literally implicated, the Delaware Supreme Court stressed the relevance of § 144 and attempted to conform its application of the business judgment rule to adhere to the statute’s core concerns. (...) Respect for that teaching and for the General Assembly dictates that in a case where § 144 is directly applicable, compliance with its terms should be a minimum requirement to retain the protection of the business judgment rule. (...) The desirability of doctrinal and statutory coherence, where that can be accomplished without sacrificing public policy interests, also counsels that conclusion.”³¹⁹

In een dergelijk geval rust, in ieder geval waar het gaat om *Section 144(a)(2)* en (3) DGCL maar naar het lijkt ook bij *Section 144(a)(1)* DGCL, uiteindelijk op het bestuur de stel- en – bij betwisting – bewijsplicht dat hij zich in een veilige haven bevindt.

317 De invloed van een *interested director* kan op diverse wijzen worden beperkt. Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “Examples of techniques which can restrict the influence an interested director may exert include: recusal of the interested director(s) from participation in board meetings, (...) resignation from the board by the interested director(s), (...) or establishment of a committee of disinterested, independent directors to review the proposal (...)” De afwezigheid van een bestuurder is een belangrijke omstandigheid bij de bepaling van diens persoonlijke aansprakelijkheid. Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “Generally speaking, a director who does not attend or participate in the board’s deliberations or approval of a proposal will not be held liable. This is not an invariable rule and the result may differ where the absent director plays a role in the negotiation, structuring, or approval of the proposal. Similarly, an absent director (...) who knowingly accepts a personal benefit flowing from a self-interested transaction and refuses to return it upon demand, can be thought to have ratified the action taken by the board in his absence and, thus, share in the full liability of his fellow directors”; *In re Tri-Star Pictures, Inc., Litigation* (Del. Ch. 1995); en *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours, Inc.* (Del. Ch. 1990).

318 *HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray* (Del. Ch. 1999).

319 Vgl. o.a. *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005) en reeds *Puma v. Marriott, Inc.* (Del. Ch. 1971). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1317: “We recognize that section 144 applies, as a technical matter, only to the question of whether a conflict transaction is automatically voidable. As a matter of common law fiduciary doctrine, however, the protective devices set forth in that statute are also relevant to determining whether the business judgment or entire fairness standard governs the review of a particular transaction.”

HOOFDSTUK IV

Block, Barton en Radin merken, na het mechanisme van *Section 144(a)* DGCL te hebben geduid, het volgende op: “The plaintiff bears the burden of overcoming the business judgment rule presumption that a majority of a corporation’s directors lacked disinterestedness or independence or did not act in good faith, but once this burden is overcome the burden shifts to the directors to prove that the challenged conduct (1) is protected by the approval of (i) disinterested and independent directors or (ii) shareholders, or (2) is fair.”³²⁰

Toepasselijkheid van een veilige haven ex *Section 144(a)* DGCL, met name ex *Section 144(a)(1)* of (2) DGCL, brengt niet altijd mee dat daarmee de rechterlijke toetsing eindigt, wel dat het enkele – substantiële – tegenstrijdig belang bestaande uit *self-dealing* bij één of meer bestuurders de transactie nog niet aantastbaar maakt. Dit staat er niet per definitie aan in de weg dat het bestuurlijk gedrag kan worden aangevallen vanwege strijd met één of meer fiduciaire plichten.

Ik wijs hier met name op de instructieve overwegingen in dit verband van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*: “By the enactment of the comprehensive revision of the Delaware General Corporation Law in 1967, the Delaware law of corporations had long accepted the notion that it was unwise to ban interested transactions altogether. Consistent with that premise, the revised DGCL addressed interested transaction by crafting a legal incentive system for vesting decision-making authority over such transactions in those who were not burdened with a conflict (*Section 144(a)* DGCL, BFA). (...) By those methods, respect for the business judgment of the board can be maintained with integrity, because the law has taken into account the conflict and required that the business judgment be either proposed by the disinterested directors or ratified by the stockholders it affects. In the absence of those protections, the transaction is presumed voidable absent a demonstration, by the interested party, that the transaction is fair. Lest I be chastened by learned commentators on our law, I must hasten to add that § 144 has been interpreted as dealing solely with the problem of *per se* invalidity; that is, as addressing only the common law principle that interested transactions were entirely invalid and providing a road map for transactional planners to avoid that fate. The some-

320 Block/Barton/Radin (1998), 268-269. Vgl. o.a. *Teachers’ Retirement System of Louisiana v. Aidinoff* (Del. Ch. 2006): “The informed approval of a conflict transaction by an independent board majority remains an important cleansing device under our law and can insulate the resulting decision from fairness review under the appropriate circumstances. For that device to be given credit, however, the board majority must have acted in an informed manner. The conflicted insider gets no credit for bending a curve ball past a group of uncurious Georges who fail to take the time to understand the nature of the conflict transactions at issue”; *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999): “In this regard, it is noteworthy that Delaware law does not make it easy for a board of directors to obtain ‘ratification effect’ from a stockholder vote. The burden to prove that the vote was fair, uncoerced, and fully informed falls squarely on the board”; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “(...) when it comes to claiming the sufficiency of disclosure and the concomitant legal effect of shareholder ratification after full disclosure (e.g., claim extinguishment, the retention of the business judgment rule presumptions, or the shift of the burden of proof of entire fairness from the defendant to the plaintiff) it is the defendant who bears the burden”; en *Cooke v. Oolie* (Del. Ch. 1997).

what different question of when an interested transaction might give rise to a claim for breach of fiduciary duty – *i.e.*, to a claim in equity – was left to the common law of corporations to answer. Mere compliance with § 144 did not necessarily suffice.”³²¹

In de woorden van Block, Barton en Radin: “Safe harbor provisions deal only with “the conditions under which a corporate contract can be rendered ‘un-voidable’ solely by reason of a director interest.” An interested director transaction falling within the statutory safe harbor may be challenged on any ground other than the fact that the transaction involves an interested director or officer, such as, for example, a lack of an informed decision or waste.”³²²

Dit onderscheid dient goed in het oog te worden gehouden.

Wanneer een transactie waarbij een *interested director* is betrokken wordt goedgekeurd conform het bepaalde in *Section* 144(a)(1) of (2) DGCL, wat gelet op het bepaalde in *Section* 144(a)(3) DGCL niet noodzakelijk is om nietigheid/vernietiging van de transactie te voorkomen³²³, is voor het overige vaak de

-
- 321 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “The court begins with the observation that there are two distinct sources for an award of damages in the case of an unfair self-dealing transaction. First, such a transaction is voidable as between the parties to the transaction. Second, the underlying breach of the fiduciary duty of loyalty may give rise to other damages. In this case, the disgorgement obligation most clearly applies to the \$3 million bonus paid by the company to Jerney as part of the voidable transaction. The second source of liability more generally governs Jerney’s liability for damages for the bonuses paid to others, such as non-directors, and to incidental damages incurred by the corporation, such as the costs of the special litigation committee’s investigation into the charges leveled against him and others in the initial derivative complaint. In addition, Jerney’s liability to repay amounts advanced to him for his defense in this matter arises under the corporation’s certificate of incorporation and his contractual undertaking.”
- 322 Block/Barton/Radin (1998), 270. Vgl. o.a. *HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray* (Del. Ch. 1999); *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “That statute does not deal with the question when will a financial interest of one or more directors cast on the board the burdens and risks of the entire fairness form of judicial review. Rather it deals with the related problem of the conditions under which a corporate contract can be rendered ‘un-voidable’ solely by reason of a director interest. These two problems – when will a director interest replace business judgment form of review with entire fairness form of review and when are interested contracts not necessarily voidable – are related in that both focus upon the effect of action by an ‘independent’ corporate decision maker”; en *Fliegler v. Lawrence* (Del. 1976): “We do not read the statute as providing the broad immunity for which defendants contend. It merely removes an ‘interested director’ cloud when its terms are met and provides against invalidation of an agreement ‘solely’ because such a director or officer is involved. Nothing in the statute sanctions unfairness (...) or removes the transaction from judicial scrutiny.”
- 323 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “It is important to note that, as a matter of law, self-dealing transactions are not automatically voidable if they are not approved by disinterested directors or ratified by fully informed shareholders. The interested parties to the transaction may still be able to demonstrate that the transaction was entirely fair to the corporation and therefore valid. Thus, when interested parties submit a transaction for approval by disinterested directors (under § 144(a)(1)), or a board submits a potentially self-interested transaction for shareholder approval (under § 144(a)(2)), that submission is essentially a “voluntary addition of an independent layer of shareholder approval in circumstances where such approval is not legally required”.”

HOOFDSTUK IV

business judgment rule toepasselijk.³²⁴ Ik wijs er daarbij wel op dat *Section* 144(a)(2) DGCL naar de letter niet meer vereist dan goedkeuring “in good faith” door de stemmende aandeelhouders die bekend zijn met de “material facts as to his relationship or interest and as to the contract or transaction.” Wil deze goedkeuring kunnen bewerkstelligen dat overigens de *business judgment rule* met slechts de *waste* exceptie van toepassing is, dan dient naar het lijkt tevens sprake te zijn van kort gezegd goedkeuring door een meerderheid van de stemmen van de tijdig en toereikend geïnformeerde stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang. Dit geldt logischerwijs ook wanneer *Section* 144(a) DGCL niet direct van toepassing is.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*: “But the common law of corporations also was centered on the idea of the business judgment rule and its approach to interested transaction looked much like that codified in § 144. The approval by a majority of the disinterested directors of an interested transaction was held to invoke the business judgment rule standard of review, and to relieve the proponents of the burden to show that the transaction was entirely fair to the corporation. But a good example of the distinction between § 144 and the common law of corporations is their disparate approach to stockholder ratification. By its own terms, § 144 alleviates the possibility of *per se* invalidity by a vote of stockholders, without any explicit requirement that a majority of the disinterested stockholders approve. The common law, by contrast only gives ratification effect to approval of the interested transaction by a majority of the disinterested stockholders.”³²⁵

Ik wijs voorts op wat de *Supreme Court* van Delaware uiteenzet in *Marciano v. Nakash*³²⁶: “Although (...) none of the curative steps afforded under section 144(a) were available because of the director-shareholder deadlock, a non-disclosing director seeking to remove the cloud of interestedness would appear to have the same burden under section 144(a)(3), as under prior case law, of proving the intrinsic fairness of a questioned transaction which had been approved or ratified by the directors or shareholders. (...) On the other hand, approval by fully-informed disinterested directors under section 144(a)(1), or disinterested stockholders under section 144(a)(2), permits invocation of the business judgment rule and limits judicial review to issues of gift or waste with the burden of proof upon the party attacking the transaction” en in *Oberly v. Kirby*³²⁷: “The enactment of 8 *Del. C.* § 144 in 1967 limited the stockholder’s power in two ways. First, section 144 allows a committee

324 Getuige *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. 2006) is daarvoor vereist dat de betrokkenheid van de bestuurder met het – substantiële – tegenstrijdig belang bij de transactie kenbaar is (gemaakt).

325 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jersey* (Del. Ch. 2007) waarin dit vereiste, in de context van *Section* 144(a)(2) DGCL, wel – zonder toelichting – wordt gehanteerd: “Second, the transaction may be ratified by a fully informed majority vote of the disinterested stockholders”; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); en *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993). Zie nummer 19.a hiervoor.

326 *Marciano v. Nakash* (Del. 1987).

327 *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

of disinterested directors to approve a transaction and bring it within the scope of the business judgment rule. Second, where an independent committee is not available, the stockholders may either ratify the transaction or challenge its fairness in a judicial forum, but they lack the power to nullify it. When a challenge to fairness is raised, the directors carry the burden of “establishing (...) entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts.” (...) If a transaction is found to be unfair to the corporation, the stockholders may then demand rescission of the transaction or, if that is impractical, the payment of rescissory damages. (...). If, however, the directors meet their burden of proving entire fairness, the transaction is protected from stockholder challenge. (...) The key to upholding an interested transaction is the approval of some neutral decision-making body. Under 8 *Del. C.* § 144, a transaction will be sheltered from shareholder challenge if approved by either a committee of independent directors, the shareholders, or the courts.”³²⁸

Meer recent overweegt de *Supreme Court* van Delaware in *Stegemeier v. Magness*³²⁹: “The absolute prohibition under common law against self-dealing by a trustee has been modified in the corporate setting to offer a safe harbor for the directors of a corporation if the transaction is approved by a majority of disinterested directors. Transactions approved by the directors are therefore not voidable because there are interested directors, if a committee of disinterested directors approves the transaction. In such a case the directors are protected by the business judgment rule. If, however, the transaction is not approved by the requisite number of disinterested directors, the directors must prove that the transaction was entirely fair” en in *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*³³⁰: “Section 144 of the Delaware General Corporation Law provides a safe harbor for interested transactions, like this one, if “[t]he material facts as to the director’s (...) relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors (...) and the board (...) in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors (...).” After approval by disinterested directors, courts review the interested transaction under the business judgment rule, which “is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company.”³³¹

328 Vgl. o.a. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “(...) section 144 removes the ‘interested director cloud’ from a transaction through three alternative methods and permits an otherwise interested transaction to be brought within the protection of the business judgment rule. (...) Under this statute, approval of an interested transaction by either a fully-informed disinterested board of directors, 8 *Del. C.* § 144(a)(1), or the disinterested shareholders, 8 *Del. C.* § 144(a)(2), provides business judgment protection. (...) Alternatively, a non-disclosing interested director can remove the taint of interestedness by proving the entire fairness of the challenged transaction. (...) 8 *Del. C.* § 144(a)(3).”

329 *Stegemeier v. Magness* (Del. 1999).

330 *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. 2006).

331 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): “Recently, in *In re Walt Disney Company* this Court had the opportunity to revisit the subject of shareholder ratification and full disclosure in the context of a § 144(a)(2) interested transaction claim. In that context, the Court reaf-

→

HOOFDSTUK IV

Is in geval van toepassing van *Section* 144(a)(2) DGCL geen sprake van unanieme aandeelhoudersgoedkeuring, dan rust op de agerende aandeelhouder bij toepasselijkheid van de *business judgment rule* de last aan te tonen dat sprake is van *waste*.³³²

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation*: “(...) proof that an informed, non-coerced majority of the disinterested stockholders approved an interested transaction has the effect of invoking business judgment rule protection for the transaction and, as a practical matter, insulating the transaction from revocation and its proponents from liability” en in *Harbor Finance Partners v. Huizenga*: “(...) the effect of untainted stockholder approval of the Merger is to invoke the protection of the business judgment rule and to insulate the Merger from all attacks other than on the ground of waste.”

Dit ligt in lijn met de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Marciano v. Nakash*: “(...) approval by fully-informed disinterested directors under section 144(a)(1), or disinterested stockholders under section 144(a)(2), permits invocation of the business judgment rule and limits judicial review to issues of gift or waste with the burden of proof upon the party attacking the transaction” en *Pogostin v. Rice*³³³: “(...) it is undisputed that the Plan was adopted by a majority of disinterested directors and later ratified by City shareholders (...). There is no charge of inadequate disclosure in the proxy materials. Under the circumstances plaintiffs have the burden of demonstrating by particularized allegations that the Plan itself is so devoid of a legitimate corporate purpose as to be a waste of assets.”

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Harbor Finance Partners v. Huizenga*: “The pleading burden on a plaintiff attacking a corporate transaction as wasteful is necessarily higher than that of a plaintiff challenging a transaction as ‘unfair’ as a result of the directors’ conflicted loyalties or lack of due care. To plead a claim of waste, the plaintiff must allege facts showing that “no person of ordinary sound business judgment” could view the benefits received in the transaction as “a fair exchange” for the consideration paid by the corporation. Put another way, if, under the facts pled in

firmated the settled proposition that shareholder ratification by a majority of the disinterested shareholders acts as a safe harbor in situations where directors’ potentially conflicting self-interests are at issue. Thus, in a classic self-dealing transaction the effect of a fully-informed shareholder vote in favor of that particular transaction is to maintain the business judgment rule’s presumptions. To rebut those presumptions at the motion to dismiss stage the plaintiff must “allege facts showing that no person of ordinary sound business judgment could view the benefits received as a fair exchange for the consideration paid by the corporation,” *i.e.*, that the transaction was irrational or amounted to waste.” Zie in Engeland Gower/Davies (2003), 392 en in Australië Farrar (2005), 112 e.v.

332 Is wel sprake van unanieme goedkeuring – zonder gebreken – dan resteert zelfs de *waste* toets niet. Vgl. o.a. *Lewis v. Vogelstein* (Del. Ch. 1997): “(...) it has long been held that shareholders may not ratify waste except by a unanimous vote. The idea behind this rule is apparently that a transaction that satisfies the high standard of waste constitutes a gift of corporate property and no one should be forced against their will to make a gift of their property.”

333 *Pogostin v. Rice* (Del. 1984).

the complaint, “any reasonable person might conclude that the deal made sense, then the judicial inquiry ends. (...) the fundamental basis for a waste claim must rest on the pleading of facts that show that the economics of the transaction were so flawed that no disinterested person of right mind and ordinary business judgment could think the transaction beneficial to the corporation. Otherwise, the distinction between a ‘fairness’ claim extinguishable by a stockholder vote and a ‘waste’ claim would be illusory. (...) the complaint fails to state facts from which one can infer that the Merger was so irrational that no reasonable investor could support it as a fair exchange.” *Vice Chancellor Strine* toont zich in *Harbor Finance Partners v. Huizenga* overigens sceptisch over het nut van deze toets na adequate aandeelhoudersgoedkeuring: “Although I recognize that our law has long afforded plaintiffs the vestigial right to prove that a transaction that a majority of fully informed, uncoerced independent stockholders approved by a non-unanimous vote was wasteful, I question the continued utility of this “equitable safety valve”.”³³⁴

Vermeldenswaardig is nog de volgende overweging van *Chancellor Chandler* in *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*: “I must note that because of 8 *Del. C.* § 144(a)(2), where the interested transaction is between the corporation and a director or his affiliate(s), rather than the majority shareholder, shareholder ratification does not shift the burden of persuasion to the plaintiff under entire fairness. As against the plaintiffs, the impact is more powerful than that: Section 144(a)(2) provides that no contract or transaction between a corporation and its director (or director’s affiliate) shall be void or voidable if the “material facts as to his [the director’s] relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders.” Section 144 codifies the rule that shareholders may ratify an interested transaction with the corporation’s directors, expressly conditioning the validity of that ratification upon the Board’s full disclosure of all material facts. The statute goes a step further than burden shifting, adding that if a transaction with a director is ratified, it is neither void nor voidable. Therefore, our courts have treated fully informed shareholder ratification under § 144(a)(2) as validating the transaction and removing it from the purview of entire fairness review. The business judgment rule applies to the ratified transaction, and to rebut its presumption, the plaintiff must allege facts showing that no person of ordinary sound business judgment could view the benefits received as a fair exchange for the consideration paid by the corporation, *i.e.*, the transaction amounts to corporate waste. Therefore, if ratification under § 144(a)(2) cloaks the board’s decision with the protection of the business judgment rule, the plaintiff must capture in its pleadings the formidable yet elusive elements of an action for corporate waste in order to pierce that shield. Otherwise, the claim must be dismissed.”

Aardig is ten slotte hetgeen de *Supreme Court* of Delaware overweegt in *Smith v. Van Gorkom*: “The settled rule in Delaware is that “where a majority of fully informed stock-

334 Vgl. o.a. *Criden v. Steinberg* (Del. Ch. 2000). Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1317-1318.

HOOFDSTUK IV

holders ratify action of even interested directors, an attack on the ratified transaction normally must fail”.³³⁵

Met name waar het gaat om vervulling van het bepaalde in *Section 144(a)(1)* DGCL oogt een begrenzing van het resterende rechterlijk toetsingsbereik tot de *waste* toets niet erg zuiver, omdat dan adequate aandeelhoudersgoedkeuring ontbreekt en van *claim extinguishment* geen sprake kan zijn. Het voorgaande impliceert dat de aandeelhouder dan tevens de mogelijkheid heeft de *duty of care* ter discussie te stellen, ook al is voldaan aan het bepaalde in *Section 144(a)(1)* DGCL, maar de rechtspraak biedt dienaangaande geen eenduidig beeld.³³⁶

Ten slotte kan worden gewezen op de standaarduitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*³³⁷ Daarin is overwogen dat wanneer een “controlling or dominating shareholder” zich aan beide zijden van de transactie bevindt de *entire fairness test* de toepasselijke toetsingsnorm is en blijft.³³⁸ Goedkeuring door kort gezegd een *committee of disinterested directors* of – gezien in het licht van het voorgaande – de meerderheid van de minderheidsaandeelhouders zonder tegenstrijdig belang, zogehe-

335 Vgl. o.a. *In re 3COM Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1999); *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995): “Where there has been independent shareholder ratification of interested director actions, the objecting stockholder has the burden of showing that no person of ordinary sound business judgment would say that the consideration received for the options was a fair exchange for the options granted”; *Gerlach v. Gillam* (Del. Ch. 1958); en *Kaufman v. Shoenberg* (Del. Ch. 1952). Minder genuanceerd oogt *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998): “In addition to examining the substantive terms of a transaction, this Court recognizes that the shareholders themselves are often in the best position to judge the merits of a deal even when it is tainted by board self-interest. Thus, this Court acknowledges the role of shareholder ratification in self-interested deals: Where management seeks and receives approval of a self-interested transaction from a majority of disinterested shareholders, this Court will defer to the shareholders’ endorsement.” Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1310.

336 Vgl. o.a. *Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.* (Del. 2006): “After approval by disinterested directors, courts review the interested transaction under the business judgment rule, which “is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company”” en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985), zij het in een andere context: “Under those circumstances the board’s action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rule. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors’ decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment for that of the board” met *Marciano v. Nakash* (Del. 1987): “(...) approval by fully-informed disinterested directors under section 144(a)(1), or disinterested stockholders under section 144(a)(2), permits invocation of the business judgment rule and limits judicial review to issues of gift or waste with the burden of proof upon the party attacking the transaction.”

337 *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (Del. 1994).

338 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); *In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1995); en *Rosenblatt v. Getty Oil Company* (Del. 1985). Kritisch hierover is Allen/Jacobs/Strine (2001), 1306-1309.

ten *majority of the minority approval*, kan er alleen voor zorgen dat vervolgens op de agerende aandeelhouder de last rust aan te tonen dat van *entire fairness* géén sprake is.³³⁹ De *business judgment rule* blijft buiten toepassing.³⁴⁰

Zoals *Vice Chancellor Strine* uiteenzet in *HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray*: “While non-compliance with § 144(a)(1), (2)’s disclosure requirement by definition triggers fairness review rather than business judgment rule review, the satisfaction of § 144(a)(1) or (a)(2) alone does not always have the opposite effect of invoking business judgment rule review that one might presume would flow from a literal application of the statute’s terms. (...). Cf. *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (...) (in an interested merger involving a controlling stockholder, approval by an effectively functioning special committee of disinterested directors merely shifts the burden so that the plaintiff must prove that the transaction is unfair). Rather, satisfaction of § 144(a)(1) or (a)(2) simply protects against invalidation of the transaction ‘solely’ because it is an interested one. (...) As such, § 144 is best seen as establishing a floor for board conduct but not a ceiling.”

De reden daarvoor wordt onder meer gezocht in de realiteit dat de minderheidsaandeelhouders zich mogelijk in hun besluitvorming – mede – zullen laten leiden door het gevaar dat de meerderheidsaandeelhouder de controle blijft houden en nadien ‘wraak kan nemen’ op de minderheidsaandeelhouders die niet met de voorgenomen transactie hebben ingestemd.³⁴¹ Het is inderdaad voorstelbaar dat

339 Vgl. o.a. *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004). Dit is geen automatisme. Het moet wel gaan om een daadwerkelijk onafhankelijke en volledig geïnformeerde *committee of disinterested directors* die daadwerkelijk *at arm’s length* onderhandelingen kan voeren. Vgl. o.a. *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007): “To avoid doubts or questions of loyalty, boards of directors have appointed special committees comprised of independent directors to insulate certain decisions from more exacting judicial review. As one might expect, the composition of such committees is “of central importance.” The inquiry into a special committee’s independence is a fact-intensive one, “turn[ing] not simply upon formality but upon the reality of the interests and incentives affecting the independent directors””; *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006); en *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “In order to shift the burden, defendants must establish that the special committee was truly independent, fully informed, and had the freedom to negotiate at arm’s length.” Deze uitspraken bevatten mooie richtlijnen waaraan een dergelijke *committee* moet voldoen.

340 Vgl. o.a. *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006): “(...) the standards for shifting the burden of entire fairness, and those factors establishing fair dealing, are highly intertwined. What can shift the burden of entire fairness can also establish fair dealing.” Te denken valt aan goedkeuring door een *committee of disinterested directors* of *majority of the minority approval* op aandeelhoudersniveau.

341 Vgl. ook o.a. *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997): “Consequently, even when the transaction is negotiated by a special committee of independent directors, “no court could be certain whether the transaction fully approximate[d] what truly independent parties would have achieved in an arm’s length negotiation.” (...) Cognizant of this fact, we have chosen to apply the entire fairness standard to “interested transactions” in order to ensure that all parties to the transaction have fulfilled their fiduciary duties to the corporation and all its shareholders.” Zie o.a. Veasey (2005), 1480-1481. Een aanpassing van deze systematiek wordt door *Vice Chancellor Strine* bepleit in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

HOOFDSTUK IV

minderheidsaandeelhouders zichzelf niet graag op een dergelijke wijze bekneeld zien raken en in anticipatie daarop, of beter gezegd uit angst daarvoor, hun handelwijze maar aanpassen en het zekere voor het onzekere nemen. Een dergelijke benadering, waarin de *entire fairness test* centraal blijft staan maar enkel de stellen bewijsplicht verschuift, houdt evenwel weinig rekening met het feit dat het binnen het vennootschapsrecht van Delaware niet is toegestaan voor meerderheidsaandeelhouders misbruik te maken van meerderheidsmacht³⁴², en maakt het vanwege de beperkte gevolgen ervan minder waarschijnlijk dat het bestuur de minderheidsaandeelhouders bij de besluitvorming zal betrekken nu deze ook hun goedkeuring kunnen onthouden.³⁴³

20. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *entire fairness test*

Dit brengt mij bij het mechanisme van de *entire fairness test*, afgezet tegen de *business judgment rule*: de minst bestuursvriendelijke maatstaf.

Toepassing van de *entire fairness test* leidt er toe dat op het bestuur de last rust aan te tonen dat sprake is van *fair dealing*, de processuele component, en *fair price*, de inhoudelijke component.³⁴⁴ De standaarduitspraak van de *Supreme Court* van Delaware in dit verband vormt nog steeds *Weinberger v. UOP, Inc.*³⁴⁵, waarin voor het eerst vrij uitvoerig de contouren van deze al veel langer gehanteerde maatstaf zijn geschetst, zij het in een context waarin een vennootschap als meerderheidsaandeelhouder aanstuurt op een fusie tussen haarzelf en de vennootschap waarin de meerderheidspositie wordt ingenomen.³⁴⁶

“When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. (...) The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness,

342 Zie hoofdstuk 2 – nummer 7.e.

343 Daarnaast spelen diverse procesrechtelijke aspecten. Dit laat ik verder buiten beschouwing. Vgl. o.a. *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003).

344 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995): “The entire fairness test is codified and has been construed by this Court many times. See 8 Del. C. § 144(a)(3)” en *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971): “The standard of intrinsic fairness involves both a high degree of fairness and a shift in the burden of proof. Under this standard the burden is on Sinclair to prove, subject to careful judicial scrutiny, that its transactions (...) were objectively fair.” Verdam (2005), 509 stelt dat het bij de *entire fairness test* niet zozeer gaat om de gevolgde procedure om tot een transactie te komen, maar om “een judicial inquiry into the fairness of the transaction.” Dat laatste ziet in Delaware ook op *fair dealing* en daarmee per definitie ook op de gevolgde procedure om tot een transactie te komen.

345 *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983).

346 Vgl. o.a. *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999); *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993); en *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts. (...) The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. (...) However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. (...) Part of fair dealing is the obvious duty of candor (...). Moreover, one possessing superior knowledge may not mislead any stockholder by use of corporate information to which the latter is not privy.”³⁴⁷

Ik wijs ook op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Oliver v. Boston University*³⁴⁸: “Within an entire fairness inquiry, if the burden is on the corporate fiduciary, she must “establish to the court’s satisfaction that the transaction was the product of both fair dealing and fair price.” Although evaluation of two components is necessary to determine entire fairness, “the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price; [instead, all] aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness.” It may be analytically convenient to address price and process as separate concepts, but the ultimate issue, one must remember, is the entire fairness of the overall transaction, assessed by way of a thorough inquiry into the means by which the fiduciaries performed (or failed to perform) their duties.”

347 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “As Jerney concedes, this is clearly a situation where entire fairness review is applicable. Where the self-compensation involves directors or officers paying themselves bonuses, the court is particularly cognizant to the need for careful scrutiny. Self-interested compensation decisions made without independent protections are subject to the same entire fairness review as any other interested transaction. To avoid this high level of judicial scrutiny, an independent compensation committee can be employed to award salaries and bonuses to officers. In this case, because no independent committee approved the transaction, Jerney bears the burden of proving the transaction was entirely fair. Directors who stand on both sides of a transaction have “the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts.” Entire fairness can be proved only where the directors “demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain” en *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “The duty of loyalty requires that a corporate fiduciary act with “undivided and unselfish loyalty to the corporation” and that “there shall be no conflict between duty and self-interest.” “Classic examples” implicating the duty of loyalty are when “a director [appears] on both sides of a transaction or [receives] a personal benefit (...) not received by the shareholders, generally.” If corporate fiduciaries stand on both sides of a challenged transaction, an instance where the directors’ loyalty has been called into question, the burden shifts to the fiduciaries to demonstrate the “entire fairness” of the transaction. The duty of loyalty also requires that a “controlling” shareholder not act, or cause its representatives to act, in such a manner as to deal unfairly with the minority shareholders.”

348 *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006).

HOOFDSTUK IV

De *entire fairness test* werd tot 1993 alleen gehanteerd bij kort gezegd de beoordeling van door een substantieel tegenstrijdig belang gekleurd bestuurlijk gedrag, omdat dan het risico bestaat van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap. Deze rechtsfiguur is dan ook primair tegen die achtergrond tot ontwikkeling gekomen.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Nixon v. Blackwell*³⁴⁹: “When there is no independent corporate decisionmaker, the court may become the objective arbiter”; in *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*³⁵⁰: “We have held that when a court reviews a board action, challenged as a breach of duty, it should decline to evaluate the wisdom and merits of a business decision unless sufficient facts are alleged with particularity, or the record otherwise demonstrates, that the decision was not the product of an informed, disinterested, and independent board. (...) Yet, this judicial reluctance to assess the merits of a business decision ends in the face of illicit manipulation of a board’s deliberative processes by self-interested corporate fiduciaries. (...) In such a context, the challenged transaction must withstand rigorous judicial scrutiny under the exacting standards of entire fairness”; in *Zapata Corp. v. Maldonado*³⁵¹: “Our approach here is analogous to and consistent with the Delaware approach to ‘interested director’ transactions, where the directors, once the transaction is attacked, have the burden of establishing its ‘intrinsic fairness’ to a court’s careful scrutiny”; in *Sinclair Oil Corp. v. Levien*³⁵²: “The standard of intrinsic fairness involves both a high degree of fairness and a shift in the burden of proof. Under this standard the burden is on Sinclair to prove, subject to careful judicial scrutiny, that its transactions with Sinven were objectively fair”; en in *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.*³⁵³: “Without the guidance of a truly independent judgment, self-interested directors cannot with confidence know the right course in order to pursue it. In all events, the law, sensitive to the weakness of human nature and alert to the ever-present inclination to rationalize as right that which is merely beneficial, will accord scant weight to the subjective judgment of an interested director concerning the fairness of transactions that benefit him.”³⁵⁴

Ik wijs ook op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation*³⁵⁵: “In such a circumstance, the core insight of the entire fairness standard comes into play: to wit, even when acting in subjective good faith, a person who stands on one side of a transaction may not act fairly towards the person on the other side. (...) Doubtless the idea of the entire fairness doctrine is to ensure that those who self-deal with the corporation do so fairly regardless of their subjective good faith”; in *In re The*

349 *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993).

350 *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

351 *Zapata Corp. v. Maldonado* (Del. 1981).

352 *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971).

353 *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* (Del. 1952).

354 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “(...) in a classic self-dealing transaction, the fact that a director gained a direct and compelling benefit from the deal would support a strong inference that self-interest actually influenced his behavior (...)” en *Marks v. Wolfson* (Del. Ch. 1963).

355 *In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2006).

*Walt Disney Company Derivative Litigation*³⁵⁶: “Instead of imposing *per se* liability for board members who approve a self-interested transaction, this Court and the Delaware statutes recognize that in certain circumstances the shareholders may be well served notwithstanding the fact that the deal might be characterized as an interested transaction. Therefore, this Court will permit a deal potentially tainted by the Board’s self-interest to go forward, if it passes muster under entire fairness review. Compared to an arbitrary *per se* rule, entire fairness review allows a more flexible judicial inquiry into the propriety of a board’s approval of a potentially interested transaction”; en in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*³⁵⁷: “(...) corporate directors may negotiate transactions with respect to which they ‘stand on both sides’ if the terms of the deal, and the process by which it was negotiated are entirely fair. (...) shareholders expect, and directors are required to avoid only those self-interested actions which come at the expense of the corporat[ion] or its shareholders.”³⁵⁸

Instructief zijn eveneens de volgende overwegingen van de *Supreme Court* van New York County in *Bayer v. Beran*³⁵⁹: “The ‘business judgment rule’, however, yields to the rule of undivided loyalty. This great rule of law is designed “to avoid the possibility of fraud and to avoid the temptation of self-interest.” (...) It is “designed to obliterate all divided loyalties which may creep into a fiduciary relation.” (...) “Included within its scope is every situation in which a trustee chooses to deal with another in such close relation with the trustee that possible advantage to such other person might influence, consciously or unconsciously, the judgment of the trustee.” (...) The dealings of a director with the corporation for which he is the fiduciary are therefore viewed “with jealousy by the courts.” (...) Such personal transactions of directors with their corporations, such transactions as may tend to produce a conflict between self-interest and fiduciary obligation, are, when challenged, examined with the most scrupulous care, and if there is any evidence of improvidence or oppression, any indication of unfairness or undue advantage, the transactions will be voided. (...) “Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where

356 *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998).

357 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

358 Zie o.a. Bainbridge in zijn commentaar bij *Stone v. Ritter* (Del. 2006) op zijn *weblog* www.professorbainbridge.com d.d. 3 januari 2007: “Where directors have conflicted interests, accountability necessarily trumps the principle of deference to board decisions. Consequently, courts review loyalty claims under a most exacting standard”; Kraakman (2004), 116: “Courts are more interventionist when transactions are tainted by self-interest than when they are not”; Johnson (1999), 820: “Where director self-interest is present, and the self-interest affects a majority of directors approving a transaction, the focus of concern becomes director *loyalty*, not merely competence. Concerned about director fidelity to the corporation’s interests, judges will apply exacting scrutiny to determine for themselves whether a transaction is entirely fair (including substantively fair) to shareholders. The reason for abandoning the deference of the business judgment standard and adopting such an invasive test is that, there being no other independent decision maker within the corporation, the court necessarily becomes, on behalf of the shareholders, the only available ‘neutral decision-making body’ passing judgment on the matter”; en Arsh (1979), 115: “(...) where a director (...) stands to benefit personally from the decision as director (...) his (...) business judgment is likely to be affected by personal interest.”

359 *Bayer v. Beran* (N.Y. 1944).

HOOFDSTUK IV

any of their contracts or engagements with the corporation are challenged the burden is on the director not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein.” (...) While there is a high moral purpose implicit in this transcendent fiduciary principle of undivided loyalty, it has back of it a profound understanding of human nature and of its frailties. It actually accomplishes a practical, beneficent purpose. It tends to prevent a clouded conception of fidelity that blurs the vision. It preserves the free exercise of judgment uncontaminated by the dross of divided allegiance or self-interest. It prevents the operation of an influence that may be indirect but that is all the more potent for that reason. The law has set its face firmly against undermining “the rule of undivided loyalty by the ‘disintegrating erosion’ of particular exceptions.” (...) Of course it is not improper to appoint relatives of officers or directors to responsible positions in a company. But where a close relative of the chief executive officer of a corporation, and one of its dominant directors, takes a position closely associated with a new and expensive field of activity, the motives of the directors are likely to be questioned. The board would be placed in a position where selfish, personal interests might be in conflict with the duty it owed to the corporation. That being so, the entire transaction, if challenged in the courts, must be subjected to the most rigorous scrutiny to determine whether the action of the directors was intended or calculated “to subserve some outside purpose, regardless of the consequences to the company, and in a manner inconsistent with its interests”” en in *Litwin v. Allen*³⁶⁰: “A director of a corporation is in the position of a fiduciary. He will not be permitted improperly to profit at the expense of his corporation. Undivided loyalty will ever be insisted upon. Personal gain will be denied to a director when it comes because he has taken a position adverse to or in conflict with the best interests of his corporation. The fiduciary relationship imposes a duty to act in accordance with the highest standards which a man of the finest sense of honor might impose upon himself. “Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the ‘disintegrating erosion’ of particular exceptions. Only thus has the level of conduct for fiduciaries been kept at a level higher than that trodden by the crowd. It will not consciously be lowered by any judgment of this court.” (...) While there is a lofty moral ideal implicit in this rule, it actually accomplishes a practical beneficent purpose. It recognizes the frailty of human nature; it realizes that where a man’s immediate fortunes are concerned he may sometimes be subject to a blindness often intuitive and compulsive. The rule is designed on the one hand to prevent clouded conception of fidelity and a moral indifference that blurs the vision, and on the other hand to stimulate the most luminous critical sense and the finest exercise of judgment uncontaminated by the dross of prejudice, of divided allegiance or of self-interest.”

Ten slotte noem ik de uitspraak van het *Second Circuit* Hof inzake *Lewis v. S.L.&E., Inc.*³⁶¹: “Under normal circumstances the directors of a corporation may determine, in the exercise of their business judgment, what contracts the corporation will enter into and what consideration is adequate, without review of the merits of their decisions by the courts. The business judgment rule places a heavy burden on shareholders who would attack corporate

360 *Litwin v. Allen* (N.Y. 1940).

361 *Lewis v. S.L.&E., Inc.* (2nd Cir. 1980).

decisions. (...) But the business judgment rule presupposes that the directors have no conflict of interest. When a shareholder attacks a transaction in which the directors have an interest other than as directors of the corporation, the directors may not escape review of the merits of the transaction” en de uitspraak van de *Supreme Court* van Iowa inzake *Des Moines Bank & Trust Co. v. George M. Bechtel & Co.*³⁶²: “Corporate directors and officers may under proper circumstances transact business with the corporation including purchase or sale of property, but it must be done in the strictest good faith and with full disclosure to, and the consent of, all concerned. And the burden is upon them to establish their good faith, honesty and fairness. Such transactions are scanned by the courts with skepticism and the closest scrutiny, and may be nullified on slight grounds. It is the policy of the courts to put such fiduciaries beyond the reach of temptation and the enticement of illicit profit.”³⁶³

Fair dealing ziet op het bestuurlijk gedrag rondom de voorliggende transactie, zijn *modus operandi*, waaronder de wijze waarop de transactie is geïnitieerd, gestructureerd en uitonderhandeld alsmede de wijze waarop daarover binnen de vennootschap openheid is betracht.³⁶⁴ *Fair price* ziet op de financiële en economische aspecten van de voorliggende transactie, bezien vanuit het belang van de vennootschap.

362 *Des Moines Bank & Trust Co. v. George M. Bechtel & Co.* (Iowa 1952).

363 Zie o.a. Judge Cudahy in zijn *dissenting/concurring opinion* bij *Panter v. Marshall Field & Co.* (7th Cir. 1981): “The theoretical justification for the ‘hands off’ precept of the business judgment rule is that courts should be reluctant to review the acts of directors in situations where the expertise of the directors is likely to be greater than that of the courts. But, where the directors are afflicted with a conflict of interest, relative expertise is no longer crucial. Instead, the great danger becomes the channeling of the directors’ expertise along the lines of their personal advantage sometimes at the expense of the corporation and its stockholders. Here courts have no rational choice but to subject challenged conduct of directors and questioned corporate transactions to their own disinterested scrutiny. Of course, the self-protective bias of interested directors may be entirely devoid of corrupt motivation, but it may nonetheless constitute a serious threat to stockholder welfare.”

364 Een mooi voorbeeld van *lack of fair dealing* volgt uit *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “In addressing “questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained,” it is clear Jerney has not met his burden. The transaction was initiated by management. It was structured so that everyone, including even the board members and the members of the compensation committee, would receive a bonus. The structure was not negotiated. Everyone involved had an interest in the transaction. The few who opposed it achieved only minor concessions and still voted in favor of it and accepted their shares. Finally, and perhaps most perniciously, the board, the compensation committee, and outside experts were given and relied on inflated and misleading information provided by management led by a recalcitrant CEO who stood to benefit most from the transaction. Therefore, the court cannot conclude that Jerney has carried his burden of proving that the process of awarding the bonuses was entirely fair. It simply cannot be said that an independent board advised by independent experts would have employed a similar process in negotiating or approving bonuses of this kind.”

HOOFDSTUK IV

Verhelderend zijn de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Kahn v. Tremont Corp.*³⁶⁵: “The element of ‘fair dealing’ focuses upon the conduct of the corporate fiduciaries in effectuating the transaction. These concerns include how the purchase was initiated, negotiated, structured and the manner in which director approval was obtained. (...) The price element relates to the economic and financial considerations relied upon when valuing the proposed purchase including: assets, market values, future prospects, earnings, and other factors which effect the intrinsic value of the transaction” en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*: “Thus, directors are required to demonstrate both their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of transactions in which they possess a financial, business or other personal interest which does not devolve upon the corporation or all stockholders generally. (...) When faced with such divided loyalties, directors have the burden of establishing the entire fairness of the transaction to survive careful scrutiny by the courts. Under Delaware law this concept of fairness has two aspects: fair dealing and fair price. (...) ‘Fair dealing’ focuses upon the actual conduct of corporate fiduciaries in effecting a transaction, such as its initiation, structure, and negotiation. This element also embraces the duty of candor owed by corporate fiduciaries to disclose all material information relevant to corporate decisions from which they may derive a personal benefit. See 8 *Del.C.* § 144. ‘Fair price’, in the context of an auction for corporate control, mandates that directors commit themselves, inexorably, to obtaining the highest value reasonably available to the shareholders under all the circumstances.”³⁶⁶

In *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*³⁶⁷ gaat de *Supreme Court* van Delaware op deze aspecten stapsgewijs vrij uitvoerig in (nadat de *business judgment rule* opzij gezet is vanwege schending van de *duty of care*). Ik verwijs hier kortheidshalve naar die uitspraak. Met de *Court of Chancery* van Delaware neemt de *Supreme Court* van Delaware daarin uiteindelijk aan dat sprake is van *entire fairness*, ondanks de eerder geconstateerde schending van de *duty of care* wegens een grof nalatige voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

De *entire fairness test* bestaat niet uit een panklare maatstaf, maar uit een set gezichtspunten die een bepalende rol spelen binnen de omstandigheden van het

365 *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997).

366 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “(...) where the pricing terms of a transaction that is the product of an unfair process cannot be justified by reference to reliable markets or by comparison to substantial and dependable precedent transactions, the burden of persuading the court of the fairness of the terms will be exceptionally difficult. Relatedly, where an entire fairness review is required in such a case of pricing terms that, if negotiated and approved at arm’s-length, would involve a broad exercise of discretion or judgment by the directors, common sense suggests that proof of fair price will generally require a showing that the terms of the transaction fit comfortably within the narrow range of that discretion, not at its outer boundaries” en *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003). Zie o.a. Eisenberg (1993), 451: “(...) the pure-fairness standard gives virtually no running room, except to the extent that it recognizes that fairness is typically a range rather than a point.” In *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997) wordt eveneens verwezen naar een “range of fairness.”

367 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

geval bij de rechterlijke oordeelsvorming. Het blijft een kwestie van (af)wegen.³⁶⁸ De gevolgde procedures, de betachte transparantie én het bereikte resultaat vormen daarvoor de belangrijkste handvatten.³⁶⁹

Uit rechtspraak van de *Supreme Court* van Delaware lijkt – naar de letter – te volgen dat *entire fairness* zowel *fair dealing* als *fair price* vereist (i.e. én, niet en/of). Van het ontbreken van *entire fairness* is dan klaarblijkelijk ook sprake als de pijn alleen in de procedurele component (i.e. *fair dealing*) schuilt.

Ik wijs met name op de uitspraken inzake *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*: “Thus, the entire fairness standard requires the board of directors to establish “to the court’s satisfaction that the transaction was the product of both fair dealing and fair price”. (...) The Court of Chancery applied the unified approach to entire fairness mandated by established Delaware law. (...) The Court of Chancery also was cognizant that an entire fairness analysis required it to consider carefully how the board of directors discharged all of its fiduciary duties with regard to each aspect of the non-bifurcated components of entire fairness: fair dealing and fair price. (...) In addition to fair dealing, the other major component of the non-bifurcated entire fairness standard is fair price” en *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*³⁷⁰: “Under the entire fairness standard of judicial review, the defendant directors must

368 Vgl. o.a. *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 2003) en *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003) over “the thick of the fairness inquiry.”

369 Vgl. o.a. *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007): “Entire fairness has two components: fair dealing and fair price. The two components of the entire fairness concept are not independent, but rather the fair dealing prong informs the court as to the fairness of the price obtained through that process. The court does not focus on the components individually, but determines entire fairness based on all aspects of the entire transaction. Fair dealing addresses the “questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained.” Fair price assures the transaction was substantively fair by examining “the economic and financial considerations”; *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) a test of entire fairness is a two-part inquiry into fair dealing – the process leading to the consummation of the transaction – and fair price – the end result”; *Boyer v. Wilmington Materials, Inc.* (Del. Ch. 1999): “Directors must make an “informed, deliberate judgment, in good faith”, that the transaction is fair and not a “vehicle for economic oppression”; en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “(...) in assessing overall fairness (or entire fairness) in this instance the court must consider the process itself that the board followed, the quality of the result it achieved and the quality of the disclosures made to the shareholders to allow them to exercise such choice as the circumstances could provide. Even though the test of fairness is a demanding one, it does not demand perfection. (...) This judgment concerning ‘fairness’ will inevitably constitute a judicial judgment that in some respects is reflective of subjective reactions to the facts of a case. ‘Fairness’ simply is not a term with an objective referent or clear single meaning. This does not mean its meaning is endlessly elastic and that it therefore constitutes no standard, (...) it is a standard which in one set of circumstances or another reasonable minds might apply differently.”

370 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

HOOFDSTUK IV

establish to the court's satisfaction that the transaction was the product of both fair dealing and fair price."³⁷¹

Onomstreden is dit echter niet. Zo lijkt deze lijn in de rechtspraak van de *Court of Chancery* van Delaware niet strikt te worden gevolgd, nu daarin wel wordt aangenomen dat ondanks het ontbreken van *fair dealing* de financiële/economische aspecten van de transactie dusdanig billijk voor de vennootschap kunnen zijn – in mijn woorden: *fair price* plus – dat toch sprake is van *entire fairness*. De aanwezigheid van *fair price* (plus) weegt dan op tegen de afwezigheid van *fair dealing*.

Dit wordt geïllustreerd door de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney*³⁷²: “The court's finding that ICN's management and board used an unfair process to authorize the bonuses does not end the court's inquiry because it is possible that the pricing terms were so fair as to render the transaction entirely fair.”³⁷³

Ik wijs ook op wat de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Teachers' Retirement System of Louisiana v. Aidinoff*³⁷⁴, waarbij de nadruk sterk ligt op de financiële aspecten van de transactie: “Perhaps the fundamental purpose of the entire fairness standard is to impose the burden on the proponents of a self-dealing transaction that was implemented without any procedures that act as a fair proxy for genuine arm's length negotiations, to come forward with proof that the transaction was fair to the corporation. Lacking the confidence in the transactional price that results when open market competition sets the terms of exchange, the law requires that those who set the terms and who had a self-interest in conflict with the corporation's best interests demonstrate that they treated the corporation fairly. In this context where terms have been set by conflicted fiduciaries, it is they who must fill the informational void with evidence demonstrating the financial fairness of their actions.”

371 Zie o.a. Block/Barton/Radin (1998), 380 onder verwijzing naar *Harbor Finance Partners v. Sugarman* (Del. Ch. 1997): “It has been said by the Delaware Court of Chancery in one case that even if the price in a challenged transaction is fair, “it does not necessarily follow that the transaction was entirely fair. The defendants must also show fair dealing or, in other words, that [the transaction] resulted from a proper process”.”

372 *Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney* (Del. Ch. 2007).

373 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) if the director acted in bad faith, it would be extraordinarily difficult (maar kennelijk niet onmogelijk, BFA) for the defendant directors to prove that the transaction was entirely fair to the corporation because it would be difficult to demonstrate fair process” en *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 2003): “Even if the Court had found that fair dealing was absent, that finding would not necessarily be outcome determinative, as evidenced by *Cede*. There, the Supreme Court remanded the case for a redetermination under the entire fairness standard. On remand, the Chancellor determined that even if the defendant directors violated their duty of care, the merger was, nonetheless, entirely fair. That determination was upheld on appeal.” Of de uitleg door de *Court of Chancery* van Delaware van *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994) juist is betwijfel ik overigens, gelet op *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

374 *Teachers' Retirement System of Louisiana v. Aidinoff* (Del. Ch. 2006).

Dit strookt met de gedachte dat in bepaalde gevallen de nadruk kan liggen op *fair dealing* of op *fair price*.³⁷⁵ Hoe het ook zij, het ontbreken van *entire fairness* zal niet altijd resulteren in een verplichting tot schadevergoeding, omdat bijvoorbeeld wel sprake kan zijn van *fair price* (niet zijnde: *fair price plus*) – en de vennootschap geacht wordt geen schade te hebben geleden – maar niet van *fair dealing*.³⁷⁶ Is in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure reeds *fair price* vastgesteld, dan is het niet ondenkbaar dat de rechter toetsing van de *fair dealing* component achterwege laat omdat de vennootschap dan geacht wordt geen schade te hebben geleden en voor de bestuurder(s) geen verplichting tot schadevergoeding kan ontstaan, zodat het geen zin heeft verder te gaan met de toetsing. Dit is in de rechtspraak al eens voorgekomen.

Ik wijs op wat Justice Berger overweegt in *Emerald Partners v. Berlin*³⁷⁷: “(...) the Court of Chancery found that the price was fair (...). In this case, we agree with its analysis on the issue of price. Thus we need not address the good faith claim (in het kader van *fair dealing*, BFA) because, even if the (...) directors would not be protected by the exculpation provision in their company’s certificate of incorporation, they are not liable for any monetary damages.”

Of, wanneer eenmaal vaststaat dat van *fair price* geen sprake is, toch moet worden onderzocht of aan het vereiste van *fair dealing* wél is voldaan heeft de *Supreme Court* van Delaware nog niet uitgemaakt.

In *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*³⁷⁸ komt de *Court of Chancery* van Delaware tot een bevestigend antwoord. “It is arguable that where (as here) the merger price is found to be unfair, it would be difficult, if not impossible, for the merger to be found ‘entirely fair’ even if the process leading up to the merger involved fair dealing. That supposition, if correct, would lead to the result that where the merger price is found not to be fair, that finding establishes, *ipso facto*, the unfairness of the merger, thereby obviating the need for any analysis of the process oriented issues. The Supreme Court has not yet addressed that question, however. What the Supreme Court has decided is that where an interested merger is found to be unfair and the corporation’s charter has a Section

375 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994): “In connection with a determination of the entire fairness of this arm’s-length transaction, I recall that we have been instructed that fairness may have two components: price and process. (...) The judgment whether a transaction satisfies the fairness test is, however, not a bifurcated one but is a single judgment that considers each of these aspects. (...) In some contexts price may be a relatively minor or an inapplicable consideration (...). In other contexts price may predominate as a salient consideration” en *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993).

376 *Fair price* is immers niet – per definitie – maatgevend, anders zou de *entire fairness test* daartoe wel zijn beperkt door de *Supreme Court* van Delaware in *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983) en in latere uitspraken. Daarin wordt echter consequent de ‘*fair dealing en fair price*’ systematiek gehanteerd.

377 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2003).

378 *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004).

HOOFDSTUK IV

102(b)(7) exculpatory provision, this Court must then proceed to “identify the breach or breaches of fiduciary duty upon which liability [for damages] will be predicated in the *ratio decidendi* of its determination that entire fairness has not been established.” That is, “when entire fairness is the applicable standard of judicial review, a determination that the director defendants are exculpated from paying monetary damages can be made only after the basis for their liability has been decided.” That mandate, I find, is applicable here. In this case the defendants have raised a § 102(b)(7) exculpatory defense. In determining that the merger price was not fair, this Court did not address whether the unfairness was the product of a breach of fiduciary duty or if so, the nature or character of that duty. Accordingly, a ‘fair dealing’ analysis is required in this case, if only to enable the Court to determine the “basis for the [defendants’] liability for § 102(b)(7) exculpation purposes.” De hier bereikte uitkomst lijkt ingegeven door de processuele achtergrond van dit concrete geval, gelet op de nadruk die Justice Jacobs legt op Section 102(b)(7) DGCL.³⁷⁹ Bevestigende beantwoording zou in ieder geval in lijn liggen met de aan *Weinberger v. UOP, Inc.* ten grondslag liggende gedachte dat de eindbalans door de rechter op basis van beide componenten van de *entire fairness test* dient te worden opgemaakt, indien en voor zover beide componenten relevant zijn, en stroken met de werking van Section 102(b)(7) DGCL.

Fair dealing en *fair price* vereisen dat, ondanks de nauwgezette rechterlijke toets, per saldo niet veel op het bestuurlijk gedrag aan te merken valt. De rechter dient uiteindelijk, zo kan worden afgeleid uit rechtspraak van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware, binnen deze componenten de overtuiging te hebben dat de *earmarks* van billijk gedrag aanwezig zijn om het niet-neutrale bestuurlijk gedrag dienaangaande aanvaardbaar te kunnen achten.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Emerald Partners v. Berlin*³⁸⁰ over “the nature and effect of entire fairness review”: “Under that standard, the defendant-directors have the burden of persuasion, *i.e.*, must prove by a preponderance of the evidence all facts that comprise the legally mandated elements of an entire fairness analysis. (...) Entire fairness review is not a construct designed to shackle or constrain a trial court’s fact-finding process in any respect, except to require that where the court finds that the evidence on a given fact issue is in equipoise, then on that issue the party having the burden must lose.”

Door de *Court of Chancery* van Delaware is wel overwogen dat wanneer het gaat om *fair dealing* met name die gedragingen deze toets niet kunnen doorstaan welke waarschijnlijk leiden tot, of duiden op, een onbillijk resultaat. Ik wijs nogmaals op *Emerald Partners v. Berlin*: “The issue (...) is what magnitude of process flaw is required to compel or justify a finding that the process leading to a transaction did not constitute fair dealing. In my view, common sense would suggest that the process flaw most be one that would be

379 Vgl. o.a. *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005) onder verwijzing naar *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): “I note that even if the price is found to be unfair, an analysis of fair dealing is required to determine the extent of liability to directors under DGCL § 102(b)(7).”

380 *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 2003).

likely to lead to an unfair result. This process deficiency was not of that character. (...) the process imperfection identified here was not of sufficient gravity to preclude a finding of fair dealing (...).”³⁸¹

Uit rechtspraak van de *Supreme Court* van Delaware kan worden afgeleid dat schending van de *duty of disclosure*, die deel uitmaakt van de *fair dealing* component, vrij snel tot persoonlijke aansprakelijkheid kan leiden. Ik wijs op de volgende overweging uit *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*: “Although the *procedural* decision to shift the evidentiary burden to the board of directors to show entire fairness does not create liability *per se*, the aspect of fair dealing to which *Weinberger* devoted the most attention – *disclosure* – has a unique position in a *substantive* entire fairness analysis. (...) Moreover, in Delaware, “existing law and policy have evolved into a virtual *per se* rule of [awarding] damages for breach of the fiduciary duty of disclosure. (...) Another well-recognized aspect of fair dealing is the board of directors’ duty of disclosure to the shareholders. (...). The Court of Chancery’s conclusion that the directors had complied with the disclosure duty is not, in and of itself, determinative of entire fairness, but it does have persuasive *substantive* significance. (...) First, it removes this case from the “virtual *per se* rule of damages for breach of the fiduciary duty of disclosure” (...). Second, it bears directly upon “how the approval of the (...) stockholders [was] obtained.” (...) Third, it places this case into the category of a “non-fraudulent transaction”, wherein this Court recognizes “that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger”. ”³⁸²

De *duty of disclosure* neemt binnen de *fair dealing* component van de *entire fairness test* een prominente positie in, maar daartoe is *fair dealing* niet beperkt. Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.*³⁸³: “In *Weinberger* we defined fair dealing as embracing “questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained.” While this duty of fairness certainly incorporates the principle that a cash-out merger must be free of fraud or misrepresentation, *Weinberger*’s mandate of fair dealing does not turn solely on issues of deception. We particularly noted broader concerns respecting the matter of procedural fairness.”³⁸⁴

381 Vgl. o.a. *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005) onder verwijzing naar *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2004): “As defendants still carry the burden of demonstrating fair dealing, defendants must show the lack of any process flaw that would likely lead to an unfair result.”

382 Uit *In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation* (Del. 2006) en *Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company* (Del. 1997) blijkt inmiddels dat niet iedere schending van de *duty of disclosure* min of meer automatisch resulteert in een verplichting tot schadevergoeding: “We hold that under Delaware law there is no *per se* rule that would allow damages for all director breaches of the fiduciary duty of disclosure. (...) Damages will be available only in circumstances where disclosure violations are concomitant with deprivation to stockholders’ economic interests or impairment of their voting rights.” Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998).

383 *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.* (Del. 1985).

384 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK IV

De merites van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging zijn daarbij nadrukkelijk wél onderwerp van rechterlijke toetsing en twijfel wordt in het nadeel van het bestuur uitgelegd.³⁸⁵ De subjectieve perceptie van het bestuur is niet maatgevend.³⁸⁶ Waar *hands-off* de grondgedachte is van de *business judgment rule*, schrijft de *entire fairness test* juist een *hands-on* opstelling van de rechter voor. Dit vereist een kritische en gestructureerde maar ook flexibele benadering, evenals hantering van objectieve maatstaven in plaats van het ‘onderbuikgevoel’. Van een rigide en onbuigzame doctrine is geen sprake.

Dit blijkt mooi uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Nixon v. Blackwell*, die overigens – ik benadruk dat – is geformuleerd in het kader van een “self-interested corporate transaction”: “In a case where the court is scrutinizing the fairness of a self-interested corporate transaction the court should articulate the standards which it is applying in its scrutiny of the transactions. These standards are not carved in stone for all cases because a court of equity must necessarily have the flexibility to deal with varying circumstances and issues. Yet, the standards must be reasonable, articulable, and articulated. While the court is not expected to substitute its business judgment for that of the directors in areas where particular business expertise is an ingredient of the decision, the reasonableness of the business judgment of the conflicted directors’ decision must be examined searchingly through a principled and disciplined analysis. The decision of the trial court did not plainly delineate and articulate findings of fact and conclusions of law so that this Court, as the reviewing court, could fathom without undue difficulty the bases for the trial court’s decision. The court’s decision should not be the product solely of subjective,

385 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 461; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1302: “(...) in conflict transactions that implicate the directors’ duty of loyalty, the court engages in the most searching review of the substance of the board’s decision, and in close cases it resolves the doubt against the directors”; en Justice Quillen in zijn *concurring opinion* bij *Kahn v. Tremont Corp.* (Del. 1997): “To me, the case cries for Missouri scepticism.”

386 Vgl. o.a. *Gesoff v. IIC Industries, Inc.* (Del. Ch. 2006): “Not even an honest belief that the transaction was entirely fair will be sufficient to establish entire fairness. Rather, the transaction itself must be objectively fair, independent of the board’s beliefs”; *Fliegler v. Lawrence* (Del. 1976): “We agree with the Vice-Chancellor that the record reveals no bad faith on the part of the individual defendants. But that is not determinative. The issue is whether the 800,000 restricted investment shares of Agau stock, objectively, was a fair price for Agau to pay for USAC as a wholly-owned subsidiary”; en *Sinclair Oil Corp. v. Levien* (Del. 1971): “(...) the motivations of the board are not relevant (...), but rather, the end result of the board action is what is relevant.” Vgl. buiten Delaware o.a. *Corbin v. Franklin National Bank* (2nd Cir. 1980): “The fairness determination in an interested director transaction turns not on whether the interested directors acted in good faith but rather whether in the absence of arm’s-length bargaining the transaction, viewed objectively, in fact was fair and reasonable” en *Pepper v. Litton* (U.S. 1939): “A director is a fiduciary. (...) So is a dominant or controlling stockholder or group of stockholders. (...) Their powers are powers in trust. (...) Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein. The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm’s length bargain.”

reflexive impressions based primarily on suspicion or what has sometimes been called the ‘smell test’. (...) In a case such as this where the business judgment rule is not applicable and the entire fairness test is applicable, the imposition of the latter test is not, alone, outcome-determinative. The doctrine of entire fairness does not lend itself to bright line precision or rigid doctrine. Yet it does not necessarily require equality, it cannot be a matter of total subjectivity on the part of the trial court, and it cannot result in a random pattern of *ad hoc* determinations which could do violence to the stability of our corporation law.”³⁸⁷

Hoewel *Chief Justice* Veasey hier wat ongelukkig verwijst naar “the reasonableness of the business judgment” in plaats van naar *entire fairness*, dient de bij *enhanced scrutiny* aan te leggen redelijkheidstoets niet te worden verward met de daarvan te onderscheiden en voor het bestuur strengere *entire fairness test*.³⁸⁸ Zo is door de *Supreme Court* van Delaware in *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*³⁸⁹ – dus ná *Nixon v. Blackwell* – benadrukt dat *enhanced scrutiny* wat betreft strengheid voor het bestuur dient te worden onderscheiden van de *business judgment rule* en de *entire fairness test*: “When shareholders challenge directors’ actions, usually one of three levels of judicial review is applied: the traditional business judgment rule, the *Unocal* standard of enhanced judicial scrutiny, or the entire fairness analysis.”³⁹⁰ In *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*³⁹¹ – eveneens ná *Nixon v. Blackwell* – laat *Chief Justice* Veasey zich genuanceerder uit. Hierin wijst hij erop dat bij een substantieel tegenstrijdig belang de rechter geen *enhanced scrutiny* toepast, maar dat “a court will apply even more exacting scrutiny to determine whether the transaction is entirely fair to the stockholders.”

387 Vgl. o.a. *Emerald Partners v. Berlin* (Del. Ch. 2003) en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

388 Zie o.a. Johnson (1999), 828: “Professor (...) Eisenberg states that, under Delaware law, if the business judgment rule does not apply, “the standard of review is based on entire fairness or reasonability.” Melvin Aron Eisenberg, *The Director’s Duty of Care in Negotiated Dispositions*, 51 U. MIAMI L. REV. 579, 583 (1997). If Professor Eisenberg is distinguishing fairness and reasonableness from business judgment review, he is correct; if he is equating the two notions of ‘fairness’ and ‘reasonableness’, he misdescribes them under Delaware law.” Timmerman (2003 c), 558 lijkt dat onderscheid niet te maken, in navolging van Eisenberg (2005), 540: “If the conditions of the business judgment rule are not satisfied, then the standard by which the quality of the decision is reviewed is comparable to the standard of conduct for making the decision – that is, the standard of review is based on entire fairness or reasonability.” Zie o.a. Eisenberg (1999), 1266: “(...) the standard of review is reasonableness or some equivalent.”

389 *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995).

390 Vgl. o.a. *Emerald Partners v. Berlin* (Del. 2001): “When shareholders challenge actions by a board of directors, generally one of three standards of judicial review is applied: the traditional business judgment rule, an intermediate standard of enhanced judicial scrutiny, or the entire fairness analysis. The applicable standard of judicial review often controls the outcome of the litigation on the merits” en *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “As for the plaintiffs’ contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care’, we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule. Courts do not measure, weigh or quantify directors’ judgments. We do not even decide if they are reasonable in this context. (...) Irrationality is the outer limit of the business judgment rule. Irrationality may be the functional equivalent of the waste test or it may tend to show that the decision is not made in good faith, which is a key ingredient of the business judgment rule.”

391 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

HOOFDSTUK IV

Ik wijs ook op de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation*³⁹²: “The plaintiffs have argued in the alternative that the transaction is subject to review under the reasonableness standard of *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (...), if it is not subject to the *Lynch* doctrine. The defendants argue that the plaintiffs are confused and that *Revlon* cannot pertain if there is a controlling stockholder. Whether *Revlon* duties pertain in a cash deal involving a controlling stockholder is an interesting question, the answer to which has little practical effect. Because entire fairness is the most exacting form of review, and because the Snowbird agreement passes muster under that test, it is difficult to see how the intermediate *Revlon* standard could be violated. In any event, the sales effort undertaken on behalf of Cysive represented a reasonable means by which to obtain the highest value reasonably available. Thus, *Revlon* and its underlying purpose – emphasizing the long recognized duty of a fiduciary selling an asset to try to get the best deal – are satisfied.”³⁹³

Perfectie is niet vereist. Dit kan ook niet, al was het maar omdat binnen het huidige vennootschapsrecht van Delaware normaliter de *entire fairness test* pas toepassing vindt wanneer één of meer fiduciaire plichten zijn geschonden.³⁹⁴

21. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen de *enhanced scrutiny test*

Dan het mechanisme van de *enhanced scrutiny test*, afgezet tegen de *business judgment rule* en de *entire fairness test*: de semi-bestuurs(on)vriendelijke maatstaf.

Deze, ten opzichte van de *business judgment rule* verscherpte, vorm van rechterlijke toetsing vindt in beginsel toepassing wanneer het bestuur een beschermingsmaatregel treft in een poging een vijandige overname af te weren, vanwege het daarmee – tot op zekere hoogte – gepaard gaande risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap.³⁹⁵ Bij de beoordeling van dergelijk bestuurlijk gedrag dient eerst te worden vastgesteld of de door het bestuur getroffen maatregel als beschermingsmaatregel gekwalificeerd kan worden (i.e. *defen-*

392 *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003).

393 Vgl. o.a. *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988) over een “intermediate form of review.”

394 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “A finding of perfection is not a *sine qua non* in an entire fairness analysis. That is because the entire fairness standard is not even applied unless the presumption of the business judgment rule has been rebutted by evidence that the “directors (...) breached any *one* of the *triads* of their fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty, or due care.” (...) Thus, “perfection is not possible, or expected” as a condition precedent to a judicial determination of entire fairness.” De strekking van deze uit *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983) afkomstige zinsnede lijkt door de *Supreme Court* van Delaware wat te zijn opgerekt, ter ondersteuning van de systematiek dat alleen schending van één of meer fiduciaire plichten kan leiden tot de *entire fairness test*.

395 Zie nummer 18.b hiervoor.

se motivated behavior). Of sprake is van een directe en concrete dreiging van een vijandig bod doet niet ter zake, het gaat erom met welke subjectieve intentie het bestuur een dergelijke maatregel neemt.³⁹⁶ Naarmate de maatregel een sterker anticiperend karakter heeft kan de toetsing terughoudender zijn.³⁹⁷ Is sprake van een beschermingsmaatregel, dan rust op het bestuur in essentie de last om aan te tonen:

1. dat hij redelijke gronden heeft om aan te nemen dat voor het treffen ervan voldoende aanleiding bestaat vanwege bedreiging van het belang van de vennootschap, waarmee wordt bedoeld op het beleid en de effectiviteit van de vennootschap;
2. en dat de getroffen beschermingsmaatregel in proportionele verhouding staat tot deze bedreiging;

voordat de *business judgment rule* toepassing kan vinden.³⁹⁸

Instructief is hetgeen de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Williams v. Geier*³⁹⁹: “Central to the *Unocal* jurisprudence is the following: When a board unilaterally adopts defensive measures, there is the ‘omnipresent specter’ of the inherent conflict between the board’s duty to stockholders and the board’s possible self-interest. That danger requires that the business judgment rule be applied only after the board’s actions pass an intermediate level of enhanced judicial scrutiny which implicates the board’s burden of going forward with the evidence before the burden may shift back to the plaintiffs for the ultimate burden

396 Vgl. o.a. *Kahn v. Roberts* (Del. 1996): “Where (...) the board takes defensive action in response to a threat to the board’s control of the corporation’s business and policy direction, a heightened standard of judicial review applies because of the temptation for directors to seek to remain at the corporate helm in order to protect their own powers and perquisites. (...) The *Unocal* standard applies if the directors initiated the repurchase in response to a threat to corporate policy related to a potential change in control of the corporation”; *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “*Unocal*’s standard of enhanced judicial scrutiny is proper whenever (...) a board of directors took defensive measures in response to a “perceived threat to corporate policy and effectiveness which touches upon issues of control””; en *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990): “The law is clear that *Unocal* is invoked as the result of any defensive measures taken in response to some threat to corporate policy and effectiveness which touches upon issues of control.”

397 Vgl. o.a. *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000): “Delaware law does not require a board to wait until the eve of battle to consider the erection of sound defensive barriers. (...) our law recognizes that such a requirement would encourage haste rather than due care” en *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. 1985): “(...) pre-planning for the contingency of a hostile takeover might reduce the risk that, under the pressure of a takeover bid, management will fail to exercise reasonable judgment. (...) in reviewing a pre-planned defensive mechanism it seems even more appropriate to apply the business judgment rule.”

398 Toetsing aan (dis)proportionaliteit komt dus ook binnen het vennootschapsrecht van Delaware voor. Zie o.a. Timmerman (2003 c), 561.

399 *Williams v. Geier* (Del. 1996).

HOOFDSTUK IV

of persuasion. (...) *Unocal* requires that the court evaluates whether, in undertaking its unilateral defensive action: (1) the board “had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed”; and (2) the board’s response was reasonable in relation to the threat posed. (...) The fact that no company or person has commenced a specific takeover threat or action at the time of the defensive measure’s adoption does not preclude application of the *Unocal* analysis if it is otherwise applicable. *Moran v. Household Int’l, Inc.* (...).⁴⁰⁰

Veel beschermingsmaatregelen hebben een kleurrijke naam verworven, zoals mooi blijkt uit rechtspraak van de *Supreme Court* van Delaware.

Ik geef enkele voorbeelden.

Uit *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*⁴⁰¹: “A poison pill is a defensive mechanism adopted by corporations that wish to prevent unwanted takeovers. Upon the occurrence of certain ‘triggering’ events, such as a would-be acquiror’s purchase of a certain percentage of the target corporation’s shares, or the announcement of a tender offer, all existing shareholders, except for the would-be acquiror, get the right to purchase debt or stock of the target at a discount. This action dilutes the would-be acquiror’s stake in the company and increases the costs of acquisition.”

Uit *Gilbert v. The El Paso Company*⁴⁰²: “In corporation law parlance, a ‘white knight’ is a friendly alternative partner who rescues the target company from the purported clutches of a hostile bidder.”

Uit *Moran v. Household Int., Inc.*⁴⁰³: “The ‘Pac-Man’ defense is generally a target company countering an unwanted tender offer by making its own tender offer for stock of the would-be acquirer.”

En uit *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁴⁰⁴: “More recently, as the sophistication of both raiders and targets has developed, a host of other defensive measures to counter such ever mounting threats has evolved and received judicial sanction. These include defensive

400 Vgl. o.a. *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007) over “board conduct in the mergers and acquisitions context, in which the concern arises that directors may seek to restrict their own authority (or that of their successors) in order to retain control or favor a particular bidder” en *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986): “The potential for conflict places upon the directors the burden of proving that they had reasonable grounds for believing there was a danger to corporate policy and effectiveness (...). In addition, the directors must analyze the nature of the takeover and its effect on the corporation in order to ensure balance – that the responsive action taken is reasonable in relation to the threat posed. (...) the board acted in good faith, and on an informed basis, with reasonable grounds to believe that there existed a harmful threat to the corporate enterprise. The adoption of a defensive measure, reasonable in relation to the threat posed, was proper and fully accorded with the powers, duties, and responsibilities conferred upon directors under our law.”

401 *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995).

402 *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990).

403 *Moran v. Household Int., Inc.* (Del. 1985).

404 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

charter amendments and other devices bearing some rather exotic, but apt, names: Crown Jewel, White Knight, Pac Man, and Golden Parachute. Each has highly selective features, the object of which is to deter or defeat the raider.”

Het bestuur dient dan als het ware te verworden tot de beschermer van het vennootschappelijk bastion.⁴⁰⁵ Dit wordt wel de *Unocal*-doctrine genoemd: welbeschouwd een tweeledige redelijkheidstoets.⁴⁰⁶ Het bestuur zal zijn gedrag ook hier in enige mate moeten kunnen rechtvaardigen, wat verder gaat dan slechts in enige mate verdedigen, zij het in minder vergaande mate dan binnen de *entire fairness test*.⁴⁰⁷

Dit speelt alleen wanneer geen adequate goedkeuring van de aandeelhouders is verkregen voor het treffen van een beschermingsmaatregel, omdat dan de aandeelhouders niet het laatste woord hebben en de rechter die lacune dient op te vullen.⁴⁰⁸ Is adequate aandeelhoudersgoedkeuring wel verkregen dan is de *business judgment rule* direct van toepassing.

De eerste stap, die uiteenvalt in een *showing of good faith and reasonable investigation*, valt voor het bestuur in de regel vrij snel te maken. Zeker wanneer het bestuur voor een belangrijk deel bestaat uit *outside independent directors* die,

405 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): over “*Unocal*, the progenitor of the proportionality test” en: “Proper and proportionate defensive responses are intended and permitted to thwart perceived threats. When a corporation is not for sale, the board of directors is the defender of the metaphorical medieval corporate bastion and the protector of the corporation’s shareholders. The fact that a defensive action must not be coercive or preclusive does not prevent a board from responding defensively before a bidder is at the corporate bastion’s gate” met daarbij in een voetnoot: “(...) the law affords boards of directors substantial latitude in defending the perimeter of the corporate bastion against perceived threats. Thus, continuing with the medieval metaphor, if a board reasonably perceives that a threat is on the horizon, it has broad authority to respond with a panoply of individual or combined defensive precautions, e.g., staffing the barbican, raising the drawbridge, and lowering the portcullis.”

406 Vgl. o.a. *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000): “That standard of review enables the court to do something it ordinarily cannot do under Delaware corporate law: examine the substantive reasonableness of the decisions of a board of directors. Not only that, *Unocal* requires the board of directors to bear the burden of justifying the reasonableness of its actions. (...) both prongs hinge on reasonableness.”

407 Vgl. o.a. *BNS, Inc. v. Koppers Co.* (D. Del. 1988) over “an intricate composite of deference to the business expertise of the directors and close scrutiny of incumbent management decisions.”

408 Vgl. o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996): “A *Unocal* analysis should be used only when a board unilaterally (*i.e.*, without stockholder approval) adopts defensive measures in reaction to a perceived threat. (...) *Unocal* is a landmark innovation of the dynamic takeover era of the 1980s. It has stood the test of time, and was recently explicated by this Court in *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (...). Yet, it is inapplicable here because there was no unilateral board action” en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985): “The standard of proof (...) is designed to ensure that a defensive measure to thwart or impede a takeover is indeed motivated by a good faith concern for the welfare of the corporation and its stockholders, which in all circumstances must be free of any fraud or other misconduct.”

HOOFDSTUK IV

naar wordt aangenomen, minder aan het bestuurspluche kleven.⁴⁰⁹ Redelijke gronden kunnen bestaan uit bezwaren tegen diverse factoren, zoals:

- de hoogte, de aard en de *timing* van het bod;
- het gevaar dat de aandeelhouders het bod zullen overwaarden;
- en de invloed van het bod op bijvoorbeeld werknemersbelangen, de continuïteit van de onderneming, het ondernemingsbeleid en/of de *corporate culture*.⁴¹⁰

Daarbij teken ik aan dat de redelijkheidstoets in die zin beperkt voorkomt dat, wat betreft het uiteindelijke bestuurlijk oordeel over de aanwezigheid van een bedreiging van het vennootschappelijk belang, de subjectieve *bona fides* maatgevend lijkt te blijven.⁴¹¹ De aanwezige dreiging bepaalt vervolgens de bandbreedte van het toegestane arsenaal aan beschermingsmaatregelen.

Dat de eerste en tweede stap van de redelijkheidstoets met elkaar samenhangen blijkt uit de volgende overweging van de *Supreme Court* van Delaware in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*: “A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed. This entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include: inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on ‘constituencies’ other than shareholders (*i.e.*, creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally), the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange. (...) While not a controlling factor, it also seems to us that a board may reasonably consider the basic stockholder interests at stake, including those of short term speculators, whose actions may have fueled the coercive aspect of the offer at the expense of the long term investor.”⁴¹²

409 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “An ‘outside’ director has been defined as a non-employee and non-management director. (...) Independence “means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences”.”

410 Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990).

411 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “The first aspect of the *Unocal* burden, the reasonableness test, required the Unitrin Board to demonstrate that, after a reasonable investigation, it determined in good faith, that American General’s Offer presented a threat to Unitrin that warranted a defensive response.”

412 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “Courts, commentators and litigators have attempted to catalogue the threats posed by hostile tender offers. (...) Commentators have categorized three types of threats: (i) *opportunity loss* (...) [where] a hostile offer might deprive target shareholders of the opportunity to select a superior alternative offered by target management [or, we would add, offered by another bidder]; (ii) *structural coercion* (...) the risk that disparate treatment of non-tendering shareholders might distort shareholders’ tender decisions; and (iii) *substantive coercion* (...) the risk that shareholders will mistakenly accept an underpriced offer because they disbelieve management’s representations of intrinsic value. (...) This Court has held that the “inadequate value” of an all cash for all shares offer is a “legally

→

Dit vereist naast onderkenning van de aard van de dreiging met name een evaluatie van de diverse alternatieven en de gevolgen van ieder alternatief.⁴¹³ De beschermingsmaatregel mag niet een draconisch karakter hebben (i.e. *draconian*) en moet overigens vallen binnen de marges van het redelijke (i.e. *range of reasonableness*): het medicijn mag niet beduidend zwaarder zijn dan de kwaal.⁴¹⁴

In *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* wordt draconisch – met een beroep op *Webster's New International Dictionary* – door Justice Holland als volgt gedefinieerd: “Draconian, adj. of or pert. to Draco, an archon and member of the Athenian eupatridae, or the code of laws which is said to have been framed about 621 B.C. by him as thesmothete. In them the penalty for most offenses was death, and to a later age they seemed so severe that they were said to be written in blood. Hence, barbarously severe; harsh; cruel.”

Deze invulling van de tweede stap van de *Unocal*-doctrine wordt ook wel de *Unitrin*-component genoemd.⁴¹⁵ Het gaat er bijvoorbeeld niet om of een individuele beschermingsmaatregel op zichzelf overbodig is, maar of de gehanteerde beschermingsmaatregelen als geheel disproportioneel – en daarmee onredelijk – zijn. Er dient sprake te zijn van een zekere mate van balans.

Het is ook hier niet aan de rechter de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging ‘over te doen’. De rechter dient het bestuur een zekere mate van beleidsvrijheid te blijven toekennen, zij het een minder grote mate dan binnen de *business judgment rule*. Aldus onder meer de *Supreme Court* van Delaware in *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*: “The enhanced judicial scrutiny mandated by *Unocal* is not intended to lead to a structured, mechanistic, mathematical exercise. (...) Conversely, it is not intended to be an abstract theory. (...) The *Unocal* standard is a flexible paradigm that jurists can apply to the myriad of ‘fact scenarios’ that confront corporate boards. (...) The Court of Chancery’s determination that the Unitrin Board’s adoption of the Repurchase Program was unnecessary constituted a substitution of its business judgment for that of the Board, contrary to this

cognizable threat.” (...) In addition, this Court has specifically concluded that inadequacy of value is *not* the only legally cognizable threat from an all-shares, all-cash offer at a price below what a target board in good faith deems to be the present value of its shares. (...) This Court has stated that distinctions among types of shareholders are neither inappropriate nor irrelevant for a board of directors to make, e.g., distinctions between long-term shareholders and short-term profit-takers, such as arbitrageurs, and their stockholding objectives.”

413 Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “We turn to the second part of the *Unocal* analysis. The obvious requisite to determining the reasonableness of a defensive action is a clear identification of the nature of the threat. As the Chancellor correctly noted, this “requires an evaluation of the importance of the corporate objective threatened; alternative methods of protecting that objective; impacts of the ‘defensive’ action, and other relevant factors”.”

414 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995). Zoals Van Ginneken (2006), 528 terecht opmerkt: “Inzake de proportionaliteit stelde het Delaware Supreme Court in *Unocal* dat het de board vrij staat een onwelgevallige overname of voorstel te weren, maar dat men geen blanco cheque heeft om met behulp van draconische maatregelen elke dreiging af te weren.”

415 *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995).

Court's 'range of reasonableness' holding (...). (...) In assessing a challenge to defensive actions by a target corporation's board of directors in a takeover context, this Court has held that the Court of Chancery should evaluate the board's overall response, including the justification for each contested defensive measure, and the results achieved thereby. Where all of the target board's defensive actions are inextricably related, the principles of *Unocal* require that such actions be scrutinized collectively as a unitary response to the perceived threat. (...) This Court's choice of the term draconian in *Unocal* was a recognition that the law affords boards of directors substantial latitude in defending the perimeter of the corporate bastion against perceived threats. (...) The *ratio decidendi* for the 'range of reasonableness' standard is a need of the board of directors for latitude in discharging its fiduciary duties to the corporation and its shareholders when defending against perceived threats. The concomitant requirement is for judicial restraint."⁴¹⁶

Ik wijs ook op wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*⁴¹⁷: "Plaintiffs' position represents a fundamental misconception of our standard of review under *Unocal* principally because it would involve the court in substituting its judgment as to what is a 'better' deal for that of a corporation's board of directors. To the extent that the Court of Chancery has recently done so in certain of its opinions, we hereby reject such approach as not in keeping with a proper *Unocal* analysis. (...) The usefulness of *Unocal* as an analytical tool is precisely its flexibility in the face of a variety of fact scenarios. *Unocal* is not intended as an abstract standard; neither is it a structured and mechanistic procedure of appraisal. Thus, we have said that directors may consider, when evaluating the threat posed by a takeover bid, the "inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on 'constituencies' other than shareholders, the risk of nonconsummation and the quality of securities being offered in the exchange." (...) The open-ended analysis mandated by *Unocal* is not intended to lead to a simple mathematical exercise: that is, of comparing the discounted value of Time-Warner's expected trading price at some future date with Paramount's offer and determining which is the higher. Indeed, in our view, precepts underlying the business judgment rule militate against a court's engaging in the process of attempting to appraise and evaluate the relative merits of a long-term versus a short-term investment goal for shareholders. To engage in such an exercise is a distortion of the *Unocal* process and, in particular, the application of the second part of *Unocal's* test (...)." ⁴¹⁸

416 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1309 over "the supreme court's desire that corporate constituencies view the new *Unocal* standard as a reasoned diminution of deference that still afforded well-intentioned directors substantial room to operate."

417 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990).

418 Vgl. o.a. *Hollinger International, Inc. v. Black* (Del. Ch. 2004); *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994); *Stroud v. Grace* (Del. 1992); *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987); en *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985). Instructief is *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990): "Like the traditional business judgment analysis, however, *Unocal* also implicitly acknowledges that courts should not impose their own business judgment upon independent directors who reasonably respond to a threat to the corporate enterprise in good faith and on an informed basis. *See Time.*"

Het begrip ‘draconisch’ wordt al lang gehanteerd in de rechtspraak van Delaware⁴¹⁹ en duidt op in het oog springende disproportionaliteit, bijvoorbeeld op maatregelen die in feite “show stoppers” zijn.⁴²⁰ Daarbij worden vaak de begrippen *coercion* en *preclusion* gehanteerd.⁴²¹ Zo zijn per definitie draconisch (1) misleiding van de aandeelhouders, dan wel het opdringen door het bestuur aan de aandeelhouders van een alternatief (i.e. *coercion*) en/of (2) het mathematisch onmogelijk – althans realistisch bezien onhaalbaar – maken van een stemming door de aandeelhouders voor/ten behoeve van het bod (i.e. *preclusion*).

Zoals Justice Holland opmerkt in *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*: “(...) the Court of Chancery must determine whether Unitrin’s Repurchase Program would only inhibit American General’s ability to wage a proxy fight and institute a merger or whether it was, in fact, preclusive because American General’s success would either be mathematically impossible or realistically unattainable. If the Court of Chancery concludes that the Unitrin Repurchase Program was not draconian because it was not preclusive, one question will remain to be answered in its proportionality review: whether the Repurchase Program was within a range of reasonableness?”⁴²²

Niet-draconische maatregelen vallen in de regel ook binnen de grenzen van het proportionele (i.e. redelijke), zo leert de ervaring.⁴²³ Het bestuur is niet verplicht de aandeelhouders een alternatieve transactie te bieden.⁴²⁴

Een soortgelijke benadering dient de rechter te hanteren wanneer het bestuur bijvoorbeeld duidelijk aanstuurt op – kort gezegd – een *sale of control* in de vennootschap en geen sprake is van een controlerende aandeelhouder met een doorslaggevende stem. Dan wordt de zittende aandeelhouders de mogelijkheid ontno-

419 Vgl. o.a. *Guth v. Loft* (Del. 1939).

420 *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995).

421 Vgl. o.a. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003) en *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “As common law applications of *Unocal*’s proportionality standard have evolved, at least two characteristics of draconian defensive measures taken by a board of directors in responding to a threat have been brought into focus through enhanced judicial scrutiny. In the modern takeover lexicon, it is now clear that since *Unocal*, this Court has consistently recognized that defensive measures which are either preclusive or coercive are included within the common law definition of draconian.”

422 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995) onder verwijzing naar *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “In *Time*, for example, this Court concluded that the Time board’s defensive response was reasonable and proportionate since it was not aimed at ‘cramming down’ on its shareholders a management-sponsored alternative, i.e., was not coercive, and because it did not preclude Paramount from making an offer for the combined Time-Warner company, i.e., was not preclusive.”

423 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “An examination of the cases applying *Unocal* reveals a direct correlation between findings of proportionality or disproportionality and the judicial determination of whether a defensive response was draconian because it was either coercive or preclusive in character.”

424 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995). Vgl. buiten Delaware o.a. *Moore Corp. v. Wallace Computer Services, Inc.* (D. Del. 1995).

HOOFDSTUK IV

men bij latere gelegenheid een *control premium* te bedingen.⁴²⁵ De bestuurlijke taakopdracht staat dan geheel in het teken van het bewerkstelligen van de redelijkst mogelijke opbrengst op korte termijn voor de zittende aandeelhouders.⁴²⁶ Dit kan zich ook voordoen in een situatie waarin het bestuur probeert een vijandige overname af te weren door middel van een *sale of control* aan een bevriende derde.⁴²⁷

“(...) in this situation the board must seek to achieve greatest available current value; it may not, in effect, trade achievable current value for a prospect of greater value, as it may normally do in the exercise of its good faith business judgment” aldus de *Court of Chancery* van Delaware in *Wells Fargo & Co. v. First Interstate Bancorp.*⁴²⁸

Verhelderend is wat de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*⁴²⁹: “The decisions of this Court following *Revlon* reinforced the applicability of enhanced scrutiny and the directors’ obligation to seek the best value reasonably available for the stockholders where there is a pending sale of control, regardless of whether or not there is to be a break-up of the corporation. (...) There are few events that have a more significant impact on the stockholders than a sale of control or a corporate break-up. Each event represents a fundamental (and perhaps irrevocable) change in the nature of the corporate enterprise from a practical standpoint. It is the significance of each of these events that justifies: (a) focusing on the directors’ obligation to seek the best value reasonably available to the stockholders; and (b) requiring a close scrutiny of board action which could be contrary to the stockholders’ interests. Accordingly, when a corporation undertakes a transaction which will cause: (a) a change in corporate control; or (b) a break-up of the corporate entity, the directors’ obligation is to seek the best value reasonably available to the stockholders. This obligation arises because the effect of the Viacom-Paramount transaction, if consummated, is to shift control of Paramount from the public stockholders to a controlling stockholder, Viacom. Neither *Time-Warner* nor any other decision of this Court holds that a ‘break-up’ of the company is essential to give rise to this obligation where there is a sale of control.”

Deze belangrijke uitspraak wordt door de *Court of Chancery* van Delaware als volgt geduid in *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams*⁴³⁰: “That is the gist of the *Revlon* state: to act reasonably to maximize current, not some future, value. (...) it is fundamental that the board’s effort to be informed must be active and reasonable. (...) (1) where a transaction constituted a “change in corporate control”, such that the shareholders would thereafter

425 Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994): “The acquisition of majority status and the consequent privilege of exerting the powers of majority ownership come at a price. That price is usually a control premium which recognizes not only the value of a control block of shares, but also compensates the minority stockholders for their resulting loss of voting power.”

426 Dit wordt doorgaans geassocieerd met de ‘moederuitspraak’ in deze context *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986).

427 Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990).

428 *Wells Fargo & Co. v. First Interstate Bancorp.* (Del. Ch. 1996).

429 *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994).

430 *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams* (Del. Ch. 1997).

lose a further opportunity to participate in a change of control premium, (2) the board's duty of loyalty requires it to try in good faith to get the best price reasonably available (which specifically means that the board must at least discuss an interest expressed by any financially capable buyer), and (3) in such context courts will employ an (objective) "reasonableness" standard of review (both to the process and the result!) to evaluate whether the directors have complied with their fundamental duties of care and good faith (loyalty). Thus, [*QVC*] in effect mediates between the 'normalizing' tendency of some prior cases and the more highly regulatory approach of others. It adopts an intermediate level of judicial review which recognizes the broad power of the board to make decisions in the process of negotiating and recommending a "sale of control" transaction, so long as the board is informed, motivated by good faith desire to achieve the best available transaction, and proceeds reasonably."⁴³¹

Deze rechtspraak is niet eenvoudig te doorgronden. Zo is niet glashelder wanneer nu precies sprake is van een *sale of control*, in de hier aangestipte context een vrij cruciaal element. Uitgemaakt lijkt wel onder meer te zijn dat in geval van een fusie waarbij – zo deze plaatsvindt – de zittende aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap (die dus geen controlerende aandeelhouder met een doorslaggevende stem kent) aandeelhouder worden in de verkrijgende vennootschap en na de fusie de controle over de verkrijgende vennootschap niet in handen is van verspreide individuele aandeelhouders, oftewel niet van een "large, fluid, changeable and changing market"⁴³² (en wel van een controlerende aandeelhouder met een doorslaggevende stem), sprake is van een *sale of control*.

Zoals *Chief Justice* Veasey opmerkt in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*: "In the case before us, the public stockholders (in the aggregate) currently own a majority of Paramount's voting stock. Control of the corporation is not vested in a single person, entity, or group, but vested in the fluid aggregation of unaffiliated stockholders. In

431 Vgl. o.a. *Malpiede v. Townson* (Del. 2001): "In our view, *Revlon* neither creates a new type of fiduciary duty in the sale-of-control context nor alters the nature of the fiduciary duties that generally apply. Rather, *Revlon* emphasizes that the board must perform its fiduciary duties in the service of a specific objective: maximizing the sale price of the enterprise"; *Solomon v. Armstrong* (Del. Ch. 1999): "One might argue that in the analysis under *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings* (...), the Court engages in a different type of heightened scrutiny by focusing on the directors' duty to take care to achieve the highest and best price for shareholders in the context of a change of control. Any failure to take 'extra' care in achieving the highest and best price can arise out of any combination of lack of due care or disloyalty on the directors' behalf"; en *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986): "The duty of the board (...) [is] the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit." Zie o.a. Block/Barton/Radin (1998), 697 onder verwijzing naar *Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams* (Del. Ch. 1997): "(...) it is clear that where a corporation is sold in exchange for cash or the stock of a corporation under the control of a single individual or control group, then "there is no tomorrow for the shareholders (no assured long-term), the board's obligation is to make a good faith, informed judgment to maximize current share value, and the court reviews such determinations on a 'reasonableness' basis'."

432 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. Ch. 1989).

HOOFDSTUK IV

the event the Paramount-Viacom transaction is consummated, the public stockholders will receive cash and a minority equity voting position in the surviving corporation. Following such consummation, there will be a controlling stockholder who will have the voting power to: (a) elect directors; (b) cause a break-up of the corporation; (c) merge it with another company; (d) cash-out the public stockholders; (e) amend the certificate of incorporation; (f) sell all or substantially all of the corporate assets; or (g) otherwise alter materially the nature of the corporation and the public stockholders' interests. Irrespective of the present Paramount Board's vision of a long-term strategic alliance with Viacom, the proposed sale of control would provide the new controlling stockholder with the power to alter that vision. Because of the intended sale of control, the Paramount-Viacom transaction has economic consequences of considerable significance to the Paramount stockholders. Once control has shifted, the current Paramount stockholders will have no leverage in the future to demand another control premium. As a result, the Paramount stockholders are entitled to receive, and should receive, a control premium and/or protective devices of significant value. There being no such protective provisions in the Viacom-Paramount transaction, the Paramount directors had an obligation to take the maximum advantage of the current opportunity to realize for the stockholders the best value reasonably available."

Overigens laten zich ook andere situaties denken waarin de rechter de *enhanced scrutiny test* dient aan te leggen. Het hoeft niet per definitie te gaan om een *sale of control*. Ik laat het hier bij deze signalering.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware uiteenzet in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*⁴³³: "Other circumstances (dan die waarin de *Unocal/Unitrin*-doctrine toepassing vindt, BFA) requiring enhanced judicial scrutiny give rise to what are known as *Revlon* duties, such as when the board enters into a merger transaction that will cause a change in corporate control, initiates an active bidding process seeking to sell the corporation, or makes a break up of the corporate entity inevitable." Daarbij benadrukt *Justice* Holland dat het niet per definitie om een "change of control" hoeft te gaan.⁴³⁴

Dit volgt ook uit de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*⁴³⁵ en *In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholder Litigation*⁴³⁶, gewezen kort na *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* welke uit-

433 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (Del. 2003).

434 Een bijzonder geval vormt *McMullin v. Beran* (Del. 2000) nu daarin niet het bestuur maar de aandeelhouder met "80% voting power" het voortouw neemt. Daarin wijst *Justice* Holland in algemene zin op het volgende: "The statutory duties and common law fiduciary responsibilities that directors of a Delaware corporation are required to discharge depend upon the specific context that gives occasion to the board's exercise of its business judgment. Whenever the board is deciding whether to approve a proposed 'all shares' tender offer that is to be followed by a cash-out merger, the decision constitutes a final-stage transaction for all shareholders. Consequently, the time frame for the board's analysis is immediate value maximization for all shareholders."

435 *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.* (Del. 1994).

436 *In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholder Litigation* (Del. 1995).

spraak nog steeds als maatgevend wordt gezien.⁴³⁷ Ik laat Block, Barton en Radin aan het woord: “The Supreme Court reaffirmed the rule it stated in *QVC* in *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.* and *In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholder Litigation*, emphasizing in both cases that directors “have the obligation of acting reasonably to seek the transaction offering the best value reasonably available to the stockholders (...) in at least the following three scenario’s”: (1) “when a corporation initiates an active bidding process seeking to sell itself or to effect a business reorganization involving a clear break-up of the company,” (2) “where, in response to a bidder’s offer, a target abandons its long-term strategy and seeks an alternative transaction involving the break-up of the company,” or (3) “when approval of a transaction results in a ‘sale or change in control’.” “In the latter situation, there is no ‘sale or change in control’ when “[c]ontrol of both [companies] remain[s] in a large, fluid, changeable and changing market”.”⁴³⁸

Bij dergelijke transacties doen andere deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang, voor zover dit normaliter al het geval is, er in het geheel niet toe.⁴³⁹

Zoals de *Supreme Court* van Delaware het uitdrukt in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁴⁴⁰: “(...) concern for non-stockholder interests is inappropriate when an auction among active bidders is in progress, and the object no longer is to protect or maintain the corporate enterprise but to sell it to the highest bidder” en *Vice Chancellor Strine* het verwoordt in *In re Toys ‘R’ Us, Inc. Shareholder Litigation*⁴⁴¹: “In *Revlon*, the Delaware

437 Zie o.a. Block/Barton/Radin (1998), 706-707: “The Delaware Supreme Court’s decision in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* synthesized the court’s decisions in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* and *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, and remains the leading decision construing *Revlon* and its progeny to date.”

438 Block/Barton/Radin (1998), 710. Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “Under Delaware law there are, generally speaking and without excluding other possibilities, two circumstances which may implicate *Revlon* duties. The first, and clearer one, is when a corporation initiates an active bidding process seeking to sell itself or to effect a business reorganization involving a clear breakup of the company. (...) However, *Revlon* duties may also be triggered where, in response to a bidder’s offer, a target abandons its long-term strategy and seeks an alternative transaction involving the breakup of the company. (...) we decline to extend *Revlon*’s application to corporate transactions simply because they might be construed as putting a corporation either ‘in play’ or ‘up for sale’” en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “This Court has been required to determine on other occasions since our decision in *Revlon*, whether a company is ‘for sale’. (...) Clearly not every offer or transaction affecting the corporate structure invokes the *Revlon* duties. A refusal to entertain offers may comport with a valid exercise of business judgment. (...) Circumstances may dictate that an offer be rebuffed, given the nature and timing of the offer; its legality, feasibility and effect on the corporation and the stockholders; the alternatives available and their effect on the various constituencies, particularly the stockholders; the company’s long term strategic plans; and any special factors bearing on stockholder and public interests. (...) In *Ivanhoe* we recognized that a change in corporate structure under the special facts and circumstances of that case did not invoke *Revlon* (...).”

439 Zie hoofdstuk 2 – nummers 7.b-7.d.

440 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986).

441 *In re Toys ‘R’ Us, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005).

HOOFDSTUK IV

Supreme Court made two important determinations. One is rooted in old trust principles and is mundane to those who believe that stockholders are the only corporate constituency whose best interests are an end, rather than an instrument, of the corporate form, and rests on the proposition that once directors decide to sell the corporation, they should do what any fiduciary (such as a trustee) should do when selling an asset: maximize the sales price for the benefit of those to whom their allegiance is pledged. In the corporate context, that means that the directors must seek the highest value that can be secured for stockholders regardless of whether it is in the best interests of other corporate constituencies.⁷⁴⁴²

Dit wordt wel de *Revlon/QVC*-doctrine genoemd. Dan rust op het bestuur in essentie de last om aan te tonen:

1. dat hij de zakelijke beleidsafweging op adequate wijze heeft voorbereid, onder meer door zich in redelijke mate te informeren over de mogelijke alternatieven en deze in redelijke mate te doordenken;
2. en dat hij vervolgens redelijke stappen heeft gezet om te komen tot die transactie waardoor op korte termijn de realistisch gezien hoogst haalbare opbrengst voor de aandeelhouders wordt gegenereerd;

voordat de *business judgment rule* toepassing kan vinden. Het bestuur zal zijn gedrag ook in deze context derhalve tot op zekere hoogte moeten kunnen rechtvaardigen, wat samenvalt met zijn toegespitste taakopdracht en de verscherpte rechterlijke toets.

Zoals *Vice Chancellor Strine* aanstipt in *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*⁴⁴³: “Having decided to sell the company for cash, the Netsmart board assumed the fiduciary duty to undertake reasonable efforts to secure the highest price realistically achievable given the market for the company. This duty – often called a *Revlon* duty for the case with which it is most commonly associated – does not, of course, require every board to follow a judicially prescribed checklist of sales activities. Rather, the duty requires the board to act reasonably, by undertaking a logically sound process to get the best deal that is realistically attainable. The mere fact that a board did not, for example, do a canvass of all possible acquirers before signing up an acquisition agreement does not mean that it necessarily acted unreasonably. Our case law recognizes that [sic] are a variety of sales approaches that might be reasonable, given the circumstances facing particular corporations. What is important and different about the *Revlon* standard is the intensity of judicial review that is applied to the directors’ conduct. Unlike the bare rationality standard applicable to garden-variety decisions subject to the business judgment rule, the *Revlon* standard contemplates a judicial examination of the reasonableness of the board’s decision-making process. Although linguistically not obvious, this reasonableness review is more searching

442 Zie o.a. Strine (2001), 927.

443 *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007).

than rationality review, and there is less tolerance for slack by the directors. Although the directors have a choice of means, they do not comply with their *Revlon* duties unless they undertake reasonable steps to get the best deal. (...) For reasons I have noted, the board's consideration of whether to seek out strategic buyers was cursory and poorly documented at best. The decade-spanning, sporadic chats by Conway and William Blair are hardly the stuff of a reliable market check. That is especially so given the dynamism of the business world. What strategic buyers might have desired in 1999, 2001 or 2003 often will be very different than what they would desire in 2006. To that point, the key decision makers will often differ over time spans of that length. As important, Netsmart itself had been transformed through a host of acquisitions and lucrative contracts over that extended period. Finally, executives at large corporations are busy and are less likely to give serious attention to passing comments or diffuse cold calls made without any real authority than they are to respond to more concrete marketing efforts. What was never done by Conway, William Blair, or the board was a serious sifting of the strategic market to develop a core list of larger healthcare IT players for whom an acquisition of Netsmart might make sense. Perhaps such an effort would have yielded no names. But it might have. Moreover, the mere fact that some healthcare IT players had not responded to less authoritative overtures in years long-past does not mean that they might not have taken a look at Netsmart in 2006. Having embarked on the pursuit of a cash sale, it was incumbent upon the board to make a reasonable effort to maximize the return to Netsmart's investors. On the existing record, I cannot conclude that their approach to this issue is indicative of such an effort. (...) The record evidence regarding the consideration of an active search for a strategic buyer is more indicative of an after-the-fact justification for a decision already made, than of a genuine and reasonably-informed evaluation of whether a targeted search might bear fruit. For all these reasons, I believe the plaintiffs have demonstrated a reasonable probability that they will later prove that the board's failure to engage in any logical efforts to examine the universe of possible strategic buyers and to identify a select group for targeted sales overtures was unreasonable and a breach of their *Revlon* duties."⁴⁴⁴

Ik wijst ook op de volgende overwegingen van de *Supreme Court* van Delaware in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*: "The consequences of a sale of

444 Vgl. o.a. *In re Toys 'R' Us, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005): "The other key element of *Revlon* involved the intensity of the judicial review that would be applied in evaluating whether a board of directors fulfilled its obligation to seek the highest immediate value. Consistent with the intuition in *Unocal* and the facts of *Revlon* itself (...) the Supreme Court held that courts would subject directors subject to *Revlon* duties to a heightened standard of reasonableness review, rather than the laxer standard of rationality review applicable under the business judgment rule. In practical, if not immediately apparent linguistic terms, this meant that this court had more room to intervene than in a business judgment rule case and could, if it determined that the directors had acted unreasonably, issue an appropriate remedy" en *McMullin v. Beran* (Del. 2000): "In the context of an entire sale, and in the absence of an extant majority shareholder, the directors must focus on one primary objective – to secure the transaction offering the best value reasonably available for all stockholders. In pursuing that objective, the directors must be especially diligent "and they must exercise their fiduciary duties to further that end"."

HOOFDSTUK IV

control impose special obligations on the directors of a corporation. In particular, they have the obligation of acting reasonably to seek the transaction offering the best value reasonably available to the stockholders. The courts will apply enhanced scrutiny to ensure that the directors have acted reasonably. (...) In the sale of control context, the directors must focus on one primary objective – to secure the transaction offering the best value reasonably available for the stockholders – and they must exercise their fiduciary duties to further that end. (...) In pursuing this objective, the directors must be especially diligent. (...) In particular, this Court has stressed the importance of the board being adequately informed in negotiating a sale of control: “The need for adequate information is central to the enlightened evaluation of a transaction that a board must make.” (...) This requirement is consistent with the general principle that “directors have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them.” (...) Moreover, the role of outside, independent directors becomes particularly important because of the magnitude of a sale of control transaction and the possibility, in certain cases, that management may not necessarily be impartial. (...) *Barkan* teaches some of the methods by which a board can fulfill its obligation to seek the best value reasonably available to the stockholders. (...) These methods are designed to determine the existence and viability of possible alternatives. They include conducting an auction, canvassing the market, etc. Delaware law recognizes that there is “no single blueprint” that directors must follow. (...) In determining which alternative provides the best value for the stockholders, a board of directors is not limited to considering only the amount of cash involved, and is not required to ignore totally its view of the future value of a strategic alliance. (...) Instead, the directors should analyze the entire situation and evaluate in a disciplined manner the consideration being offered. Where stock or other non-cash consideration is involved, the board should try to quantify its value, if feasible, to achieve an objective comparison of the alternatives. (...) In addition, the board may assess a variety of practical considerations relating to each alternative including: [an offer’s] fairness and feasibility; the proposed or actual financing for the offer, and the consequences of that financing; questions of illegality; (...) the risk of non-consummation; (...) the bidder’s identity, prior background and other business venture experiences; and the bidder’s business plans for the corporation and their effects on stockholder interests. (...) These considerations are important because the selection of one alternative may permanently foreclose other opportunities. While the assessment of these factors may be complex, the board’s goal is straightforward: Having informed themselves of all material information reasonably available, the directors must decide which alternative is most likely to offer the best value reasonably available to the stockholders. (...) Under the facts of this case, the Paramount directors had the obligation: (a) to be diligent and vigilant in examining critically the Paramount-Viacom transaction and the QVC tender offers; (b) to act in good faith; (c) to obtain, and act with due care on, all material information reasonably available, including information necessary to compare the two offers to determine which of these transactions, or an alternative course of action, would provide the best value reasonably available to the stockholders; and (d) to negotiate actively and in good faith with both Viacom and QVC to that end. Having decided to sell control of the corporation, the Paramount directors were required to evaluate critically whether or not all material aspects of the Paramount-Viacom transaction (separately and in

the aggregate) were reasonable and in the best interests of the Paramount stockholders in light of current circumstances (...).⁴⁴⁵

Instructief is ten slotte wat de *Supreme Court* van Delaware uiteenzet in *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*⁴⁴⁶: “At a minimum, *Revlon* requires that there be the most scrupulous adherence to ordinary principles of fairness in the sense that stockholder interests are enhanced, rather than diminished, in the conduct of an auction for the sale of corporate control. This is so whether the ‘sale’ takes the form of an active auction, a management buyout, or a ‘restructuring’ (...). Under these special circumstances the duties of the board are “significantly altered.” (...) The defensive aspects of *Unocal* no longer apply. (...) The sole responsibility of the directors in such a sale is for the shareholders’ benefit. The board may not allow any impermissible influence, inconsistent with the best interests of the shareholders, to alter the strict fulfillment of these duties. (...) In the absence of self-interest, and upon meeting the enhanced duty mandated by *Unocal*, the actions of an independent board of directors in designing and conducting a corporate auction are protected by the business judgment rule. (...) Thus, like any other business decision, the board has a duty in the design and conduct of an auction to act in “the best interests of the corporation and its shareholders.” (...) However, as we recognized in *Unocal*, where issues of corporate control are at stake, there exists “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders.” (...) For that reason, an ‘enhanced duty’ must be met at the threshold before the board receives the normal protections of the business judgment rule. (...) Directors may not act out of a sole or primary desire to “perpetuate themselves in office.” (...) As we held in *Revlon*, when management of a target company determines that the company is for sale, the board’s responsibilities under the enhanced *Unocal* standards are significantly altered. Although the board’s *responsibilities* under *Unocal* are far different, the enhanced *duties* of the directors in responding to a potential shift in control, recognized in *Unocal*, remain unchanged. This principle pervades *Revlon*, and when directors conclude that an auction is appropriate, the standard by which their ensuing actions will be judged continues to be the

445 Vgl. o.a. *McMullin v. Beran* (Del. 2000): “In the absence of a majority shareholder, this Court has described some of the methods by which a board can fulfill its fiduciary obligation to *seek* the best value reasonably available to the stockholders when the *board* is engaged in the process of selling the corporation. Those methods may include conducting an auction, canvassing the market, etc. There is, however, “no single blueprint” that directors of Delaware corporations must follow” en *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989): “The board must act in a neutral manner to encourage the highest possible price for shareholders.” Redeneert de Ondernemingskamer in de richting van de *Revlon/QVC*-doctrine in Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.20 e.v.? Daarin overweegt de Ondernemingskamer onder meer dat “met het zogenaamd ‘in de etalage zetten’ althans ‘gezet worden’ van ABN AMRO het bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO Holding zich ertoe [hebben] verplicht de voor dat proces van verkoop, ten behoeve van de aandeelhouders, zo gunstig mogelijke omstandigheden te creëren en tevens zich ervan te weerhouden dat proces op enigerlei wijze te beïnvloeden, althans op een zodanige wijze dat de besluitvorming daaromtrent – zowel die ter zake van een op de aandelen in ABN AMRO Holding uit te brengen bod als die ter zake van een, al of niet in verband daarmee (mogelijk) prijsgeven van de vennootschappelijke identiteit – aan de macht van de aandeelhouders wordt onttrokken.”

446 *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

HOOFDSTUK IV

enhanced duty imposed by this Court in *Unocal*. (...) When *Revlon* duties devolve upon directors, this Court will continue to exact an enhanced judicial scrutiny at the threshold, as in *Unocal*, before the normal presumptions of the business judgment rule will apply. However, as we recognized in *Revlon*, the two part threshold test, of necessity, is slightly different. (...) We stated in *Revlon* (...), that in a sale of corporate control the responsibility of the directors is to get the highest value reasonably attainable for the shareholders. (...) Beyond that, there are no special and distinct ‘*Revlon* duties’.”⁴⁴⁷

Met name in geval van een *sale of control* wordt daarbij in aanmerking genomen het gevaar dat het bestuur primair uit zelfbehoud kiest voor een bepaald alternatief dat niet noodzakelijkerwijs in het belang is van de aandeelhouders⁴⁴⁸, en dat het voor de aandeelhouders ten aanzien van de *control premium* ‘alles of niets’ is waarbij zij zeer sterk afhankelijk zijn van het bestuur.⁴⁴⁹

Het bestuur dient dan als het ware te verworden tot een veilingmeester die de vennootschap voor de redelijkerwijs hoogst mogelijke prijs van de hand moet

447 Vgl. o.a. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986): “(...) when exercising that power in an effort to forestall a hostile takeover, the board’s actions are strictly held to the fiduciary standards outlined in *Unocal*. These standards require the directors to determine the best interests of the corporation and its stockholders, and impose an enhanced duty to abjure any action that is motivated by considerations other than a good faith concern for such interests.”

448 Vgl. o.a. *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) with the (...) emergence of a vibrant market for corporate control, came the need to address the extent to which certain corporate transactions with, or defensive reactions towards, third parties sufficiently implicate the self-interest of directors and officers as to cast doubt on their ability to pursue their corporations’ best interests with unconflicted fidelity. In other words, for the law of corporations, much of the hard thinking has been what to do about business decisions in which directors have non-stockholder interests that might bias their judgment”; *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989): “It is true that a court evaluating the propriety of a change of control or a takeover defense must be mindful of “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders””; en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “However, as we recognized in *Unocal*, where issues of corporate control are at stake, there exists “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders.” (...) Directors may not act out of a sole or primary desire to “perpetuate themselves in office”.”

449 Vgl. o.a. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994): “Because of the intended sale of control, the Paramount-Viacom transaction has economic consequences of considerable significance to the Paramount stockholders. Once control has shifted, the current Paramount stockholders will have no leverage in the future to demand another control premium. As a result, the Paramount stockholders are entitled to receive, and should receive, a control premium and/or protective devices of significant value. There being no such protective provisions in the Viacom-Paramount transaction, the Paramount directors had an obligation to take the maximum advantage of the current opportunity to realize for the stockholders the best value reasonably available. (...) Board action in the circumstances presented here is subject to enhanced scrutiny. Such scrutiny is mandated by: (a) the threatened diminution of the current stockholders’ voting power; (b) the fact that an asset belonging to public stockholders (a con-

→

doen.⁴⁵⁰ De centrale vraag binnen de *Revlon/QVC*-doctrine luidt of het bestuur daarbij, gezien vanuit zijn perspectief, rekening houdend met de economische realiteit, de risico's, de verwachtingen van dat moment en alle overige omstandigheden, per saldo redelijk in de zin van voldoende 'wenselijk'/'verstandig' – niet: foutloos, onberispelijk – heeft gehandeld.

Zoals *Chief Justice Veasey* benadrukt in *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*: “The key features of an enhanced scrutiny test are: (a) a judicial determination regarding the adequacy of the decisionmaking process employed by the directors, including the information on which the directors based their decision; and (b) a judicial examination of the reasonableness of the directors' action in light of the circumstances then existing. The directors have the burden of proving that they were adequately informed and acted reasonably. Although an enhanced scrutiny test involves a review of the reasonableness of the substantive merits of a board's actions, a court should not ignore the complexity of the directors' task in a sale of control. There are many business and financial considerations implicated in investigating and selecting the best value reasonably available. The board of directors is the corporate decisionmaking body best equipped to make these judgments. Accordingly, a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding whether the directors made a *reasonable* decision, not a *perfect* decision. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second-guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board's determination. Thus, courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, within a range of reasonableness.”

Te mooi om niet te noemen in dit verband is de volgende kanttekening van *Vice Chancellor Strine* in *In re Toys 'R' Us, Inc. Shareholder Litigation*: “I begin by noting my disagreement with the plaintiffs about the nature of players in the American M&A markets. They are not like some of us were in high school. They have no problem with rejection. The great takeover cases of the last quarter century – like *Unocal*, *QVC*, and – oh, yeah – *Revlon* – all involved bidders who were prepared, for financial advantage, to make hostile, unsolicited bids. Over the years, that willingness has not gone away. (...) Critically, in the wake of *Revlon*, Delaware courts have made clear that the enhanced judicial review *Revlon* requires is not a license for law-trained courts to second-guess reasonable, but debatable, tactical choices that directors have made in good faith. For example, the Supreme Court has held that the duty to take reasonable steps to secure the highest immediately available price does not invariably require a board to conduct an auction process or even a targeted market

trol premium) is being sold and may never be available again: and (c) the traditional concern of Delaware courts for actions which impair or impede stockholder voting rights (...)” en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

450 Vgl. o.a. *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987): “Under such circumstances the directors became auctioneers “charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.” (...) This involves duties of loyalty and care” en *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (Del. 1986): “(...) the directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.”

HOOFDSTUK IV

canvass in the first instance, emphasizing that there is ‘no single blue-print’ for fulfilling the duty to maximize value. Nor does a board’s decision to sell a company prevent it from offering bidders deal protections, so long as its decision to do so was reasonably directed to the objective of getting the highest price, and not by selfish or idiosyncratic desire by the board to tilt the playing field towards a particular bidder for reasons unrelated to the stockholders’ ability to get top dollar. Thus, this Court has been “mindful that its task [under *Revlon*] is to examine whether the directors have undertaken reasonable efforts to fulfill their obligations to secure the best available price, and not to determine whether the directors have performed flawlessly.” (...) That reasonableness inquiry does not presume that all business circumstances are identical or that there is any naturally occurring rate of deal protection, the deficit or excess of which will be less than economically optimal. Instead, that inquiry examines whether the board granting the deal protections had a reasonable basis to accede to the other side’s demand for them in negotiations. In that inquiry, the court must attempt, as far as possible, to view the question from the perspective of the directors themselves, taking into account the real world risks and prospects confronting them when they agreed to the deal protections. As *QVC* clearly states, what matters is whether the board acted reasonably based on the circumstances then facing it.”⁴⁵¹

Is sprake van één bieder en kunnen de merites van diens bod door het bestuur van de doelwitvennootschap niet goed op waarde worden geschat, dan dient hij het speelveld op deugdelijke wijze te verkennen om te bezien of een hogere opbrengst mogelijk is. Een passieve benadering zal niet snel gerechtvaardigd zijn.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*⁴⁵²: “We believe that the general principles announced in *Revlon*, in *Unocal* (...), and in *Moran* (...) govern this case and every case in which a fundamental change of corporate control occurs or is contemplated. However, the basic teaching of these precedents is simply that the directors must act in accordance with their fundamental duties of care and loyalty. (...) It is true that a court evaluating the propriety of a change of control or a takeover defense

451 Vgl. o.a. *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2007): “Not being cabined by a long set of *per se* rules, boards have great flexibility to address the particular circumstances they confront. But equitable principles, including the heightened reasonableness standard in *Revlon*, ensure that this broad discretion is not abused”; *In re Toys ‘R’ Us, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005) over “the sort of quibble that does not suffice to prove a *Revlon* claim” en: “The central purpose of *Revlon* is to ensure the fidelity of fiduciaries. It is not a license for the judiciary to set arbitrary limits on the contract terms that fiduciaries acting loyally and carefully can shape in the pursuit of their stockholders’ interest. Even less is it the purpose of *Revlon* to push the pricing of sales transactions to the outer margins (or beyond) of their social utility. (...) it is to say that *Revlon*’s purpose is not to set the judiciary loose to enjoin contractual provisions that, upon a hard look, were reasonable in view of the benefits the board obtained in the other portions of an integrated contact”; en *Yanow v. Scientific Leasing, Inc.* (Del. Ch. 1988): “The real dispute boils down to what specific methods corporate directors may use to elicit bids from potential acquirers. That issue would appear to be normally a matter of director judgment that necessarily must vary with each case.”

452 *Barkan v. Amsted Industries, Inc.* (Del. 1989).

must be mindful of “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders.” (...) Nevertheless, there is no single blueprint that a board must follow to fulfill its duties. A stereotypical approach to the sale and acquisition of corporate control is not to be expected in the face of the evolving techniques and financing devices employed in today’s corporate environment. (...) Rather, a board’s actions must be evaluated in light of relevant circumstances to determine if they were undertaken with due diligence and in good faith. If no breach of duty is found, the board’s actions are entitled to the protections of the business judgment rule. This Court has found that certain fact patterns demand certain responses from the directors. Notably, in *Revlon* we held that when several suitors are actively bidding for control of a corporation, the directors may not use defensive tactics that destroy the auction process. (...) When it becomes clear that the auction will result in a change of corporate control, the board must act in a neutral manner to encourage the highest possible price for shareholders. (...) However, *Revlon* does not demand that every change in the control of a Delaware corporation be preceded by a heated bidding contest. *Revlon* is merely one of an unbroken line of cases that seek to prevent the conflicts of interest that arise in the field of mergers and acquisitions by demanding that directors act with scrupulous concern for fairness to shareholders. When multiple bidders are competing for control, this concern for fairness forbids directors from using defensive mechanisms to thwart an auction or to favor one bidder over another. (...) When the board is considering a single offer and has no reliable grounds upon which to judge its adequacy, this concern for fairness demands a canvas of the market to determine if higher bids may be elicited. (...) When, however, the directors possess a body of reliable evidence with which to evaluate the fairness of a transaction, they may approve that transaction without conducting an active survey of the market. As the Chancellor recognized, the circumstances in which this passive approach is acceptable are limited. “A decent respect for reality forces one to admit that (...) advice [of an investment banker] is frequently a pale substitute for the dependable information that a canvas of the relevant market can provide.” (...) The need for adequate information is central to the enlightened evaluation of a transaction that a board must make. Nevertheless, there is no single method that a board must employ to acquire such information.”⁴⁵³

453 Vgl. o.a. *McMillan v. Intercargo Corp.* (Del. Ch. 2000): “The dearth of well-pled facts suggesting improper motives on the part of the Intercargo board is coupled with less than compelling allegations regarding the unreasonableness of the board’s compliance with its *Revlon* duties. Although the complaint takes issue with the board’s decision to conduct its search for a buyer through the non-public efforts of an investment banker, this is the sort of quibble that, at best, raises a due care claim under Delaware law. Whether it is wiser for a disinterested board to take a public approach to selling a company versus a more discreet approach relying upon targeted marketing by an investment bank is the sort of business strategy question Delaware courts ordinarily do not answer. This case provides no basis for an exception to that approach” en *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “Directors are not required by Delaware law to conduct an auction according to some standard formula, only that they observe the significant requirement of fairness for the purpose of enhancing general shareholder interests. That does not preclude differing treatment of bidders when necessary to advance those interests. Variables may occur which necessitate such treatment. However, the
→

HOOFDSTUK IV

Instructief is de volgende overweging van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*: ““When (...) directors possess a body of reliable evidence with which to evaluate the fairness of a transaction, they may approve that transaction without conducting an active survey of the market.” *Barkan*, 567 A.2d at 1287. The corollary to this is clear: when they do not possess reliable evidence of the market value of the *entity* as a whole, the lack of an active sales effort is strongly suggestive of a *Revlon* breach. (...) The “no single blueprint” mantra is not a one way principle. The mere fact that a technique was used in different market circumstances by another board and approved by the court does not mean that it is reasonable in other circumstances that involve very different market dynamics. Precisely because of the various problems Netsmart’s management identified as making it difficult for it to attract market attention as a micro-cap public company, an inert, implicit post-signing market check does not, on this record, suffice as a reliable way to survey interest by strategic players. Rather, to test the market for strategic buyers in a reliable fashion, one would expect a material effort at salesmanship to occur. To conclude that sales efforts are always unnecessary or meaningless would be almost un-American, given the salesoriented nature of our culture. In the case of a niche company like Netsmart, the potential utility of a sophisticated and targeted sales effort seems especially high.”

Ongelijke behandeling van persisterende bidders is toegestaan, zolang het bestuur redelijkerwijs mag aannemen dat het aandeelhoudersbelang dit verlangt en de ongelijke behandeling niet in een disproportionele (i.e. onredelijke) verhouding staat tot het aanwijsbare voordeel dat daarmee wordt behaald. In wezen wordt dan de *Unocal/Unitrin*-doctrine toegepast binnen de *Revlon/QVC*-doctrine.⁴⁵⁴

board’s primary objective, and essential purpose, must remain the enhancement of the bidding process for the benefit of the stockholders. We recognize that the conduct of a corporate auction is a complex undertaking both in its design and execution. (...) We do not intend to limit the broad negotiating authority of the directors to achieve the best price available to the stockholders. To properly secure that end may require the board to invoke a panoply of devices, and the giving or receiving of concessions that may benefit one bidder over another. (...) But when that happens, there must be a rational basis for the action such that the interests of the stockholders are manifestly the board’s paramount objective.” Zie o.a. Strine (2005), 886.

454 Vgl. o.a. *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989): “At the outset, the plaintiff must show, and the trial court must find, that the directors of the target company treated one or more of the respective bidders on unequal terms. It is only then that the two-part threshold requirement of *Unocal* is truly invoked, for in *Revlon* we held that “favoritism for a white knight to the total exclusion of a hostile bidder might be justifiable when the latter’s offer adversely affects shareholder interests, but (...) the directors cannot fulfill their enhanced *Unocal* duties by playing favorites with the contending factions.” (...) In the face of disparate treatment, the trial court must first examine whether the directors properly perceived that shareholder interests were enhanced. In any event the board’s action must be reasonable in relation to the advantage sought to be achieved, or conversely, to the threat which a particular bid allegedly poses to stockholder interests. (...) If on the basis of this enhanced *Unocal* scrutiny the trial court is satisfied that the test has been met, then the directors’ actions necessarily are entitled to the protections of the business judgment rule. The latitude a board will have in responding to differing bids will vary according to the degree of benefit or detriment to the shareholders’ gen-

→

Overigens is de commotie rond de controversiële uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, waarin slechts bij minimale meerderheid van 3 *Justices* is besloten, vooral veroorzaakt door het oordeel dat bepalingen in een fusieovereenkomst die op zichzelf niet valt binnen de *Revlon/QVC*-doctrine, en welke bepalingen kort gezegd beogen de voorgenomen transactie te ‘beschermen tegen’/bevoorstellen ten opzichte van eventuele alternatieven die opdoemen nadat het bestuur zich voor de transactie heeft uitgesproken (i.e. *deal protection devices*), door de *Unocal/Unitrin*-doctrine en niet door de *business judgment rule* worden beheerst. Hiertegen hebben *Chief Justice Veasey*⁴⁵⁵ en *Justice Steele* – inmiddels *Chief Justice* in de *Supreme Court* van Delaware – zich mede vanwege de omstandigheden van het geval hevig verzet in hun *dissenting opinions*, omdat dit zou neerkomen op een te rigide en beknellende rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag. Ook in de rechtspraak wordt *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* als uitzondering op de regel gezien dat “what matters is whether the board acted reasonably based on the circumstances then facing it.”⁴⁵⁶

Binnen de *Unocal/Unitrin*-doctrine is door de *Supreme Court* van Delaware met zoveel woorden bepaald dat onredelijk gedrag leidt tot toepassing van de *entire fairness test*.⁴⁵⁷ Een dergelijk eenduidig oordeel van de *Supreme Court* van Delaware binnen de *Revlon/QVC*-doctrine heb ik niet aangetroffen.⁴⁵⁸

eral interests that the amount or terms of the bids pose. We stated in *Revlon*, and again here, that in a sale of corporate control the responsibility of the directors is to get the highest value reasonably attainable for the shareholders. (...) Beyond that, there are no special and distinct ‘Revlon duties’. Once a finding has been made by a court that the directors have fulfilled their fundamental duties of care and loyalty under the foregoing standards, there is no further judicial inquiry into the matter” en daarover *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del. 1990): “Within the auction process, any action taken by the board must be reasonably related to the threat posed or reasonable in relation to the advantage sought (...). Thus, a *Unocal* analysis may be appropriate when a corporation is in a *Revlon* situation and *Revlon* duties may be triggered by a defensive action taken in response to a hostile offer. Since *Revlon*, we have stated that differing treatment of various bidders is not actionable when such action reasonably relates to achieving the best price available for the stockholders.”

455 Zie o.a. Veasey (2005), 1458-1462.

456 *In re Toys ‘R’ Us, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (...) represents (...) an aberrational departure from that long accepted principle.” Ik wijs ook op o.a. *Sample v. Morgan* (Del. Ch. 2007) over de “more controversial majority decision in *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (...) (Del. 2003).”

457 Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995). Zie nummer 18.b hiervoor.

458 Zo komt dit in o.a. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (Del. 1994) helemaal niet aan bod. De kritiek in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000), van de hand van *Vice Chancellor Strine*, en *Allen/Jacobs/Strine* (2001), 1309-1311 op deze systematiek richt zich alleen op de *Unocal/Unitrin*-doctrine. Zie echter *Block/Barton/Radin* (1998), 735 onder verwijzing naar onder meer *Kahn v. Caporella* (Del. Ch. 1996): “If a board’s conduct satisfies the test outlined above (de *Revlon/QVC*-doctrine, BFA), then the directors’ actions are entitled to the protection of the business judgment rule. Where the board’s conduct does not satisfy this test, the board’s conduct is evaluated pursuant to the fairness standard that governs other board conduct not protected by the business judgment rule, and the directors are required to “demonstrate that the price offered was the highest value reasonably available under the circumstances.””

HOOFDSTUK IV

Ik wijs volledigheidshalve nog op de door *Chancellor Allen* in *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*⁴⁵⁹ geïntroduceerde vorm van *enhanced scrutiny*, die wordt gehanteerd in situaties waarin het bestuur “acted for the primary purpose of thwarting the exercise of a shareholder vote.” In een dergelijk geval dient het bestuur een “compelling justification” voor zijn gedrag te verschaffen.

“It is established in our law that a board may take certain steps – such as the purchase by the corporation of its own stock – that have the effect of defeating a threatened change in corporate control, when those steps are taken advisedly, in good faith pursuit of a corporate interest, and are reasonable in relation to a threat to legitimate corporate interests posed by the proposed change in control. (...) Does this rule – that the reasonable exercise of good faith and due care generally validates, in equity, the exercise of legal authority even if the act has an entrenchment effect – apply to action designed for the primary purpose of interfering with the effectiveness of a stockholder vote? Our authorities, as well as sound principles, suggest that the central importance of the franchise to the scheme of corporate governance, requires that, in this setting, that rule not be applied and that closer scrutiny be accorded to such transaction. (...) In two recent cases dealing with shareholder votes, this court struck down board acts done for the primary purpose of impeding the exercise of stockholder voting power. In doing so, a *per se* rule was not applied. Rather, it was said that, in such a case, the board bears the heavy burden of demonstrating a compelling justification for such action. (...) In applying the teachings of these cases, I conclude that no justification has been shown that would arguably make the extraordinary step of issuance of stock for the admitted purpose of impeding the exercise of stockholder rights reasonable in light of the corporate benefit, if any, sought to be obtained. Thus, whether our law creates an unyielding prohibition to the issuance of stock for the primary purpose of depriving a controlling shareholder of control or whether, as *Unocal* suggests to my mind, such an extraordinary step might be justified in some circumstances, the issuance of the Leopold shares was, in my opinion, an unjustified and invalid corporate act.”⁴⁶⁰

459 *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* (Del. Ch. 1988). Onder verwijzing naar *Aprahamian v. HBO & Company* (Del. Ch. 1987) en *Phillips v. Insituform of North America, Inc.* (Del. Ch. 1987).

460 Vgl. o.a. *Esopus Creek Value L.P. v. Hauf* (Del. Ch. 2006); *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000): “(...) the prototypical case implicating so-called *Blasius* review involves a situation where: i) a stockholder vote or action by stockholder consent is imminent or threatened; and ii) the board purposely thwarts the opportunity for that vote or action to take place or takes steps to reverse the likely result (e.g., by reducing the voting power of a particular stockholder)”; en *State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp.* (Del. Ch. 2000): “It is clear (...) that adjournments that are specifically aimed at interfering with the results of a valid shareholder vote will bestir deep judicial suspicion.”

Deze vorm van *enhanced scrutiny* wordt sporadisch gehanteerd omdat toepassing ervan praktisch bepalend is voor de uitkomst.⁴⁶¹ Wanneer een bepaalde beschermingsmaatregel tevens de in *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.* geïntroduceerde “compelling justification” maatstaf activeert dient de rechter deze maatstaf zowel in te passen als voorop te stellen in de *Unitrin*-component van de *Unocal/Unitrin*-doctrine.⁴⁶²

22. De plussen en minnen van de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek

De binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek overziend kom ik tot de slotsom dat deze een fiks aantal sterke punten kent. Ik noem de meest in het oog springende.

Ik begin bij de rechtsfiguur die het bestuur de meeste beleidsvrijheid biedt: de *business judgment rule*. Het aantrekkelijke aan de *business judgment rule* is ten eerste, dat deze rechtsfiguur de rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een zakelijke beleidsafweging in een beperkt aantal sleutels plaatst. Kort gezegd: (1) wordt het bestuur geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang (i.e. de *duty of loyalty*)?; (2) heeft het bestuur de zakelijke beleidsafweging op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze gemaakt (i.e. de *duty of care*)?; (3) heeft het bestuur zich op subjectief *bona fide* wijze gedragen (i.e. de *duty of good faith*)? Dit leidt tot een compacte benadering, die door de jaren heen op een redelijk consistente manier is gehanteerd door de rechter. Een dergelijke compactheid lijkt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht niet haalbaar, simpelweg omdat daarin meer aspecten onderwerp van rechterlijke toetsing kunnen vormen. Daarbij valt met name te denken aan het afwegen van strijdige deelbelangen, het al dan niet honoreren van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen en het (on)gelijk behandelen van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders. Deze aspecten lijken in de vennootschapsrechtelijke uitspraken van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware een ondergeschikte, zo niet geen, rol te spelen bij rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een zakelijke beleidsafweging.⁴⁶³ Het aantrekkelijke aan de *business judgment rule* is ten tweede, dat deze rechtsfiguur een bestuur

461 Vgl. o.a. *Chesapeake Corp. v. Shore* (Del. Ch. 2000) onder verwijzing naar *Williams v. Geier* (Del. 1996): “In the wake of *Blasius*, Delaware courts have struggled with how broadly that case should be applied. In retrospect, this difficulty might have been anticipated. Because the test is so exacting (...) whether it applies comes close to being outcome-determinative in and of itself. Therefore, in a moment of rather remarkable candor, the Delaware Supreme Court stated: the *Blasius* “burden of demonstrating a ‘compelling justification’ is quite onerous, and is therefore applied rarely.” Ik wijs ook op o.a. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003) over de “non-deferential *Blasius* standard of enhanced review.”

462 Vgl. o.a. *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (Del. 2003) en *Stroud v. Grace* (Del. 1992).

463 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 559.

HOOFDSTUK IV

zonder substantieel tegenstrijdig belang dat zich op het eerste gezicht subjectief *bona fide* gedragen heeft in zowel voorbereidend als inhoudelijk opzicht een royale mate van beleidsvrijheid toekent en daarbij duidelijk voorschrijft welke toetsingsnormen de rechter dient te hanteren: grove nalatigheid/irrationaliteit (i.e. *duty of care*) respectievelijk de afwezigheid van subjectieve goede trouw vanwege het ontbreken van – kort gezegd – ieder rationeel zakelijk doel (i.e. *duty of good faith*). Het aantrekkelijke van de *business judgment rule* is ten derde, dat deze rechtsfiguur de stel- en bewijsplicht in beginsel op de eisende partij – vaak één of meer aandeelhouders in een afgeleide actie – doet rusten zodat het bestuur geen beroep hoeft te doen op de beschermende werking van de *business judgment rule*.

Weet de eisende partij niet aannemelijk te maken dat het bestuur geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang, dan wordt het buitengewoon lastig om de *business judgment rule* opzij te zetten. Het met de voorbereiding en de inhoud van de zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag wordt dan in verregaande mate beschermd. In de rechtspraak is de afwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang wel als voorwaarde betiteld voor de vergaande bescherming die deze rechtsfiguur het ondernemende bestuur biedt.

Instructief zijn de volgende overwegingen van de *Court of Chancery* van Delaware in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*⁴⁶⁴: “(...) I first note that this action constitutes an attack upon a decision made by an apparently disinterested board in the exercise of its statutory power to manage the business and affairs of the corporation. That being apparently the case, the appropriate format or structure for judicial review of the action under attack would be provided by the business judgment rule (...). The business judgment form of judicial review encompasses three elements: a threshold review of the objective financial interests of the board whose decision is under attack (i.e., independence) (i.e. *duty of loyalty*, BFA), a review of the board’s subjective motivation (i.e., good faith) (i.e. *duty of good faith*, BFA), and an objective review of the process by which it reached the decision under review (i.e., due care) (i.e. *duty of care*, BFA). (...) The first of these factors is, of course, a condition to the use of the business judgment form of review (...). Each of the second two elements of the rule reflects one of the two theoretically possible bases for director liability in a disinterested transaction. If each is satisfied (...), then there is, in my opinion, no basis to issue an injunction or to impose liability” en in *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*⁴⁶⁵: “Stated generally, the business judgment rule provides that a decision made by an independent board (i.e. *duty of loyalty*, BFA) will not give rise to liability (nor will it be the proper subject of equitable remedies) if it is made in good faith (i.e. *duty of good faith*, BFA) and in the exercise of due care (i.e. *duty of care*, BFA). This means that ordinarily the policy of the rule prevents substantive review of the merits of a business decision made in good faith and with due care. (...) A court may, however, review the substance of a business decision made by an *apparently* well motivated board for the limited

464 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1989).

465 *In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 1988).

purpose of assessing whether that decision is so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any ground other than bad faith.”⁴⁶⁶

Opmerking verdient dat *Chancellor Allen* hier geen rekening heeft kunnen houden met de in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*⁴⁶⁷ door de *Supreme Court* van Delaware geïntroduceerde systematiek dat schending van de *duty of loyalty*, de *duty of care* en/of de *duty of good faith* leidt tot toepassing van de *entire fairness test*.

Dit doet recht aan de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

Dan de rechtsfiguur die het bestuur de minste beleidsvrijheid biedt: de *entire fairness test*. Wordt het bestuur geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang en kiest hij ervoor toch de zakelijke beleidsafweging te maken, dan weet het bestuur dat zijn gedrag in zowel voorbereidend als inhoudelijk opzicht ter bescherming van de vennootschap kritisch wordt gezien en door de rechter binnen de *entire fairness test* onder een vergrootglas wordt gelegd. Het gaat dan niet zozeer om bescherming van het ondernemende bestuur, als wel om bescherming van de vennootschap tegen belangenvermenging in haar nadeel. Daarbij rust de stel- en bewijsplicht omtrent de volledige billijkheid jegens de vennootschap van de aangevallen transactie in beginsel op het bestuur. De contouren van de *entire fairness test* zijn reeds in vele uitspraken geschetst. Maar het bestuur weet ook dat als hij adequate goedkeuring van de aandeelhouders verkrijgt, doorgaans de *business judgment rule* en niet de *entire fairness test* van toepassing is. Het aantrek-

466 Vgl. o.a. *Oliver v. Boston University* (Del. Ch. 2006): “If the directors are on notice of potential derivative claims, a decision by the directors as to the value of derivative claims, as with other business decisions made by the directors, would fall under the business judgment rule, unless the presumption of that doctrine is rebutted. The business judgment rule is “a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, (...) and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” “[G]ood faith and the absence of self-dealing are threshold requirements for invoking the rule””; *State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett* (Del. Ch. 2000): “Unless this presumption is sufficiently rebutted, raising a reasonable doubt about self-interest or independence, the Court must defer to the discretion of the board and acknowledge that their decisions are entitled to the protection of the business judgment rule”; *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993): “The presumption initially attaches to a director-approved transaction within a board’s conferred or apparent authority in the absence of any evidence of “fraud, bad faith, or self-dealing in the usual sense of personal profit or betterment””; en *Grobow v. Perot* (Del. 1988): “As previously noted, the business judgment rule is but a presumption that directors making a business decision, not involving self-interest, act on an informed basis, in good faith and in the honest belief that their actions are in the corporation’s best interest. (...) Thus, good faith and the absence of self-dealing are threshold requirements for invoking the rule.” Vgl. in de context van *demand excused* en *demand wrongfully refused* o.a. *Levine v. Smith* (Del. 1991): “(...) the trial court reviews the board’s decision only for compliance with the traditional business judgment rule. The only relevant question is whether the directors acted in an informed manner and with due care, in a good faith belief that their action was in the best interest of the corporation.”

467 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993).

kelijke van deze benadering is dat daardoor de aandeelhouders – voor zover praktisch mogelijk⁴⁶⁸ – eerder zullen worden betrokken bij de besluitvorming, wat vanuit *corporate governance* oogpunt wenselijk is, terwijl dan minder wordt geveerd van de rechter die slechts de *business judgment rule* hoeft te hanteren. Deze benadering, die het Nederlandse vennootschapsrecht niet kent, snijdt hout.

Het aardige van het vennootschapsrecht van Delaware is verder dat het oog heeft voor de uitzonderingsgevallen waarin toepassing van de *business judgment rule* niet in de rede ligt, maar hantering van de *entire fairness test* onwenselijk voorkomt en daarop een correctie dient plaats te vinden. De *enhanced scrutiny test*, die in de kern een brede redelijkheidstoets behelst en op de feitelijke context is toegesneden, geeft het bestuur voorzienbaar een zekere mate van beleidsvrijheid en de rechter een zekere mate van toetsingsvrijheid. Ook de contouren van de *enhanced scrutiny test* zijn reeds in vele uitspraken geschetst. Hier valt een parallel te trekken met het Nederlandse vennootschapsrecht, waarbinnen de ‘marginale’ redelijkheidstoets traditioneel toepassing vindt bij rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in gevallen waarin de rechter een zekere mate van bestuurlijke beleidsvrijheid dient te respecteren.

Eén aspect kenmerkt vennootschapsrechtelijke uitspraken van de *Supreme Court* en de *Court of Chancery* van Delaware in bredere zin. De systematiek van de toepasselijke rechterlijke toets(en) wordt daarin telkens vrij scherp uit de doeken gedaan voordat de rechter met de analyse van de zaak begint, doorgaans onder verwijzing naar uitspraken waarin soortgelijke vragen speelden. Dit geeft een zekere helderheid en consistentie aan de rechtspraak, die mij aantrekkelijk voorkomt. In bijvoorbeeld enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer is dit wat minder het geval, niet in de laatste plaats omdat de specifieke sleutels waarin de Ondernemingskamer het bestuurlijk gedrag dient te toetsen minder duidelijk zijn vormgegeven dan de sleutels waarin de *Court of Chancery* van Delaware het bestuurlijk gedrag dient te toetsen.

Toch vallen ook kanttekeningen te plaatsen bij de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde systematiek. Ik noem er vier. De eerste kanttekening is van algemene aard en ziet op het onderscheid tussen de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm. De overige drie zijn kritischer van aard en raken aan de invulling van en de verhouding tussen de verschillende toetsingsnormen.

22.a. *Een kanttekening bij het onderscheid tussen de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm*

Het onderscheid tussen de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm dat binnen het vennootschapsrecht in de Verenigde Staten doorgaans wel wordt gemaakt, en waarbij zoals hiervoor uiteengezet met name kan worden

468 Ik erken dat dit bij met name beursvennootschappen op praktische bezwaren kan stuiten. Dit doet niet af aan de wenselijkheid van het betrekken van de aandeelhouders bij transacties waarin het bestuur geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang.

gedacht aan de *duty of care*, is met name ontwikkeld door Eisenberg, die voortborduurde op het werk van Dan-Cohen.⁴⁶⁹

Dan-Cohen illustreert zijn betoog aan de hand van een imaginaire wereld van “acoustic separation” tussen degenen aan wie de gedragsnormen gericht zijn, door Dan-Cohen “conduct rules” genoemd, en degenen aan wie de toetsingsnormen gericht zijn, door Dan-Cohen “decision rules” genoemd. Beide groepen bevinden zich in “a different, acoustically sealed chamber”, waardoor beide groepen alleen de voor hunzelf bedoelde “rules” kunnen horen. Dit betekent dat beide groepen niet beïnvloed kunnen worden door de voor de andere groep geldende “rules.” Deze gedachte sluit aan bij de wens dat het ondernemende bestuur zich telkens richt op het voldoen aan de op hem rustende fiduciaire plichten, maar dat de rechter tegelijkertijd aan de hand van specifieke beslissingsregels het gedrag van het bestuur toetst. Dit resulteert op papier in het beste van beide werelden.

Daarbij teken ik aan dat daarvan alleen sprake kan zijn als het bestuur zich er wel van bewust is dat de door hem in acht te nemen gedragsnorm in beginsel niet dezelfde is als de door de rechter in acht te nemen toetsingsnorm. Anders werkt een dergelijk handvat voor het ondernemende bestuur juist onnodig risicomijgend. Dat is niet de bedoeling.

In werkelijkheid bestaat een dergelijke ‘akoestische scheiding’ natuurlijk niet. Dit is een theoretisch fenomeen. Een praktische kanttekening die dan ook kan worden gemaakt bij dit op zichzelf verhelderende onderscheid tussen bestuurlijke gedragsnorm en rechterlijke toetsingsnorm is dat het bestuur in de regel bekend zal zijn met de door de rechter gehanteerde toetsingsnorm en zich wellicht eerder zal richten op het simpelweg voldoen daaraan, dan aan de ‘zwaardere’ en meer aspiratieve gedragsnorm. Dit laatste vereist immers meer inspanning. Verwordt de bestuurlijke gedragsnorm zo niet tot een dode letter?

De daarvoor in de literatuur aangedragen oplossing is dat de rechterlijke toetsingsnorm een zekere mate van algemeenheid moet houden, zodat het bestuur niet bij voorbaat heel precies weet waar de grens van het (on)toelaatbare in ieder concreet geval ligt.⁴⁷⁰ Ik zou menen dat dit reeds goeddeels wordt veroorzaakt doordat ieder geval en de toepassing van de toetsingsnorm daarbinnen sterk wordt

469 Eisenberg (1993), 437 e.v. en Dan-Cohen (1984), 625 e.v. Zie o.a. Veasey (2005), 1416, 1420: “The standards of review determine whether a director may be held liable or a transaction set aside when the standards of conduct are not met”; Eisenberg (2005), 539: “A *standard of conduct* states how an actor should conduct a given activity or play a given role. A *standard of review* states the test a court should apply when it reviews an actor’s conduct to determine whether to impose liability or grant injunctive relief”; Veasey (2003), 2: “(...) we must distinguish between standards of conduct of directors and standards of review (or liability) for failure to meet the standards of conduct. The two are not always coextensive”; en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1295: “A judicial standard of review is a value-laden analytical instrument that reflects fundamental policy judgments. In corporate law, a judicial standard of review is a verbal expression that describes the task a court performs in determining whether action by corporate directors violated their fiduciary duty.”

470 Zie o.a. Veasey (2005), 1416; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1294; Smith (1999), 1206; en Allen (1997), 895.

HOOFDSTUK IV

gekleurd door de omstandigheden van het geval.⁴⁷¹ Eerder besliste gevallen kunnen daarom voor het bestuur en zijn – juridische – adviseurs doorgaans simpelweg niet in afdoende mate als houvast dienen. Daarbij past de gedachte dat door de omvang van de jurisprudentie in deze context bestuurders het overzicht over eerder besliste gevallen – en daarmee de exacte grenzen van het in die gevallen vastgestelde (on)toelaatbare – verliezen.⁴⁷² Hetzelfde geldt voor het gegeven dat naarmate rechterlijke toetsingsnormen sterker technisch juridisch gedefinieerd zijn, deze doorgaans minder beklijven bij bestuurders die in de regel geen jurist zijn en die juist in complexe situaties en onder tijdsdruk op basis van beperkte informatie zakelijke beleidsafwegingen moeten maken.

Een mooi dwarsverband vormt hetgeen Drion opmerkt over het nut en de betekenis van het onderscheid dat binnen het Nederlandse privaatrecht kan worden gemaakt in de verschillende functies van rechtsregels.⁴⁷³

“Een eerste betekenis van dit onderscheid kan dáárin liggen dat de invloed van rechtsregels op de samenleving verschilt al naar het gaat om regels met primair een regulatieve (...) functie dan wel om regels met primair een beslissingsfunctie. Hoewel ook binnen de regulatieve regels (...) ongetwijfeld een grote variatie bestaat in het effect van nieuwe rechtsregels op het gedrag van de deelnemers aan de samenleving (...) lijkt het me duidelijk dat de gedragsbeïnvloeding door beslissingsregels in het algemeen veel zwakker, onzekerder en vertraagder zal zijn. Men kan in het algemeen zeggen dat de meeste beslissingsregels – het ‘juristenrecht’ – van beperkt belang zijn voor de samenleving. (...) Privaatrechtelijke beslissingsregels dringen slechts in de samenleving door via rechterlijke beslissingen of te verwachten beslissingen. Dat is meestal een zwakke echo die bijna alleen door juristen wordt opgevangen, of door die sectoren van de samenleving waar juristen invloed uitoefenen op het gedrag van de groep. De maatschappelijke betekenis van rechtsregels en rechtsbeslissingen, voor zover die tot de beslissingsregels, tot het juristenrecht behoren, wordt door juristen veelal schromelijk overschat, en dat juist als zij die illusie hebben ‘realistisch’ te denken. Dat maakt dit deel van het recht niet onbelangrijk, maar het begrenst dat belang wel sterker tot het gebied waarvoor deze regels primair geschreven zijn: het gebied van de rechterlijke beslissingen.”⁴⁷⁴

Ik laat ook Eisenberg aan het woord: “(...) as a practical matter complex legal messages are likely to be unavailable to such actors, in the sense that such messages will tend to be either not heard, not understood, or not internalized. Accordingly, the legal messages that are primarily directed to such actors – that is, standards of conduct – should be simple, so that they can be effectively communicated, and to the extent possible should reflect social norms of upright business behavior that directors and officers can be expected to know even if they do not know the law.”⁴⁷⁵

471 Zie o.a. Veasey (2005), 1412.

472 Zie o.a. Dan-Cohen (1984), 640.

473 Drion (1973), 59-60.

474 Zie o.a. Van Daal (2005), 30.

475 Eisenberg (1993), 466. Zie o.a. Kroeze (2005), 16-17 over de werking van art. 2:9 BW en de vage persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’.

Het loont dan om als richtlijn vast te blijven houden aan de bestuurlijke gedragsnorm. Rechters kunnen dit proces bevorderen door in hun uitspraken consequent de nadruk te leggen op het belang van het voldoen aan de bestuurlijke gedragsnorm en de contouren daarvan systematisch te blijven schetsen.⁴⁷⁶ Mijn indruk is dat dit in Delaware in sterke mate geschiedt.⁴⁷⁷

Daaraan valt mijns inziens nog toe te voegen dat van het bestuur onder meer wordt verlangd dat hij op een subjectief *bona fide* wijze zijn taakopdracht jegens de vennootschap vervult: hij dient oprecht zijn best te doen, ook waar het gaat om het voldoen aan de *duty of care*.⁴⁷⁸ Dit staat mijns inziens aan de hier gevreesde laksheid voor een niet onbelangrijk deel in de weg. Daarbij komt dat menig bestuurder zich waarschijnlijk niet heel prettig zal voelen bij het telkens opzoeken van en laveren langs bijvoorbeeld de persoonlijke aansprakelijkheidsgrenzen, door de rechterlijke toetsingsnorm in plaats van de veiliger bestuurlijke gedragsnorm als richtsnoer voor zijn gedrag te nemen.⁴⁷⁹ Dit is nogal riskant. Het is denk ik niet erg aannemelijk dat het vooruitzicht om zelf als normschender het voorbeeld voor anderen te worden van hoe het niet moet een heel aantrekkelijke is voor bestuurders.⁴⁸⁰ Van belang is daarbij ook dat bestuurlijk gedrag mede kan worden gestuurd door bijvoorbeeld het willen vermijden van kritiek door personen in soortgelijke posities en het geïnternaliseerde verlangen zo goed mogelijk 'je best' te willen doen.⁴⁸¹

22.b. *Een kanttekening bij de duty of loyalty component van de business judgment rule*

In *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* overweegt de *Supreme Court* van Delaware dat de *entire fairness test* onder meer kan worden geactiveerd door aan te tonen dat het bestuur de *duty of loyalty* heeft geschonden.⁴⁸²

“The rule posits a powerful presumption in favor of actions taken by the directors in that a decision made by a loyal and informed board will not be overturned by the courts unless it cannot be “attributed to any rational business purpose.” (...) Thus, a shareholder plaintiff challenging a board decision has the burden at the outset to rebut the rule’s presumption. (...) To rebut the rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached any one of the triads of their fiduciary duty [sic] – good faith, loyalty or due care. (...) If the rule is rebutted, the burden

476 Zie o.a. Eisenberg (1993), 464.

477 Zie o.a. Veasey (2005), 1404; Strine (2005), 904; Eisenberg (1999), 1270; en Rock (1997), 1016.

478 Zie o.a. Veasey (2005), 1413.

479 Zie o.a. Eisenberg (1993), 464.

480 Zie over de voorbeeldfunctie van het aansprakelijkheidsrecht o.a. Kroeze (2005), 2 en Allen/Jacobs/Strine (2002), 460.

481 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.f.

482 Zie nummer 18.a hiervoor.

HOOFDSTUK IV

shifts to the defendant directors, the proponents of the challenged transaction, to prove to the trier of fact the ‘entire fairness’ of the transaction to the shareholder plaintiff. (...) To disqualify a director, for rule rebuttal purposes, there must be evidence of disloyalty.”

Nadien wordt dit zo ingevuld dat sprake moet zijn van een substantieel tegenstrijdig belang waardoor het bestuur wordt geraakt, zodat het vermoeden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap gerechtvaardigd is, waarbij door de eisende partij – vaak één of meer aandeelhouders in een afgeleide actie – enige feiten moeten worden gesteld die erop duiden dat van *entire fairness* geen sprake is (ervan uitgaande dat geen sprake is van adequate aandeelhoudersgoedkeuring).⁴⁸³ De *entire fairness test* dient er dan toe om te bezien of het niet-neutrale bestuur zich jegens de vennootschap wel volledig billijk heeft gedragen (en van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap dus geen sprake is, ondanks het substantieel tegenstrijdig belang), waarbij de stel- en bewijsplicht op het bestuur rust.⁴⁸⁴

Ik vraag me in dat licht af of ‘schending van de *duty of loyalty*’ in de fase van de *business judgment rule* niet een onzuivere (dis)kwalificatie is, omdat de *entire fairness test* er nu juist toe dient om te bezien óf de *duty of loyalty* geschonden is (vanwege belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap). Dat is de portee van deze toetsingsnorm. Het valt niet goed met elkaar te rijmen dat de rechter in de fase van de *entire fairness test* kan oordelen dat van volledig billijk gedrag sprake is, terwijl hij in de daaraan voorafgaande fase van de *business judgment rule* al geoordeeld heeft dat de *duty of loyalty* geschonden is.

Ik wijs ter illustratie op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Solash v. The Telex Corporation*⁴⁸⁵: “Without intending to necessarily cover every case, it is possible to say broadly that the duty of loyalty is transgressed when a corporate fiduciary, whether director, officer or controlling shareholder, uses his or her corporate office or, in the case of a controlling shareholder, control over corporate machinery, to promote, advance or effectuate a transaction between the corporation and such person (or an entity in which the fiduciary has a substantial economic interest, directly or indirectly) and that transaction is not substantively fair to the corporation. That is, breach of loyalty cases inevitably involve conflicting economic or other interests, even if only in the somewhat diluted form present in every ‘entrenchment’ case.”⁴⁸⁶

483 Zie nummer 19.a. hiervoor.

484 Vgl. o.a. *Telxon Corp. v. Meyerson* (Del. 2002): “Like any other interested transaction, directorial self-compensation decisions lie outside the business judgment rule’s presumptive protection, so that, where properly challenged, the receipt of self-determined benefits is subject to an affirmative showing that the compensation arrangements are fair to the corporation” en *John Hancock Capital Growth Management, Inc. v. Aris Corp.* (Del. Ch. 1990).

485 *Solash v. The Telex Corporation* (Del. Ch. 1988).

486 Als voor activering van de *entire fairness test* daadwerkelijke schending van de *duty of loyalty* vereist zou zijn, zou het paard dan ook achter de wagen worden gespannen.

Wat van de eiser in de fase van de *business judgment rule* in wezen wordt verwacht is toch dat hij aantoont dat het bestuur geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang, waaraan – gelet op de werking van de menselijke geest – het vermoeden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap kleeft, en daarbij gemotiveerd stelt dat het bestuur zich niet volledig billijk jegens de vennootschap heeft gedragen.

Zoals de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *Perlegos v. Atmel Corporation*⁴⁸⁷: “Under our case law, the indicia of conflict may include whether a director has engaged in self-dealing, acted primarily in his own interests, appeared on both sides of a transaction, or received a substantial personal financial benefit. Regardless of form, the effect is the same: a director is conflicted because he is disabled from serving with the loyalty that his position requires. Thus, what guides this Court is not simply an invocation that a director is conflicted, but a finding that the director labors under a debilitating, disabling conflict. (...) Directors are not conflicted simply because they have the potential to be conflicted; they are conflicted because their loyalties are divided in such a way that they are unable to serve in the best interests of the corporation. Thus, to declare a director to have a disabling, disqualifying conflict of interest requires a finding that the nature of the director interest is ‘substantial’ or ‘material’, but not ‘merely incidental’ or, in this case, ‘potential’” en in *In re LNR Property Corp. Shareholders Litigation*⁴⁸⁸: “A well settled precept of Delaware corporate law is that a fiduciary is considered interested where he or she will receive a personal financial benefit from a transaction that is not equally shared by the stockholders. This is founded on the belief that a fiduciary cannot be expected to exercise his or her independent business judgment without being influenced by the personal benefits resulting from the transaction. “The rule that requires an undivided and unselfish loyalty to the corporation demands that there shall be no conflict between duty and self-interest. (...) the court adheres to a more exacting entire fairness standard of judicial review (...), premised on the inapplicability of the business judgment rule “where self-interest may have colored directors’ actions”.”⁴⁸⁹

Zou het dan niet zuiverder zijn de mogelijke (dis)kwalificatie ‘strijd met de *duty of loyalty*’ te reserveren voor de fase van de *entire fairness test* als daaruit blijkt van ontoelaatbare belangenvermenging? De *business judgment rule* wordt dan buiten werking gesteld “where self-interest may have colored directors’ actions.”⁴⁹⁰

487 *Perlegos v. Atmel Corporation* (Del. Ch. 2007).

488 *In re LNR Property Corp. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005).

489 Vgl. o.a. *Beam v. Stewart* (Del. 2004): “A director’s interest may be shown by demonstrating a potential personal benefit or detriment to the director as a result of the decision. “In such circumstances, a director cannot be expected to exercise his or her independent business judgment without being influenced by the (...) personal consequences resulting from the decision.”

490 *Thorpe v. CERBCO, Inc.* (Del. 1996).

HOOFDSTUK IV

Wellicht heeft de *Supreme Court* van Delaware in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* willen streven naar een brede symmetrische werkmethode waarin de op het bestuur rustende fiduciaire plichten worden gekoppeld aan de *business judgment rule*, welke rechtsfiguur vervolgens weer is verbonden met de *entire fairness test*, en kan de gehanteerde terminologie daardoor worden verklaard: bij gebleken schending door het bestuur van een fiduciaire plicht, ongeacht welke, ten aanzien waarvan de stel- en bewijsplicht op de eiser rust, wordt de *business judgment rule* opzij gezet en is de *entire fairness test* van toepassing.⁴⁹¹ Dan rust de stel- en bewijsplicht op het bestuur. Dit verheft in zekere zin vorm (i.e. ‘schending’ van de *duty of loyalty* leidt tot toepassing van de *entire fairness test*) boven inhoud (i.e. welbeschouwd dient de *entire fairness test* ertoe om vast te stellen óf de *duty of loyalty* geschonden is).⁴⁹²

Dit uitgangspunt strookt met de overweging van de *Supreme Court* van Delaware in onder meer *Oberly v. Kirby*⁴⁹³ dat “interested transactions are not inherently wrong.”

“The fact that some interested transactions are permitted under our corporate law demonstrates that they are not inherently detrimental to a corporation. As long as a given transaction is fair to the corporation, and no confidential relationship betrayed, it may not matter that certain corporate officers will profit as the result of it.” Dit verhoudt zich ook beter met de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Stegemeier v. Magness*⁴⁹⁴: “The principles of trust law (...) impose a higher standard. Under trust law, self-dealing occurs when the fiduciary has a “personal interest in the subject transaction of such a substantial nature that it *might* have affected his judgment in material connection.” (...) The premise that the fiduciary duty of loyalty is more relaxed in corporate law was recognized in Delaware as early as 1911.”⁴⁹⁵

Ik wijs ook op de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware inzake *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*⁴⁹⁶: “The duty of loyalty of a trustee (...) developed differently than that of a corporate director. Traditionally a trustee could not enter self-dealing transactions, even if the transaction was in all other respects, fair. Modernly at least, corporate directors

491 Vgl. o.a. *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2005): “The business judgment rule is a presumption that a board of directors, “acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action was taken in the best interests of the company.” A plaintiff generally rebuts the business judgment rule by alleging (and then demonstrating at trial) a breach of fiduciary duty” en *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995): “From a procedural perspective, the breach of any *one* of the board’s fiduciary duties is enough to shift the burden of proof to the board to demonstrate entire fairness.”

492 Zie buiten Delaware o.a. *Justice Cardozo in Jacobs & Young, Inc. v. Kent* (N.Y. 1921): “Those who think more of symmetry and logic in the development of legal rules than of practical adoption by the attainment of a just result remain troubled by a classification where lines of division are so wavering and blurred.”

493 *Oberly v. Kirby* (Del. 1991).

494 *Stegemeier v. Magness* (Del. 1999).

495 Vgl. o.a. reeds *Guth v. Loft* (Del. 1939). Zie o.a. Quillen (1986), 490-491.

496 *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. Ch. 1994).

may negotiate transactions with respect to which they ‘stand on both sides’ if the terms of the deal, and the process by which it was negotiated are entirely fair. (...) This reflects a significant difference in the expectations of the parties to these two relationships. A trusteeship from its inception has been imbued with a moral element; it is considered fundamental that trustees avoid even the appearance of dishonesty or disloyalty to maintain the integrity of this institution. The essence of the director-shareholder relationship while not devoid of moral overtones is more firmly grounded in economics: shareholders expect, and directors are required to avoid only those self-interested actions which come at the expense of the corporate or its shareholders.”

Dat zijn dergelijke transacties eigenlijk toch pas wanneer *vaststaat* dat het bestuur per saldo niet het belang van de vennootschap behartigt maar het vennootschapsvreemde, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopende, belang: wanneer de *duty of loyalty* daadwerkelijk geschonden moet worden geacht.⁴⁹⁷

22.c. *Een kanttekening bij de verbondenheid van de business judgment rule met de entire fairness test*

Schending van de *duty of care* leidt tot een toetsing aan *entire fairness*. Dit volgt voor het eerst expliciet uit de uitspraak van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* Dit mechanisme is niet vanzelfsprekend, omdat de *entire fairness test* traditioneel wordt toegepast binnen de tegenstrijdig belang problematiek om vast te stellen of sprake is van strijd met de *duty of loyalty*.

Zoals de *Supreme Court* van Delaware overweegt in *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*⁴⁹⁸: “(...) the record does not support a conclusion that the directors appeared on both sides of the transaction, or that they derived any personal financial benefit from it which did not devolve upon the corporation and the shareholders generally. (...) Thus, we do not start with an intrinsic fairness analysis.” Instructief is hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *Van de Walle v. Unimation, Inc.*⁴⁹⁹: “The rationale for employing the intrinsic fairness standard is that where corporate fiduciaries, because of a conflict, are disabled from safeguarding the interests of the stockholders to whom they owe a duty, the Court will furnish compensatory safeguards by imposing upon the fiduciaries an exacting burden of establishing the utmost propriety and fairness of their actions.”

497 Vgl. o.a. *Malpiede v. Townson* (Del. 2001) over een “*prima facie* case of a loyalty violation” en *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 1998): “(...) where a shareholder proves that the board approved a transaction in which directors or the corporation’s officers stood on both sides of the deal, thereby calling into doubt the satisfaction of the duty of loyalty, the presumption of the business judgment rule is rebutted. This Court will acknowledge the potential breach of the duty of loyalty by subjecting the underlying transaction to the scrutiny of the exacting – but not outcome-determinative – entire fairness standard of review.” Zie o.a. Johnson (2000), 645.

498 *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.* (Del. 1987).

499 *Van de Walle v. Unimation, Inc.* (Del. Ch. 1991).

HOOFDSTUK IV

In de literatuur is dan ook gesignaleerd dat voorafgaand aan *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* dit mechanisme niet erg voor de hand lag.⁵⁰⁰

De vennootschapsrechtelijke jurisprudentie van de *Supreme Court* van Delaware biedt wel aanknopingspunten om te kunnen concluderen dat bij schending van de *duty of care* de rechter een voor het bestuur strengere inhoudelijke toets aanlegt, althans mag aanleggen.

Ik wijs op de uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware inzake *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.*⁵⁰¹: “We have held that when a court reviews a board action, challenged as a breach of duty, it should decline to evaluate the wisdom and merits of a business decision unless sufficient facts are alleged with particularity, or the record otherwise demonstrates, that the decision was not the product of an informed, disinterested, and independent board”; *Grobow v. Perot*⁵⁰²: “Unless the presumption of the business judgment rule is overcome by the pleadings, questions of fairness play no part in the analysis. (...) Fairness becomes an issue only if the presumption of the business judgment rule is defeated”; *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁵⁰³: “(...) the board’s action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rule. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors’ decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment

500 Zie o.a. Veasey (2005), 1426: “Indeed, before the *Cede* decision entire fairness had not seemed to be the most fitting vehicle for addressing a breach of the duty of care. Entire fairness, which incorporates elements of fair dealing and fair price, is traditionally tied to situations involving self-dealing – in other words, *loyalty* cases”; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1301-1303: “(...) claimed breaches of the duty of care were essentially subjected to traditional tort analysis, *i.e.*, whether the duty was violated, and if so, whether the violation caused harm to the corporation or the shareholders, and the burden of proof fell upon the plaintiff. If a violation of duty and resulting harm were shown, then the directors would be found liable. Claimed breaches of the duty of loyalty, on the other hand, were reviewed under a far more exacting standard – entire fairness. (...) in conflict transactions that implicate the directors’ duty of loyalty, the court engages in the most searching review of the substance of the board’s decision, and in close cases it resolves the doubt against the directors. *Cede II* changed this clear demarcation of the standards by which duty of care and duty of loyalty claims are reviewed, to the surprise of corporate practitioners and scholars alike. (...) The *Cede II* court cited no precedent, nor offered any explanation, for why on policy grounds duty of care claims should receive the same searching substantive review that traditionally is reserved for duty of loyalty claims. We submit that no reason in law or policy justifies that linkage”; Roth (2000), 161; en Johnson (1999), 799, 801: “(...) none of the authority cited (...) supports the novel proposition that, in a duty of care case, a director must carry the burden of proving the entire fairness of a challenged transaction. The court is far too careless and cavalier about this vital point. (...) Director carelessness does not doctrinally, logically, or policy-wise, necessitate that a burden of proof shift to the defendants accompanied by close judicial scrutiny of the quality or merits of a business decision. This remains true even if the protective presumptions of the business judgment rule are overcome. With or without the rule, the case remains one of director carelessness, not disloyalty.”

501 *Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc.* (Del. 1989).

502 *Grobow v. Perot* (Del. 1988).

503 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

for that of the board”]; en *Aronson v. Lewis*⁵⁰⁴ waarin niet alleen wordt overwogen dat de bescherming van de *business judgment rule* “can only be claimed by disinterested directors whose conduct otherwise meets the tests of business judgment” maar ook dat “to invoke the rule’s protection directors have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties.”⁵⁰⁵ Hieruit leidt de *Court of Chancery* van Delaware het volgende af in *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.*⁵⁰⁶: “(...) neither a board’s failure to become adequately informed nor its failure to apply a *Unocal* analysis, where such an approach is required, will automatically invalidate the corporate transaction. Under either circumstance, the business judgment rule will not be applied and the transaction at issue will be scrutinized to determine whether it is entirely fair.”

Ondanks het geconstateerde grof nalatige/irrationele bestuurlijk gedrag kan de bestuurlijke handelwijze dan in zijn totaliteit mogelijk toch nog door de beugel van de *entire fairness test*⁵⁰⁷, maar het is aan het neutrale bestuur om aan te tonen “not only that the lapse caused no injury, but also that the transaction was entirely fair both as to process and price.”⁵⁰⁸ Op dit mechanisme, waarin de *entire fairness test* ongeacht de aard van het aangevallen bestuurlijk gedrag het uiteindelijke *pièce de resistance* vormt van de rechterlijke toetsing (mits adequate aandeelhoudersgoedkeuring niet tot een andere uitkomst leidt), is stevige en mijns inziens overtuigende kritiek geleverd in de literatuur.⁵⁰⁹ Dit is een minder sterk punt van de wijze waarop binnen het vennootschapsrecht van Delaware de rechter het bestuurlijk gedrag dient te toetsen.⁵¹⁰ Opmerkelijk is dat de *Supreme Court* van Delaware nooit enige onderbouwing heeft gegeven voor de hantering van dit

504 *Aronson v. Lewis* (Del. 1984). Zie o.a. Johnson (2000), 641-642: “(...) the court wrongly preconditions application of the business judgment rule on informedness, thereby suggesting many years before *Cede* that the judiciary may examine the substance of director judgments not made on an informed basis. Furthermore, although *Aronson* regards the duty to be informed as a pre-condition to invocation of the business judgment rule, a breach of the duty to be informed apparently was not thought in 1984 to be sufficiently important, by itself, to create liability for the breaching director. At least the *Aronson* court failed to develop the liability implications of such a breach. Lack of informedness alone, for the *Aronson* court, like breach of due care for the *Cede* court years later, may not have created liability, but inexplicably, it apparently did free courts to substantively examine business decisions under some standard as yet unspecified in 1984. Viewed this way, the seeds of *Cede*’s analytical linking of a director due care breach to entire fairness review actually were sown in *Aronson*.”

505 Vgl. buiten Delaware o.a. *Casey v. Woodruff* (N.Y. 1944).

506 *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.* (Del. Ch. 1989).

507 Vgl. o.a. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1995).

508 Allen/Jacobs/Strine (2001), 1302. Vgl. o.a. *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.* (Del. 1995): “The entire fairness standard is exacting and requires judicial scrutiny regarding both ‘fair dealing’ and ‘fair price’.”

509 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2002), 460 e.v.; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1301 e.v.; Johnson (2000), 644 e.v.; Roth (2000), 145 e.v.; en Johnson (1999), 793 e.v. Bainbridge noemt de gevolgen van deze uitspraak bizar op zijn *weblog* www.professorbainbridge.com d.d. 3 januari 2007.

510 Schaafsma (2006), 51 lijkt hier in het geheel geen bedenkingen bij te hebben.

HOOFDSTUK IV

mechanisme. Noch in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* noch in latere uitspraken waarin dit mechanisme wordt onderschreven (onder verwijzing naar – uiteindelijk – *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*).

Zo merkt *Chancellor Allen* reeds het volgende op in *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, de uitspraak van de *Court of Chancery* van Delaware na vernietiging en verwijzing in *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*: “On appeal the Supreme Court, in a lengthy and complex decision, reversed several aspects of this court’s opinion. (...) First, based on this court’s *pro arguendo* assumption of director negligence, the Supreme Court made a judicial finding that the director defendants had breached their duty to be reasonably informed. Second, having so concluded, the Supreme Court then clarified the operation of the business judgment rule in Delaware. Specifically the Court demonstrated the effect/operation of its prior characterization of the ‘business judgment rule’ as a ‘presumption’. It held the principle of *Barnes v. Andrews* to be inapplicable to a claim of breach of fiduciary duty, and held that under the Delaware version of the ‘business judgment rule’ if a shareholder establishes director negligence, thus, overcoming the presumption, he or she has established a *prima facie* case of liability. Upon such a limited showing, even in an arm’s-length transaction, the Court confirmed that the burden shifts to the director defendants to show that the transaction was ‘entirely fair’ to the shareholders or the corporation; if the directors fail to meet that burden, then, arguably, the panoply of equitable remedies available under the entire or intrinsic fairness standard – including where appropriate, rescissory damages – may be impressed upon the defendants. (...) That this Delaware version of the meaning and operation of the ‘business judgment rule’ makes that rule a liability enhancing rule (*i.e.*, it disadvantages director defendants when compared to other classes of persons charged with negligently causing injury to another) was not the subject of comment in the Court’s opinion.”

Ik noem enkele punten van kritiek.

De *entire fairness test* hoort welbeschouwd niet thuis in de *duty of care* context, nu de vennootschap daarin geen neutrale beslisser wordt ontnomen en voor een verscherping van met name de inhoudelijke objectieve rechterlijke toets geen rechtvaardiging bestaat.⁵¹¹ In een dergelijk geval kan de rechter niet beoordelen of ondanks het substantiële tegenstrijdig belang het belang van de vennootschap niet ondergeschikt is gemaakt aan het persoonlijke, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopende, belang van het bestuur nu die problematiek niet speelt.⁵¹² Er rest de rechter in dit geval niet zoveel anders dan zich binnen de *entire fairness test* in inhoudelijk opzicht een vergaand objectief oordeel aan te mati-

511 Zie o.a. Veasey (2005), 1426, 1428 die *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) als “anomalous doctrinally” kwalificeert; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1303; Roth (2000), 161; en Johnson (1999), 822.

512 Zie o.a. Johnson (1999), 792: “Self-dealing directors must meet a process standard of ‘fair dealing’ and a qualitative standard of having achieved a ‘fair price’ in the business decision itself. Under the entire fairness standard of review, a court will not defer to the substantive decision of directors. Rather, the court itself must be satisfied as to the entire fairness of a challenged transaction.”

gen over de – (bedrijfs)economische – inhoudelijke ‘juistheid’ van de door het neutrale bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, bijvoorbeeld in het licht van mogelijke alternatieven. Dit staat haaks op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag⁵¹³, wat nog versterkt wordt wanneer geen sprake is van een specifieke transactie⁵¹⁴ en er geen “discrete market-based events” zijn die zich lenen voor toepassing van een *entire fairness test*, bijvoorbeeld omdat de uitkomst van de zakelijke beleidsafweging is dat de vennootschap geen investeringen doet.⁵¹⁵

Hiertoe dient de rechter bovendien over te gaan nadat de aanwezigheid van schuldig ondermaats gedrag (i.e. schending van de *duty of care*) al is vastgesteld binnen de *business judgment rule*. Oorspronkelijk dient de *entire fairness test* er in de context van de tegenstrijdig belang problematiek juist toe om vast te stellen of sprake is van schuldig ondermaats gedrag (i.e. strijd met de *duty of loyalty*)⁵¹⁶,

513 Zie o.a. Johnson (1999), 822-823 over “another key care rationale for judicial deference better than *Cede*, that of the perceived institutional incompetence of public officials to evaluate the substantive quality of private sector business decisions. The absence of informedness alone – or even an affirmative showing of unreasonableness in the overall decision-making process – does not warrant a court to supplant a board of directors and pass its own judgment – usually long after the fact – on the substantive merits of a business decision. Care cases, unlike loyalty cases, do not deprive corporations of ‘neutral decision-makers’. The prevailing loyalty rationale for judicial assessment of substantive fairness of business decisions, therefore, does not apply in care cases, even where care is breached. Consequently, a care breach, contrary to what *Cede II* and *Cede III* hold, should not result in judicial review of *substance*. (...) In a meaningful sense, the *substantive* force of the business judgment rule always applies in a care case, immunizing the *quality* of the decision from judicial review whether or not care was exercised. In the care setting, the proper inquiry is whether an undoubtedly neutral decision-maker acted in the proper *manner*; that inquiry does not ever necessitate or warrant judicial inquiry into the substantive merits of a decision, only into the process by which it was made. Whether the decision-making process was sound or unsound, the court is not to pass judgment as such on the substantive merits of the business decision.”

514 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* (Del. 1993) plaatst de *entire fairness test* wel in die sleutel: “Under the entire fairness standard of judicial review, the defendant directors must establish to the court’s satisfaction that the transaction was the product of both fair dealing and fair price.” Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. 2006) over een “act” of een “transaction.”

515 Allen/Jacobs/Strine (2001), 1303. Zie o.a. Johnson (1999), 817 over gevallen die “do not fit into a ‘fair dealing’ and ‘fair price’ matrix, because no specific ‘deal’ at a particular price has been made.”

516 Vgl. buiten Delaware o.a. *Des Moines Bank & Trust Co. v. George M. Bechtel & Co.* (Iowa 1952): “Corporate directors and officers may under proper circumstances transact business with the corporation including purchase or sale of property, but it must be done in the strictest good faith and with full disclosure to, and the consent of, all concerned. And the burden is upon them to establish their good faith, honesty and fairness. Such transactions are scanned by the courts with skepticism and the closest scrutiny, and may be nullified on slight grounds. It is the policy of the courts to put such fiduciaries beyond the reach of temptation and the enticement of illicit profit.” Zie o.a. Johnson (1999), 798: “In short, a proven duty of care breach results not in liability, but in application of the entire fairness review standard, the same standard traditionally reserved for determining whether a director violated the duty of loyalty.”

HOOFDSTUK IV

waarbij de stel- en bewijsplicht op het niet-neutrale bestuur rust omdat “in such cases it is difficult to ascertain at what maximum price the transaction could have been effected in the market.”⁵¹⁷ De toepassing van de *entire fairness test* wordt daardoor een andere wanneer deze wordt gehanteerd na een gebleken schending van de *duty of care*. Daarop is deze in de *duty of loyalty* sleutel tot wasdom gekomen rechtsfiguur niet toegesneden, terwijl de noodzaak voor een dergelijke toets er dan niet is juist vanwege de reeds vastgestelde schuldige normschending.⁵¹⁸

Het is daarnaast bepaald niet onwaarschijnlijk dat het bestuur zich anticiperend op een mogelijke toetsing aan *entire fairness* zekerheidshalve risicomijnder zal gaan opstellen. Ofwel door onnodig indekgedrag te vertonen, bijvoorbeeld bestaande uit op zichzelf overbodige advisering van economische en/of juridische aard, ofwel door bijvoorbeeld het in het geheel niet maken van de zakelijke beleidsafweging.⁵¹⁹ Het persoonlijke aansprakelijkheidsrisico neemt onder deze voor het bestuur veel strengere rechterlijke toets, mede gelet op de verplaatste stel- en bewijsplicht die dan op het bestuur rust en het gegeven dat de eiser geen schade en causaliteit hoeft aan te tonen, immers aanzienlijk toe. Ook dit staat haaks op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

Gelet op onder meer de realiteit dat niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag op gespannen voet staat met *entire fairness*, het feit dat bij gebleken schending van de *duty of good faith* vaststaat dat het bestuur zich op schuldige ondermaatse wijze heeft gedragen, alsmede de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, lijkt toepassing van de *entire fairness test* na gebleken strijd met de *duty of good faith* evenmin erg voor de hand te liggen.⁵²⁰

517 Allen/Jacobs/Strine (2001), 1302.

518 Zie o.a. Johnson (1999), 818-819, 822: “Fulfilling a higher review standard after failing a lower one could happen only if, first, fairness review is disguised (re-visited) care review or, second, there is, within the ambit of entire fairness review, an odd ‘balancing’ of the *breach* of duty of care against the *proper discharge* of other fiduciary duties (i.e. loyalty). Each possibility serves to obscure rather than honor the distinctive nature and purpose of those two duties. (...) The judiciary’s views on the substantive merits of the decision are fortuitous at this juncture; a breach of due care is not somehow negated or undone by a business decision’s quality. If, however, directors believe, and can demonstrate, that their careless conduct did not cause shareholders any damage because, for example, a transaction was qualitatively ‘fair’, the plaintiff will be unable to prove damages flowing from the directors’ faulty decision-making process. The result is a breach of care but no damages caused thereby; therefore, no director liability will ensue.”

519 Zie o.a. Johnson (1999), 821: “(...) disinterested directors who must prove the entire fairness of transactions or face potential personal liability if they were not adequately informed, may reduce risk either by making very certain they are fully informed (perhaps acting with an excess of counter-productive, costly and time-consuming caution) or by concluding that *not* doing a deal (any deal) is *always* a safer route than doing one and risking an expensive judicial finding of unfairness.”

520 Vgl. o.a. *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (Del. Ch. 2005): “(...) if the director acted in bad faith, it would be extraordinarily difficult for the defendant directors to prove that the transaction was entirely fair to the corporation because it would be difficult to

→

22.d. *Een kanttekening bij de verbondenheid van de enhanced scrutiny test met de business judgment rule en de entire fairness test*

Zodra het bestuurlijk gedrag binnen de *Unocal/Unitrin*- en/of de *Revlon/QVC*-doctrine *enhanced scrutiny* doorstaat, is de *business judgment rule* van toepassing.⁵²¹ Indien in de ‘tweede toetsingsronde’, dat wil zeggen na toepassing van de *Unocal/Unitrin*- en/of de *Revlon/QVC*-doctrine, binnen de *business judgment rule* ook andere aspecten van het bestuurlijk gedrag onderwerp van discussie zijn is dit systeem werkbaar. Wanneer daarentegen alleen bestuurlijk gedrag onderwerp van discussie blijft dat valt onder de *Unocal/Unitrin*- en/of de *Revlon/QVC*-doctrine, worden dezelfde aspecten tweemaal beoordeeld en tweemaal door een verschillend vizier: eerst relatief streng, dan bepaald mild voor het bestuur.

Ik wijs op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*⁵²²: “In itself, the *Unocal* test is a straightforward analysis of whether what a board did was reasonable. But *Unocal*’s purpose and application have been cloaked in a larger, rather ill-fitting doctrinal garment. Once the court applies the *Unocal* test, its job is, as a technical matter, not over. If, upon applying *Unocal*, the court finds that the defendants have met their burden of demonstrating the substantive reasonableness of their actions, the court must then go on to apply the normal review appropriate in cases that do not implicate *Unocal*. In essence, the court must reimpose on the plaintiffs the burden of showing “by a preponderance of the evidence” that the business judgment rule is inapplicable. Of course, the business judgment rule exists in large measure to prevent the business decisions of a board of directors from being judicially examined for their substantive reasonableness – an eventuality that has, in the *Unocal* context, already taken place. Thus after the defendants have met their burden to show that they acted reasonably – a showing that is materially enhanced by the presence of a majority of outside independent directors – in response to a legitimate corporate threat, the plaintiffs must be afforded the opportunity to show that the board’s decision should be overturned because it was the product of a breach of one of the traditional duties of loyalty and care. It is not at all apparent how a plaintiff could meet this burden in a circumstance where the board met its burden under *Unocal*. To the extent that the plaintiff has persuasive evidence of disloyalty (for example, that the board acted in a self-interested or bad faith fashion), this would fatally undercut the board’s *Unocal* showing. Similarly, it is hard to see how a plaintiff could rebut the presumption of the business judgment rule by demonstrating that the board acted in a grossly careless manner in a circumstance where the board had demonstrated that it had acted reasonably and proportionately. Least of all could a plaintiff show

demonstrate fair process” en *Weinberger v. UOP, Inc.* (Del. 1983): “When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. (...) The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts.”

521 Zie nummers 18.b en 21 hiervoor.

522 *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2000).

HOOFDSTUK IV

that the board's actions lacked a rational business purpose in a context where the board had already demonstrated that those actions were reasonable, i.e., were rational.”

Dit ligt niet erg voor de hand.

Andersom geldt dat wanneer het bestuurlijk gedrag binnen de *Unocal/Unitrin*-doctrine – en mogelijk de *Revlon/QVC*-doctrine⁵²³ – *enhanced scrutiny* niet doorstaat, de rechter de *entire fairness test* dient te hanteren. Ook dan worden dezelfde aspecten tweemaal beoordeeld en tweemaal door een verschillend vizier: eerst relatief streng, dan zéér streng voor het bestuur.

Ik wijs nogmaals op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*: “Likewise, it has been held that a board that fails to meet its *Unocal* burden may still prevail by demonstrating that its actions satisfied the exacting entire fairness test. This back-end window is more plausible, because one could posit a scenario where a board's threat analysis (the first *Unocal* prong) was deficient (e.g., it simply adopted defensive measures without conducting a threat analysis) but where the defensive measures it adopted were not draconian, were within a range of reasonableness, and were proportionate to market threats that objectively faced the company. In that scenario, there might be a basis for refusing to enjoin the measures. But in a situation where the board failed to demonstrate that the measures themselves were reasonable and not draconian, it seems extraordinarily unlikely that those measures could be deemed ‘fair’. Fortunately, in practice, the back-end of the *Unocal* analysis rarely is an issue. Practitioners recognize that the front-end largely disposes of all issues and therefore focus nearly all their energies on the *Unocal* test itself.”⁵²⁴

Ook dit ligt niet erg voor de hand.

Als het *prima facie* subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag in deze context als (niet on)redelijk kwalificeert, ligt het niet in de rede dat het bestuurlijk gedrag vervolgens een rationaliteitstoets niet kan doorstaan.⁵²⁵ Als het *prima facie* subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag in deze context niet als redelijk kwalificeert, ligt het niet in de rede dat het vervolgens een volledige billijkheidstoets wél kan doorstaan. Dit oogt als een weeffout. In de rechtspraak en in de literatuur wordt ervoor gepleit deze verwarrende systematiek te verlaten.

523 Zie nummers 18.b en 21 hiervoor.

524 Vgl. o.a. *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.* (Del. Ch. 1989).

525 Met andere woorden: als het bestuurlijk gedrag de *enhanced business judgment rule* kan doorstaan, ligt het niet in de rede dat het bestuurlijk gedrag de standaard *business judgment rule* niet kan doorstaan. Vgl. over dit onderscheid o.a. *Gilbert v. The El Paso Company* (Del. 1990) naar aanleiding van de stelling van “defendants (...) that the decision to approve the settlement should be protected under the traditional business judgment rule analysis”: “This traditional analysis connotes the Court's standard of judicial review under the business judgment rule. (...) This is in contradistinction to the enhanced business judgment analysis first established by us in *Unocal*.”

Ik wijs nogmaals op hetgeen de *Court of Chancery* van Delaware overweegt in *In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*: “(...) this scenario might be more rationally addressed by not applying the overall *Unocal* reasonableness test as a rigid, two-question examination, both parts of which must be satisfied to obtain a passing score, but instead as an examination of whether the director’s actions, taken as a whole, were reasonable. (...) In this respect, one wonders whether it might also be clearer to reformulate the *Unocal* test so that it incorporates the concept of due deference to board judgment articulated in *Unocal* and *Unitrin* without the confusing burden-shifting required to tie everything to the business judgment rule and entire fairness standards of review. (...) That is, if *Unocal* is the standard of review in a case, perhaps it ought to be the exclusive standard of review. One tentative approach of such a formulation might be to simply place the burden on the plaintiffs to prove that the directors’ defensive actions were a disproportionate and unreasonable or an improperly motivated response to the threats faced by the corporation, based on all of the circumstances (which would include the interests of and care used by the directors who made the decision). (...) Right now, Delaware’s doctrinal approach is premised on the assumption that the world can be viewed clearly by simultaneously wearing three pairs of eyeglasses with different prescriptions (*Unocal*, business judgment, and entire fairness). It is not apparent that this approach works any better in the law than it does in the field of optics.”⁵²⁶

526 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1310, 1311: “In this manner, the business judgment, intermediate reasonableness, and entire fairness standards of review become linked together as part of a continuum in cases where board conduct is reviewable under the *Unocal* standard. (...) However laudable may be the motivation for that linkage (doctrinal unification and simplification), that approach creates unnecessary layers of judicial review of board action that is better and more efficiently reviewed under a single standard – reasonableness. (...) We propose (...) that once the target company board’s defensive actions are found to satisfy or fail the *Unocal* test, any further judicial review of those actions under the business judgment rule or entire fairness standards is analytically and functionally unnecessary. Judicial review under *Unocal/Unitrin* should stand on its own, ‘decoupled’ from ‘second step’ review under those other two review standards.” Johnson (1999), 829 houdt een soortgelijk betoog: “The *Unitrin* court separately stated that if directors fail to carry their burden that the defensive measure adopted was reasonable, then entire fairness review is applied to the defensive measure. (...) Unless the supreme court is implying that loyalty is implicated whenever a *Unocal* analysis is triggered – a position inconsistent with *Unocal* itself where the duty to protect the corporate enterprise is described as a ‘duty of care’ – fairness review should not automatically be undertaken upon director failure to carry the initial *Unocal* burden. (...) Rather, unless a particular failure is characterized as a loyalty breach, the effect of director failure to carry the special *Unocal* burden because of care concerns ought to be that the larger burden of proving entire due care thereby shifts to defendants. (...) Conversely, if directors *do* carry their two-part *Unocal* burden, the determination that their conduct was ‘reasonable’ would seem necessarily to carry with it a determination that the plaintiffs could not, at least on care grounds, demonstrate noncompliance with the business judgment rule standard of review. As a result, upon the directors carrying their *Unocal* burden, the case is over as far as the duty of care is concerned.”

HOOFDSTUK IV

Daarvoor valt veel te zeggen.⁵²⁷

Dit brengt mij op het punt waarop ik de blik weer richt op het Nederlandse vennootschapsrecht. Voordat ik in hoofdstuk 6 een werkmethode formuleer voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het enquêterecht, analyseer ik in hoofdstuk 5 de – verhouding tussen de – enquêterechtelijke kernbegrippen ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, die ook binnen deze werkmethode een rol spelen.

527 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1309-1311, 1318-1321.

HET DERDE LUIK

Hoofdstuk V

De – verhouding tussen de – enquêterechtelijke kernbegrippen ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’

“Hierbij neem ik in aanmerking dat weliswaar de contouren van de begrippen ‘wanbeleid’ en ‘twijfel aan een juist beleid’ vaag zijn, maar dat buiten twijfel is dat met de term ‘wanbeleid’ een scherper criterium wordt gesteld dan met de woorden ‘twijfel aan een juist beleid’.”¹

23. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

24. de achterliggende gedachte van het enquêterecht;
 - 24.a. de doeleinden van een enquête;
 - 24.b. het toerekeningsmechanisme van het enquêterecht;
 - 24.c. ondermaats bestuurlijk gedrag en schuld binnen het enquêterecht;
25. drie normatieve kernbegrippen;
26. het begrip ‘wanbeleid’;
 - 26.a. wetsgeschiedenis;
 - 26.b. aanscherping in de rechtspraak;
 - 26.c. frequent voorkomende verschijningsvormen van ‘wanbeleid’;
27. ‘wanbeleid’ en de sacrale formule ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’;
 - 27.a. de verhouding tussen ‘wanbeleid’ en ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’;
 - 27.b. ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en het vennootschappelijk beleid;
 - 27.c. de ‘evolutie’ van de ‘elementaire beginselen’ formule;
28. de formule van de ‘elementaire beginselen’: een lege analytische huls?;
 - 28.a. het mechanisme van de ‘elementaire beginselen’ formule;
 - 28.b. geen analytische maar vooral een concluderende functie;

¹ Van Schilfgaarde (2002), 262. Zie o.a. A-G Timmerman in 3.3 voor HR 23 juni 2006 (CallActive) en Mok (2004), 45: “Wanbeleid is in dit rechtsgebied een centraal begrip en een begrip waarvan de inhoud niet zó evident is, dat elk onderzoek daarnaar overbodig is.”

HOOFDSTUK V

29. het begrip ‘onjuist beleid’;
 - 29.a. wetsgeschiedenis;
 - 29.b. rechtspraak van de Hoge Raad;
 - 29.c. rechtspraak van de Ondernemingskamer;
 - (a) rechtspraak tot 2000;
 - (b) rechtspraak vanaf 2000;
30. het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’;
 - 30.a. rechtspraak van de Hoge Raad;
 - 30.b. rechtspraak van de Ondernemingskamer;
 - (a) rechtspraak tot 2000;
 - (b) rechtspraak vanaf 2000;
31. de opmaat naar de hoofdstukken 6-7;
 - 31.a. nuancering van het materiële enquête-instrumentarium;
 - 31.b. ontwikkelingen in de literatuur.

24. De achterliggende gedachte van het enquêterecht

In de enquêteprocedure, geregeld in Titel 8 afdeling 2 van Boek 2 BW, kan de Ondernemingskamer op verzoek daartoe, van één of meer daartoe bevoegde (rechts)personen, een onderzoek gelasten naar het beleid van en de gang van zaken binnen een vennootschap.

Het deel van de enquêteprocedure dat plaatsvindt voorafgaand aan deponering van het onderzoeksverslag ter griffie noem ik verder de eerste fase, het deel van de enquêteprocedure dat plaatsvindt na deponering van het onderzoeksverslag ter griffie noem ik verder de tweede fase. Beide fases worden met een zelfstandig verzoekschrift ingeleid en vormen in zoverre twee separate procedures.² Waar ik hierna, en met name in hoofdstuk 6, kortweg verwijst naar toetsing door de Ondernemingskamer van bestuurlijk gedrag in de eerste of tweede fase ligt daaraan telkens ten grondslag de aanname dat een verzoek daartoe is gedaan. Zoals volgt uit de *Laurus*-beschikking³ van de Hoge Raad kan de eerste fase na deponering van het onderzoeksverslag ter griffie worden heropend doordat de Ondernemingskamer heropening van het onderzoek gelast.

2 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1, 5.3.2 en HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.7, 3.11 waarin verwezen wordt naar de twee enquêteprocedures. In HR 6 juni 2003 (Scheipar), ro. 3.3.3 verwijst de Hoge Raad naar de twee fases waaruit de enquêteprocedure bestaat, waarmee hetzelfde wordt bedoeld. Vgl. in dezelfde zin o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.2 over “de zogeheten tweede fase van de enquêteprocedure.” Instructief is de tweeslag en uitwerking daarvan aangebracht in Buijn/Storm (2005), 326, 334 waarnaar ik kortheidshalve verwijst. Ik wijs ook op A-G Timmerman in 3.3 voor HR 23 juni 2006 (CallActive).

3 HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.11.

Veelal is het door het bestuur gevoerde vennootschappelijk en/of ondernemingsbeleid – ook – onderwerp van debat en onderzoek (indien gelast). De Ondernemingskamer toetst het gevoerde beleid op basis van het ter griffie gedeponeerde onderzoeksverslag in de tweede fase uiteindelijk aan een weinig concrete norm: ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW.⁴

Dit verdient enige nuancering. Zoals volgt uit onder meer de *RNA*-beschikking⁵ van de Hoge Raad, dient de Ondernemingskamer haar definitieve oordeel in ieder geval mede te baseren op het onderzoeksverslag.⁶ Daaruit blijkt ook dat voor een juiste waardering en beoordeling van datgene wat zich in de onderzoeksperiode heeft afgespeeld ook gebeurtenissen die zich daarna hebben voorgedaan en waarover partijen zich hebben uitgelaten of hebben kunnen uitlaten van belang kunnen zijn en daarom in aanmerking kunnen worden genomen.⁷

Aan de Ondernemingskamer is een ruime bevoegdheid verschaft om aan ‘wanbeleid’, indien vastgesteld, een einde te maken en waar nodig de uit dat ‘wanbeleid’ voortgevloede gevolgen zoveel mogelijk ongedaan te maken.⁸ De Ondernemingskamer kan in dat verband, desverzocht, de voorzieningen treffen als bedoeld in art. 2:356 BW e.v. die zij op grond van de uitkomst van het onderzoek geboden acht.⁹

24.a. De doeleinden van een enquête

Op basis van de wetsgeschiedenis van het enquêterecht schetst de Hoge Raad in met name zijn *Ogem Holding*-beschikking¹⁰ de doeleinden van een enquête.¹¹ Deze komen volgens hem neer op:

-
- 4 Illustratief zijn HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.7, 3.11 en Ok. 9 januari 2004 (Laurus), ro. 3.4-3.6 over “de beoordeling van het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon als bedoeld in artikel 2:355 lid 1 BW”, “een beslissing als bedoeld in artikel 2:355 lid 1 BW” en “de in het kader van artikel 2:355 lid 1 BW te beantwoorden vraag op welke wijze het beleid van een rechtspersoon moet worden beoordeeld.”
- 5 HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.13, 3.21.
- 6 Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.3, 3.7; HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.7-3.8, 3.11; Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.15; en HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.1-4.2. Zie o.a. Buijn/Storm (2005), 339. Uit HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.13.1 volgt dat, in de context van het bepaalde in art. 2:354 BW, ook in het onderzoeksverslag uitgesproken twijfel grond kan opleveren voor de Ondernemingskamer om te dier zake tot een eindoordeel te komen. Dit lijkt mij ook voor de context van art. 2:355 lid 1 BW relevant.
- 7 HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.10.
- 8 Vgl. o.a. HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.7.1.
- 9 Vgl. o.a. HR 4 november 1987, ro. 3.3. Zie o.a. Geerts (2004), 275 e.v.
- 10 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 4.1.
- 11 Vgl. o.a. Ok. 27 april 2000 (Bot Bouw Groep), ro. 4.5; HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.1; HR 15 januari 1997 (Vie d’Or), ro. 4.5.1; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 3.2.1-3.2.2.

HOOFDSTUK V

1. sanering van en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming van de betrokken vennootschap¹²;
2. opening van zaken¹³;
3. en vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid rust voor mogelijk blijkend ‘wanbeleid’.¹⁴

Daarnaast signaleert de Hoge Raad dat van de mogelijkheid van het instellen van een enquête een preventieve werking zou kunnen uitgaan, maar het is de vraag of dit als een zelfstandig doel van een enquête moet worden beschouwd.¹⁵ Dit lijkt veeleer een – door de wetgever¹⁶ wenselijk geacht – mogelijk gevolg van het enquêterecht, niet een zelfstandig doel van een enquête.¹⁷ In ieder geval stelt de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW, ook al is het enkel declaratoir, het functioneren van het daarvoor verantwoordelijke bestuur in de regel niet in een gunstig daglicht. In het publiekelijk aanwijzen van de verantwoordelijke personen voor ‘wanbeleid’ schuilt, naar wel wordt aangenomen, tevens een element van vergelding.¹⁸ Uit de wetsgeschiedenis van het enquêterecht blijkt verder dat maatregelen van reorganisatorische aard niet alleen van – kort gezegd – technische of financiële aard kunnen zijn, maar ook een sociaal karakter kunnen hebben.¹⁹ In zijn *Ogem Holding*-beschikking²⁰ benadrukt de Hoge Raad dat de Ondernemingskamer zich niet van ieder oordeel hoeft te onthouden indien de vennootschap surseance van betaling heeft verkregen of in staat van faillissement is verklaard en sanering of herstel van gezonde verhoudingen niet meer tot de mogelijkheden behoort.

12 Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.4, 3.6; Ok. 10 januari 2002 (Elenses), ro. 3.9; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding), ro. 4.1.2.

13 Vgl. o.a. Ok. 3 november 2000 (Tikus Holdings), ro. 3.6.

14 Vgl. o.a. Ok. 11 juli 2003 (Triodass Assuradeuren), ro. 3.5 en Ok. 1 maart 2001 (Hercules Bennekom), ro. 3.5.

15 De nadruk lijkt in de wetsgeschiedenis van het enquêterecht te liggen op sanering van en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming van de betrokken vennootschap. Daartoe beperkt de Hoge Raad – in navolging van A-G Mok in 3.2-3.3 van diens conclusie voor de beschikking van de Hoge Raad – de doeleinden van een enquête uitdrukkelijk niet in HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 4.1. Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.2 en HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.1 waarin deze – ruime – opvatting wordt herhaald.

16 Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 5.

17 Vgl. o.a. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 3.2.3. Anders o.a. Winters (2006), 1166. Ik wijs ook op o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.2 en HR 20 november 1996 (Louder Holdings), ro. 3.4. Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 2 bij HR 20 november 1996 (Louder Holdings): “De HR overweegt (r.o. 3.4) voorts dat enige preventieve werking geen grond behoeft te zijn voor de beslissing al dan niet een enquête te gelasten. In de bekende Ogembeschikking (...) rangschikte de HR preventie niet onder de doeleinden van een enquête (...), doch wees hij slechts op de *mogelijkheid* dat van de instelling van een enquête ook een preventieve werking zou *kunnen* uitgaan.”

18 Zie o.a. A-G Mok in 3.4 voor HR 10 januari 1990 (Ogem Holding).

19 Zie Memorie van Antwoord (1968-1969), 16.

20 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 4.1.

In zijn *Unilever*-beschikking²¹ stelt de Hoge Raad vast, met een beroep op de wetsgeschiedenis van het enquêterecht en zijn *Ogem Holding*-beschikking, dat tot de doeleinden van een enquête niet ook behoort de beslechting van puur vermogensrechtelijke geschillen of het doen van onderzoek naar de achtergrond daarvan.²²

Deze toets staat in wezen in de sleutel van art. 3:303 BW. Heeft de verzoeker gezien de achtergrond van de doeleinden van een enquête onvoldoende belang bij het enquêteverzoek dan dient het verzoek niet-ontvankelijk verklaard te worden.²³ Houdt het bevoegd gedane enquêteverzoek iets in dat op de doeleinden van een enquête betrekking heeft en gaat het dus niet om een puur vermogensrechtelijk geschil, dan zal van onvoldoende belang van de verzoeker bij het enquêteverzoek en daarmee niet-ontvankelijkheid daarvan niet zo snel sprake zijn.²⁴ Zo doet aan het belang van de verzoeker bij opening van zaken of vaststelling van verantwoordelijkheid voor mogelijk blijkend ‘wanbeleid’ volgens de Ondernemingskamer niet af dat het achterliggende motief van de verzoeker gelegen zou zijn in het creëren van een basis voor verhaal.²⁵ Niet kan worden gezegd dat een verzoeker door het doen van een enquêteverzoek indirect geen eigen belangen kan behartigen.²⁶ Hoewel van overlapping sprake kan zijn dient van onvoldoende belang te worden onderscheiden het misbruik maken van bevoegdheid als bedoeld in art. 3:13 BW. Daarbij kan het gaan om situaties waarin de verzoeker beoogt zijn wederpartij schade toe te brengen of de enquêteprocedure desbewust enkel en alleen aanwendt voor doeleinden die buiten het recht van enquête gelegen zijn.²⁷

21 HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.2, 4.4.2-4.4.3.

22 Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2006 (Bonne Route), ro. 3.3 e.v.; Ok. 22 februari 2006 (Carboply), ro. 3.2; Ok. 2 augustus 2005 (Denkers TNG Beheer), ro. 3.7-3.8; en Ok. 1 augustus 2002 (Mali Zevenaer Beheer), ro. 3.5. Zie o.a. Winters/Ploeger (2007), 18-21.

23 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.2.

24 Zie o.a. A-G Timmerman in 5.7-5.8 voor HR 18 november 2005 (Unilever).

25 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 3.2.2, 3.2.5. Vgl. ook o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 4.2 en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding), ro. 4.1.2.

26 Vgl. o.a. HR 19 mei 1999 (De Haan Beheer), ro. 4.2.1. Zie o.a. A-G Timmerman in 4.13 e.v. voor HR 18 november 2005 (Unilever).

27 Ik noem enkele beschikkingen waarin – kort en al dan niet impliciet – aandacht wordt besteed aan de vraag of sprake is van (on)voldoende belang en/of misbruik van bevoegdheid. De Ondernemingskamer voert hierin niet een heel consistent beleid. Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.1-3.4; Ok. 16 oktober 2006 (Doorzand Medical Innovations), ro. 3.2; Ok. 13 oktober 2006 (Makelaarskantoor H. Post), ro. 3.3; Ok. 2 augustus 2006 (The Mansion Amsterdam), ro. 3.1-3.2; Ok. 12 juli 2006 (Becq & Millan Europe), ro. 3.3-3.6; Ok. 3 mei 2006 (Bonne Route), ro. 3.3-3.6; Ok. 1 november 2005 (ATR Leasing IV), ro. 3.3; Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.10; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.1-3.2; Ok. 20 juni 2005 (B.V. v/h Firma W. van 't Hart & Zonen Holding), ro. 3.2-3.3; Ok. 25 mei 2005 (Audilux), ro. 3.2-3.3; Ok. 28 februari 2005 (Dodo Beheer), ro. 3.6; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.10, 3.14-3.17, 3.31-3.32, 3.40, 4.1; Ok. 23 januari 2004 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.2; Ok. 5 december 2003 (Van Doorn Corporate Development Group), ro.

→

HOOFDSTUK V

Het voorgaande illustreert dat het enquêterecht inmiddels een aanzienlijk bredere strekking heeft dan bij de introductie ervan in 1928 de bedoeling van de wetgever was.

Destijds stond centraal de gedachte een minderheid van de aandeelhouders binnen de – naamloze – vennootschap bescherming te bieden tegen een gebrek aan openheid en een onbevredigende gang van zaken.²⁸ Met het herziene enquêterecht heeft de wetgever beoogd in gevallen die daartoe aanleiding geven naast onder meer opening van zaken ook het treffen van corrigerende maatregelen mogelijk te maken²⁹, zonder dat daarmee de Ondernemingskamer overigens de mogelijkheid open staat zelf het vereiste beleid te voeren of maatregelen te treffen die verder gaan dan nodig is.³⁰

Uit de huidige systematiek van het enquêterecht lijkt voort te vloeien dat het aandeelhoudersbelang en, in minder mate, het werknemersbelang de voornaamste deelbelangen binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) zijn die een rol spelen in enquêteprocedures.³¹ Daartoe is de enquêteprocedure echter niet noodzakelijkerwijs beperkt. Zo kan gewezen worden op de *Vie d'Or*-beschikking³² van de Hoge Raad, waaruit duidelijk wordt dat ook polishouders – hoewel op zichzelf niet bevoegd een enquête te verzoeken – belang kunnen hebben bij opening van zaken in verband met mogelijk blijkend 'wanbeleid'.³³

3.10; Ok. 17 november 2003 (Dolphin Watercompany), ro. 3.2; Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.2; Ok. 2 september 2003 (Easy World Airline Holdings), ro. 2.1-2.4; Ok. 7 juli 2003 (Beheersmaatschappij Johema), ro. 3.1-3.3; Ok. 2 december 2002 (Intersong Basart Publishing Group), ro. 3.11; Ok. 1 augustus 2002 (Mali Zevenaer Beheer), ro. 3.2; Ok. 30 juli 2002 (A.J. Janson Holding), ro. 3.6; Ok. 5 juli 2002 (Hussen's Beheer), ro. 3.2-3.6; Ok. 29 april 2002 (I.H.D. Schiphol Service), ro. 3.5-3.6; Ok. 25 april 2002 (Kai San Holding), ro. 3.3; Ok. 27 april 2000 (Beheermaatschappij P. van der Wegen), ro. 4.6; Ok. 30 december 1999 (G.S.T. Vastgoed), ro. 4.2; Ok. 4 november 1999 (Holding Agrarische Fossilisatie), ro. 3.1-3.2; Ok. 20 november 1997 (De Haan Beheer), ro. 3.6; Ok. 26 oktober 1995 (Bohen), ro. 3.4-3.5; Ok. 24 november 1994 (Louder Holdings), ro. 3.3.3; HR 6 oktober 1993 (Bobel), ro. 3.2; Ok. 10 december 1992 (Goliath/Knight); Ok. 2 april 1992 (Vrieland Holding); en Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 11. Een buitengewoon geval waarin de Ondernemingskamer – tevens – tot niet-ontvankelijkheid concludeert is Ok. 5 april 2007 (Holding Heerseweeg), ro. 3.6 e.v.

28 Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 4.

29 Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 4 en Handelingen (1969-1970), 2903.

30 Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 8.

31 Vgl. o.a. HR 4 februari 2005 (Landis Group), ro. 3.3.4: "(...) kapitaalverschaffers en werknemers [dienen] wat hun toegang tot het middel van de enquête betreft zoveel mogelijk gelijk te worden behandeld (...)." Vgl. ook o.a. Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.7; Ok. 21 oktober 1999 (YVC Holding), ro. 4.4 e.v.; en Ok. 12 januari 1974 (Schenkkan). Zie ook art. 2:346 BW, art. 2:347 BW en art. 2:357 lid 6 BW.

32 HR 15 januari 1997 (*Vie d'Or*), ro. 4.5.1.

33 Vgl. o.a. Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.14 en Ok. 8 oktober 1987 (J.F. Van der Klis), ro. 7. Zie o.a. Mok (2004), 81-87 en Willems (2004 a), 434.

Die bredere opzet heeft de wetgever nogmaals onder woorden gebracht ten tijde van de uitbreiding van het toepassingsgebied van het enquêterecht naar stichtingen en verenigingen.³⁴ Het *multi-purpose* karakter van de enquêteprocedure en de rol daarbinnen van de Ondernemingskamer geven het Nederlandse vennootschapsrecht een meerwaarde ten opzichte van buitenlandse vennootschapsrechtstelsels, waarin een echt vergelijkbare procedure niet lijkt te bestaan.

24.b. *Het toerekeningsmechanisme van het enquêterecht*

Terwijl het toepassingsbereik van het enquêterecht uitdijt is de nadruk in de fases vóór en na deponering van het onderzoeksverslag ter griffie steeds meer komen te liggen op een fundamenteel aspect van het vennootschapsrecht: het spanningsveld tussen bestuurlijk gedrag en rechterlijke toetsing daarvan, specifiek de frictie tussen de bestuurlijke beleidsvrijheid en de bestuurlijke verantwoordingsplicht.³⁵ De vraag die de Ondernemingskamer daarbij in essentie wordt voorgelegd is doorgaans niet of het bestuur binnen zijn bevoegdheden is gebleven maar of het bestuur zich bij het aanwenden van zijn bevoegdheden in het licht van alle omstandigheden van het geval op – schuldig – ondermaatse wijze heeft gedragen (dan wel overigens – op schuldige wijze – één of meer op hem rustende plichten heeft verzaakt), en of dit bij bevestigende beantwoording in het licht van alle omstandigheden van het geval te (dis)kwalificeren valt als ‘wanbeleid’. De enquêteprocedure lijkt zich te hebben geëvolueerd tot hét kader waarin de toepassing en ontwikkeling van vennootschapsrechtelijke normen primair gestalte krijgen.³⁶

Ondermaats bestuurlijk gedrag dient in de systematiek van het enquêterecht te worden toegerekend aan de vennootschap. Vastgesteld bestuurlijk ‘wanbeleid’ is daardoor uiteindelijk ‘wanbeleid’ van de vennootschap. Dit neemt niet weg dat de Ondernemingskamer, indien nodig en mogelijk³⁷, het gedrag van individuele functionarissen binnen – organen van – de vennootschap mag toetsen.

Dit is expliciet bevestigd door de Hoge Raad.

Ik wijs allereerst op zijn *Ogem Holding*-beschikking³⁸: “Deze stelling vindt echter geen enkele steun in het recht, nu het begrip ‘wanbeleid’ in voormelde bepaling (art. 2:355 lid 1

34 Zie Memorie van Toelichting (1991-1992), 1 e.v. en Memorie van Antwoord (1992-1993), 10: “De regeling van het enquêterecht is oorspronkelijk geschreven voor commerciële rechtspersonen. In het Nederlandse stelsel van vrije ondernemingsgewijze productie zijn die in beginsel vrij hun doel te kiezen, en de middelen om dat te bereiken. Die vrijheid vindt zijn begrenzing in de beginselen van behoorlijk ondernemerschap, die elke ondernemer in acht moet nemen. Het enquêterecht is een middel om te waarborgen dat ondernemers zich daaraan houden.” Zie ook A-G Timmerman in 4.7-4.8 voor HR 18 november 2005 (Unilever).

35 Zie hoofdstuk 1 – nummer 2.

36 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 4.3. Vgl. in dat verband Willems (2004 a), 434: “De Hoge Raad lijkt de Ondernemingskamer aldus te hebben belast met de functie van ‘bovenzedenmeester’ (...)” met Löwensteyn (1984), 129-130, 134 en Löwensteyn (1959), 161 over de rechter als “hinderlijke zedenmeester.”

37 Vgl. o.a. Ok. 11 mei 1995 (*Uni-Invest*), 309 e.v.

38 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.4.

HOOFDSTUK V

BW, BFA), mede gelet op de omstandigheid dat het in art. 2:345 BW bedoelde onderzoek is een onderzoek naar het beleid van de rechtspersoon, kennelijk betrekking heeft op wanbeleid van de rechtspersoon, en wanbeleid van de organen van een rechtspersoon of degenen die daarvan deel uitmaken, aan de rechtspersoon moet worden toegerekend.” Dit uitgangspunt is herhaald door de Hoge Raad in zijn *Laurus*-beschikking.³⁹

Voorts wijs ik op zijn *Text Lite Holding*-beschikking⁴⁰: “De basis van het enquêterecht is het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de rechtspersoon, met het doel na te gaan of sprake is (geweest) van wanbeleid. Tot de doeleinden van een enquête behoren, zoals ook in het arrest [sic] van de Hoge Raad van 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem) is overwogen, onder meer de opening van zaken en de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor mogelijk blijvend wanbeleid, waarbij in de eerste plaats is te denken aan de verantwoordelijkheid van de onderscheiden organen van de rechtspersoon. Bij zodanig onderzoek zal de beoordeling van de verantwoordelijkheid van een orgaan van de rechtspersoon niet altijd los gezien kunnen worden van de individuele verantwoordelijkheid van de personen, die het orgaan uitmaken. In zijn algemeenheid kan dan ook niet gezegd worden dat een enquête zich niet kan uitstrekken tot een onderzoek naar het functioneren van de personen die de rechtspersoon doen optreden. (...) Gezien de genoemde beschikking kan niet gezegd worden dat de onderzoeker zijn bevoegdheid te buiten is gegaan. Onderzoek naar de rol van de organen van Text Lite betreffende het beleid en de gang van zaken van de vennootschap kon hij tot zijn onderzoeksgebied rekenen. Het is daarbij niet uit te sluiten dat het functioneren van individuele bestuurders en commissarissen van de vennootschap wordt onderzocht, daar het individuele personen zijn die de organen uitmaken.”⁴¹

Ten slotte wijs ik op zijn *Scheipar*-beschikking⁴²: “Gelet op de zo-even vermelde maatstaf en op het doel van een enquêteprocedure, moet worden aangenomen dat de voormalige bestuurder van de rechtspersoon die volgens het daartoe ingediende verzoek onderworpen dreigt te worden aan een onderzoek naar het in het verleden mede door deze bestuurder gevoerde beleid en de gang van zaken in de rechtspersoon, als belanghebbende kan worden aangemerkt. Deze bestuurder zal immers – voor de periode die hem aangaat – voor dat beleid verantwoordelijk kunnen worden gehouden.”

De vennootschap is een juridische constructie die alleen kan handelen via één of meer natuurlijke personen. Het is dit gedrag dat feitelijk het onderwerp van – onderzoek door de onderzoeker(s) en – toetsing door de Ondernemingskamer vormt.⁴³

39 HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.7.

40 HR 4 juni 1997 (*Text Lite Holding*), ro. 4.1.1, 4.2.1.

41 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 2.1-2.2, 7.2.

42 HR 6 juni 2003 (*Scheipar*), ro. 3.3.3.

43 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.5-3.6 en Ok. 23 juni 1994 (*ITP Holland Beleggingsmaatschappij*), ro. 5.1, 5.3. Vgl. buiten de context van het enquêterecht o.a. HR 11 november 2005 (*Ontvanger/Voorsluijs*), ro. 3.6. Zie o.a. Mok (2004), 50-51 en Timmerman (2003 c), 556-557: “Het wanbeleidoordeel mag geen spookoordeel worden. De beestjes moeten bij naam genoemd worden. Het zijn alleen mensen die echt kunnen handelen.” Kritisch is Van Solinge (1998), 48 e.v., 60-61.

24.c. *Ondermaats bestuurlijk gedrag en schuld binnen het enquêterecht*

Een oordeel over de persoonlijke aansprakelijkheid van het bestuur voor de eventuele schadelijke gevolgen van ‘wanbeleid’ dient de Ondernemingskamer niet te vellen. Dat valt buiten de kaders van het enquêterecht.⁴⁴ Dit is door de Hoge Raad en de Ondernemingskamer bij herhaling onderkend.⁴⁵ Wel kan het oordeel van de Ondernemingskamer volgens de Hoge Raad tot op zekere hoogte van betekenis zijn in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure.⁴⁶

Anders dan in de context van bijvoorbeeld art. 2:9 BW, art. 2:138/248 BW en art. 6:162 BW, waarin het wel primair gaat om persoonlijke aansprakelijkheid, speelt het element schuld een minder centrale rol binnen het enquêterecht.

Doorgaans wordt in dit verband het begrip ‘(subjectieve) verwijtbaarheid’ gehanteerd, maar in navolging van Van Dam verwijs ik telkens naar het meer eenduidige begrip ‘schuld’.⁴⁷

Met schuld bedoel ik het vereiste dat ten tijde van de ondermaatse – of: normoverschrijdende – gedraging het bestuur geacht mag worden:

1. te hebben kunnen weten dat hij zich ondermaats gedraagt;
2. én zich anders te hebben kunnen gedragen.⁴⁸

Of daarvan sprake is wordt bepaald door de voorliggende norm en de omstandigheden van het geval.

Omdat van het bestuur wordt verwacht dat hij voor zijn taak is berekend, mag als ‘maatman’ kort gezegd worden gehanteerd een bestuur met de voor die vennootschap minimaal

44 Is het dan wel zo zuiver om in het enquêterecht begrippen te hanteren die zijn toegesneden op de persoonlijke aansprakelijkheidscontext (van art. 2:9 BW), zoals ‘onbehoorlijke taakvervulling’ of ‘ernstig verwijt’? Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.23, 3.42, 3.50 en HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.26. Zie o.a. Van Ginneken (2006), 529. Omgekeerd rept de Hoge Raad in o.a. de persoonlijke aansprakelijkheidsprocedures HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobiëlbedrijf Venlo), ro. 3.3.2 en HR 13 oktober 2000 (S./SOBI), ro. 3.3 e.v. – in navolging van het gerechtshof – over ‘wanbeleid’. Zie o.a. Mok (2004), 51 en Van Solinge (1998), 38.

45 Vgl. o.a. HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.3; Ok. 19 juni 1997 (Bobel), ro. 4.25; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.13.5. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma), ro. 3.4 en Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 7. Zie o.a. Winters (2006), 1250-1251 en Timmerman (2003 c), 556.

46 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1; HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8; en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 5. Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.b.

47 Van Dam (2000), 248.

48 Zie o.a. Van Dam (2000), 250, 255: “Bij de toerekening op grond van schuld zijn twee elementen van belang, namelijk kenbaarheid en vermijdbaarheid (...), met andere woorden: kennen en kunnen. Het gaat dan om de verstandelijke en de fysieke mogelijkheden van de mens. (...) Bij toerekening op grond van schuld gaat het niet alleen om het verweer ‘ik wist niet beter’ (kenbaarheid) maar ook om het verweer ‘ik kon er niets aan doen’ (vermijdbaarheid).”

HOOFDSTUK V

vereiste mate van oplettendheid en kunde, uitgaande van dezelfde omstandigheden.⁴⁹ Het gaat dan om een objectieve toetsing, omdat niet uitgegaan wordt van de persoonlijke eigenschappen van het bestuur wiens gedrag getoetst wordt maar van een functioneel vergelijkingsstype.⁵⁰ Dat het bestuur niet voor zijn taak berekend is kan dan niet collectief disculperend werken. Daarvoor moet het bestuur instaan. Let wel, maximale oplettendheid en kunde wordt niet verwacht. Het gaat om de oplettendheid en kunde die in soortgelijke omstandigheden minimaal van de 'maatman' kunnen worden verwacht. Dit is een vrij mild functioneel vergelijkingsstype maar er wordt wel een redelijk goed niveau verwacht. Daar staat tegenover dat bij een bestuur met aanwijsbaar meer dan de minimaal vereiste oplettendheid en kunde schuld wellicht eerder kan worden aangenomen.

Zo is schending van een eenduidige statutaire bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen doorgaans dusdanig voorzienbaar dat schuld dan voor de hand ligt, maar schuld kan ontbreken afhankelijk van de omstandigheden van het geval.⁵¹ Bij minder eenduidige normen zullen de omstandigheden van het geval vaker een bepalende rol spelen bij beantwoording van de vraag of in het geheel wel sprake is van schending daarvan.⁵² Bij bevestigende beantwoording van die vraag is de stap naar de aanwezigheid van schuld doorgaans geen al te grote.⁵³

Schuld lijkt geen noodzakelijke voorwaarde voor 'wanbeleid' te zijn, zoals blijkt uit de *VIBA*-beschikking⁵⁴ van de Hoge Raad met betrekking tot de gebrekkige inrichting van de jaarrekening door *VIBA* in de jaren 1995-1999.⁵⁵ Aan de (dis)kwalificatie 'wanbeleid' doet in dat verband volgens hem niet af:

- dat de verwerking in de jaarrekening van het belang in *Hardamant* steeds is gebeurd op advies van de accountant van *VIBA*;

49 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.8 en HR 10 januari 1997 (*Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*), ro. 3.3.1. Vgl. ook o.a. Rb. Utrecht 9 juni 2004, ro. 4.3 en Rb. Zwolle 11 december 2002 (*AMS Modificatie/X.*), ro. 4.3. Zie o.a. *Glasz/Beckman/Bos* (1994), 5, 110, 113-114. Ik wijs ook op HR 13 oktober 2006 (*De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or*), ro. 4.3.4. Zie o.a. *Van Dam* (2000), 251: "De op dat tijdstip (...) aanwezige en vereiste kennis en kunde zijn beslissend voor toerekening op grond van schuld."

50 Zie over dat onderscheid o.a. *Van Dam* (2000), 258 e.v.

51 Vgl. in de context van art. 2:9 o.a. BW HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), ro. 3.4.5.

52 Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (*Laurus*), ro. 3.27-3.28, 3.37.

53 Zie o.a. *Uniken Venema* (1995), 81-82. *Uniken Venema* is oud-lid van de Ondernemingskamer. Zo zal een – in het licht van de omstandigheden van het geval – overhaaste voorbereiding van een zakelijke beleidsafweging, welke voorbereiding om die reden ondermaats wordt geacht, meebrengen dat het bestuur dienaangaande anders (i.e. minder gehaast) kon handelen. Bijzondere omstandigheden daargelaten ligt het dan niet erg voor de hand dat het bestuur niet hoefde te weten dat hij dienaangaande ondermaats handelde. De aanwezigheid van schuld ligt dan in de rede.

54 HR 21 februari 2003 (*VIBA*), ro. 3.5.6.

55 Ik wijs ook op o.a. HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.6 en HR 17 mei 1989 (*Van den Berg/Van den Berg*), ro. 3.7. Ik heb de indruk dat de schuldvraag met name een minder grote rol speelt in – kort gezegd – impasse situaties.

- dat deze wijze van verwerking volgens de accountant in overeenstemming was met de wet;
- en dat de jaarrekeningen door de accountant steeds van een goedkeurende verklaring zijn voorzien.⁵⁶

“[R]eeds het feit dat de desbetreffende jaarstukken op dit essentiële punt onvoldoende informatief waren, [levert] wanbeleid op: de schuldvraag doet dus niet ter zake” aldus A-G Bakels in zijn conclusie voor de *VIBA*-beschikking⁵⁷ van de Hoge Raad. Binnen het enquêterecht richten de Hoge Raad en de Ondernemingskamer zich doorgaans primair op de vraag of sprake is van normschendend gedrag, maar het schuld element kan bij de beoordeling een rol spelen.⁵⁸

25. Drie normatieve kernbegrippen

In de wettelijke regeling van het enquêterecht wordt op diverse plaatsen het beleid in een normatief kader geplaatst.

- Artikel 2:350 lid 1 BW bevat het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.
- Artikel 2:354 BW bevat – onder meer – het begrip ‘onjuist beleid’.
- Artikel 2:355 lid 1 BW bevat het begrip ‘wanbeleid’.⁵⁹

Deze gefaseerde systematiek veronderstelt een zekere normatieve hiërarchie.

⁵⁶ Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 10.6 en Ok. 7 december 1989 (*VBB*), ro. 4.9.3.10. In laatstgenoemd geval liggen de zaken in zoverre anders ten opzichte van de aan HR 21 februari 2003 (*VIBA*) ten grondslag liggende casus, dat sprake is van het “desbewust versluieren van de werkelijke stand van zaken.” Daarvan is in de *VIBA*-casus geen sprake. A-G Bakels verwijst in zijn conclusie voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*) overigens wel naar Ok. 7 december 1989 (*VBB*), ro. 4.9.3.10 maar niet naar HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 10.6. Zie in kritische zin o.a. Timmerman (2003 c), 560.

⁵⁷ A-G Bakels in 2.43 voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*). Vgl. o.a. Ok. 2 november 1995 (*Text Lite Holding*), ro. 4.3-4.4, 4.6.

⁵⁸ Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (*KPNQwest*), ro. 3.32 over “een verwijtbaar tekortschieten in de informatievoorziening”; Ok. 5 december 2006 (*Bidou*), ro. 3.2 over het “verwijtbaar negeren of beschadigen” van bepaalde belangen; en HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26 over een ‘ernstig verwijtbare’ handelwijze. Zie o.a. Timmerman (2003 c), 561 die van mening is dat “zaken als opzet en schuld” bij het wanbeledoordeel een rol mogen spelen, zij het dat deze “ook weer niet doorslaggevend [zijn] bij het vellen van het wanbeledoordeel.” Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (*VIBA*), ro. 3.4.3.

⁵⁹ Hoewel de begrippen ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ wellicht anders doen vermoeden is het niet zo dat alleen gedragingen van het beleidvormende orgaan bij uitstek, het bestuur, onderwerp van toetsing door de Ondernemingskamer kunnen zijn. Illustratief is HR 9 juli 1990 (*Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis*), ro. 3.3. Zie o.a. Kroeze/Timmerman/Wezeman (2005), 133: “Voorwerp van onderzoek is vooral het beleid van het bestuur, maar ook kan onderzoek plaatsvinden naar gedragingen van de raad van commissarissen of van de aandeelhoudersvergadering.”

HOOFDSTUK V

De vaststelling dat ‘gegronde redenen’ bestaan ‘om aan een juist beleid te twijfelen’ heeft een minder (dis)kwalificerende strekking dan op basis van het onderzoeksverslag vastgesteld ‘onjuist beleid’, wat weer een minder (dis)kwalificerende strekking heeft dan op basis van het onderzoeksverslag vastgesteld ‘wanbeleid’.⁶⁰ Dit valt niet alleen op taalkundige gronden te verklaren, maar ook door het feit dat deze (dis)kwalificaties contextgebonden zijn en een specifieke plaats innemen in het enquêterecht. In de context van art. 2:350 lid 1 BW gaat het er slechts om of er feiten aannemelijk gemaakt zijn die op zichzelf – afgezien van de nog door de Ondernemingskamer te maken belangenafweging – rechtvaardigen dat de Ondernemingskamer één of meer onderzoekers aan het werk zet, wat niet hoeft neer te komen op een vermoeden van ‘wanbeleid’.⁶¹ De Ondernemingskamer kan dan een onderzoek gelasten, maar zij kan niet in verstrekkende mate ingrijpen binnen de vennootschap door het treffen van één of meer voorzieningen ex art. 2:356 BW. Wel kan de Ondernemingskamer in elke stand van het geding op verzoek van de partij die het enquêteverzoek indient onmiddellijke voorzieningen treffen ex art. 2:349a lid 2 BW als de toestand van de vennootschap en/of het belang van het onderzoek dat vereisen/vereist.⁶² Wil de Ondernemingskamer voorzieningen ex art. 2:356 BW kunnen treffen dan dient uit het onderzoeksverslag te blijken dat sprake is – geweest – van (*zeer*) *ernstig* tekortschietend beleid, oftewel ‘wanbeleid’.⁶³

Zo geeft de Ondernemingskamer in haar *Ogem Holding*-beschikking⁶⁴ de volgende beschrijving van het enquêterecht: “De regeling van het recht van enquête in titel 7 Boek 2 BW bevat, voor zover hier van belang, anders dan de regeling zoals die was voorzien in de

60 Zie Memorie van Antwoord (1968-1969), 15. A-G Timmerman merkt in 3.3 voor HR 23 juni 2006 (CallActive) op dat ‘wanbeleid’ een aanmerkelijk hoger normatief karakter heeft dan ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.

61 Zie o.a. Josephus Jitta in zijn noot sub 8 bij Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold): “De vraag is niet of een handelwijze als wanbeleid betiteld zal kunnen worden, maar of een handelwijze een gegronde reden vormt om aan een juist beleid te twijfelen. Daarbij beperkt de wet niet de mogelijkheid van een onderzoek tot feiten die indien die in een onderzoek bevestigd worden tot het oordeel wanbeleid kunnen leiden.”

62 Zie o.a. Geerts (2004), 241 e.v. en Olden (2003), 549-555. Uit de praktijk blijkt in toenemende mate dat de Ondernemingskamer onmiddellijke voorzieningen treft zonder het eigenlijke enquêteverzoek te behandelen, laat staan een enquête te gelasten. Vaak wordt laatstgenoemd verzoek ter behandeling aangehouden tot een nader te bepalen datum en in die zin ‘ontkoppeld’ van het verzoek om onmiddellijke voorzieningen. De Ondernemingskamer fungeert in die gevallen in wezen als een kort geding rechter die ordemaatregelen treft waarbij de vraag of een onderzoek – dat getuige HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.2 de kern vormt van het huidige in de wet neergelegde stelsel van het enquêterecht – dient te worden gelast nogal eens een ondergeschikte rol speelt. Zie o.a. De Mol van Otterloo (2005), 171 e.v.; Josephus Jitta (2004), 8, 35; en Timmerman (2003 c), 558.

63 Zie o.a. Geerts (2004), 278: “Het systeem van het enquêterecht is duidelijk: zonder enquêteverzoek kan de OK geen onmiddellijke voorzieningen zoals bedoeld in art. 2:349a lid 2 BW treffen en zonder onderzoek kan de OK geen art. 2:356 BW-voorzieningen treffen.”

64 Ok. 22 december 1983 (*Ogem Holding*), ro. 7.

art. 53 e.v. K, naast de mogelijkheid tot het doen instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van bepaalde rechtspersonen ook de mogelijkheid tot het doen vaststellen van wanbeleid en het doen treffen van maatregelen. Reeds uit het feit dat beide rechtsgangen, onderscheiden van elkaar, in de wet voorkomen volgt dat aan deze onderscheiding betekenis moet worden toegekend. Dit spreekt te meer indien ook de wetsgeschiedenis in aanmerking wordt genomen. Bij de Wet van 10 sept. 1970, Stb. 1970, 411, tot wijziging van het enquêterecht zijn de art. 53-54c K gewijzigd. De toen gewijzigde voorschriften zijn bij de invoering van Boek 2 BW voor zover hier van belang, ongewijzigd in titel 7 Boek 2 BW opgenomen. Aan de regeling zoals die voor de herziening van het enquêterecht gold, lag de gedachte ten grondslag dat bescherming moest worden geboden tegen een gebrek aan openheid en een onbevredigende gang van zaken. Het voorschrift van art. 53c K opende de mogelijkheid tot het instellen van een onderzoek teneinde openheid te verkrijgen en verantwoordelijkheid voor het gevoerde beleid vast te (doen) stellen. Uit de geschiedenis van het tot stand komen van de Wet van 10 sept. 1970 blijkt dat de wetgever streefde naar een verder strekkende regeling dan die welke het Wetboek van Koophandel bevatte. *Daarbij is, voor zover hier van belang, beoogd om indien blijkt dat het beleid van de rechtspersoon in zo ernstige mate is tekortgeschoten dat van wanbeleid moet worden gesproken, het treffen van voorzieningen mogelijk te maken* (cursief, BFA). Onverkort is echter aldus voorop blijven staan dat het recht van enquête bescherming diende te bieden tegen een gebrek aan openheid en een onbevredigende gang van zaken.”

Dit is een duidelijk sterkere (dis)kwalificatie dan ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ die rechtvaardigt dat de Ondernemingskamer, indien nodig, dergelijke ingrijpende maatregelen kan nemen.

De voorzieningen die de Ondernemingskamer ex art. 2:356 BW – al dan niet gecombineerd – kan treffen indien van ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW is gebleken gaan duidelijk verder dan de maatregel die de rechter in een art. 2:15 BW-procedure kan nemen. In laatstgenoemde procedure kan de rechter ‘slechts’ een besluit van een orgaan van de vennootschap vernietigen, maar ‘reeds’ op de in art. 2:15 lid 1 BW genoemde gronden. Anders gezegd: aan de beperkingen van art. 2:15 BW is de Ondernemingskamer niet gebonden⁶⁵, maar wil zij voorzieningen ex art. 2:356 BW kunnen treffen dan dient wel sprake te zijn van ‘wanbeleid’, wat niet automatisch gegeven is bij strijd met (1) een wettelijke of statutaire bepaling die het tot stand komen van besluiten regelt, (2) de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW of (3) een reglement (vgl. art. 2:15 lid 1 BW).⁶⁶

65 Zie o.a. Geerts (2004), 285 e.v.

66 Illustratief – wat er verder ook van zij – is het oordeel van de Ondernemingskamer in Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.8, dat in essentie ook terug te vinden valt in o.a. Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.5, dat “[i]n beginsel enkel handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid die de rechtspersoon en de bij haar betrokkenen – jegens elkaar – in acht hebben te nemen dan wel een enkele misslag met betrekking tot het beleid van de rechtspersoon, op zichzelf en zonder méér dus onvoldoende [zijn] om tot het gelasten van een onderzoek over te gaan.” Als dit volgens de Ondernemingskamer reeds ontoereikend is om in de eerste fase “tot het gelasten van een onderzoek over te gaan” is dit *a fortiori* ontoereikend voor het treffen van art. 2:356 BW-voorzieningen vanwege gebleken ‘wanbeleid’ in de tweede fase.

HOOFDSTUK V

Blijkt wel van tekortschietend beleid – bijvoorbeeld door (schuldig) normschendend bestuurlijk gedrag – maar niet dusdanig dat het als ‘wanbeleid’ geduid kan worden, dan is sprake van ‘onjuist beleid’. Het enquêterecht laat die ruimte doordat ‘wanbeleid’ terughoudend moet worden uitgelegd.⁶⁷ ‘Onjuist beleid’ vormt een lichtere (dis)kwalificatie dan ‘wanbeleid’.⁶⁸

Ik laat Minister van Justitie Polak aan het woord: “De ondernemingskamer onderzoekt of uit de gegevens die haar ter beschikking staan gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen zijn af te leiden en wijst, bij beantwoording in bevestigende zin, het verzoek tot de instelling van een enquête toe. Uit het resultaat van het onderzoek kan blijken dat achteraf gezien de twijfel toch ongegrond was, of dat inderdaad van een onjuist beleid moet worden gesproken. Blijkt het beleid in zeer ernstige mate te zijn tekort geschoten, zodat van wanbeleid moet worden gesproken, dan is er voldoende aanleiding tot toepassing van een of meer voorzieningen door de ondernemingskamer, voor zover niet reeds vrijwillig maatregelen zijn getroffen.”⁶⁹

Polak maakt daarmee mijns inziens onderscheid in drie mogelijke resultaten van het verrichte onderzoek, uitgaande van een vermoeden van ‘onjuist beleid’ in de eerste fase:

1. het vermoeden van ‘onjuist beleid’ blijkt zonder grond te zijn;
2. het vermoeden van ‘onjuist beleid’ blijkt gegrond, er is sprake van ‘onjuist beleid’;
3. het vermoeden van ‘onjuist beleid’ blijkt gegrond, er is zelfs sprake van ‘wanbeleid’.

Wanneer de Ondernemingskamer in de eerste fase een vermoeden van ‘wanbeleid’ heeft vallen de volgende drie mogelijke resultaten van het verrichte onderzoek te onderscheiden:

4. het vermoeden van ‘wanbeleid’ blijkt zonder grond te zijn, ook van ‘onjuist beleid’ is geen sprake;
5. het vermoeden van ‘wanbeleid’ blijkt zonder grond te zijn, er is wel sprake van ‘onjuist beleid’;
6. het vermoeden van ‘wanbeleid’ blijkt gegrond, er is sprake van ‘wanbeleid’.

Bij slechts ‘onjuist beleid’ kan de Ondernemingskamer geen art. 2:356 BW-voorzieningen treffen, maar desverzocht wel ex art. 2:354 BW oordelen dat de vennootschap de kosten van het onderzoek mag verhalen op – bijvoorbeeld – de voor dat ‘onjuiste beleid’ verantwoordelijke bestuurder(s), indien van die verantwoordelijkheid uit het onderzoeksverslag blijkt en met inachtneming van alle omstandigheden van het geval (waaronder de mate van schuld van de betrokken bestuurder(s) en de hoogte van de kosten van het onderzoek).⁷⁰

Wat zegt dit over de drempel van de toegangspoort tot het gelasten van een onderzoek en het daarmee samenhangende begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’?

67 Vgl. met name HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2; HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.4.3; en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.5.

68 Zie o.a. Slagter (2005), 554-555 en Geerts (2004), 229-230. Van Solinge (1998), 55 spreekt over “althans theoretisch – een minder zwaar vergrijp” dan ‘wanbeleid’.

69 Memorie van Toelichting (1967-1968), 6.

70 Zie nummer 29 hierna.

1. Ten eerste is de mogelijke afwezigheid van ‘juist beleid’ niet uitwisselbaar met de mogelijke aanwezigheid van ‘wanbeleid’. De mogelijke afwezigheid van ‘juist beleid’ omvat tevens de mogelijke aanwezigheid van ‘onjuist beleid’, een begrip dat door A-G Van Soest in zijn conclusie voor de *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking van de Hoge Raad is omschreven als ‘verkeerd beleid’, te onderscheiden van het met ‘wanbeleid’ corresponderende ‘zeer ernstig verkeerde beleid’.⁷¹
2. Ten tweede gaat het alleen om kort gezegd een *vermoeden* van ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’. Objectief bezien moet het best eens zo kunnen zijn dat de Ondernemingskamer na onderzoek van de relevante feiten – op basis van het onderzoeksverslag – blijkt dat het beleid, in het licht van alle omstandigheden van het geval, ten minste ‘onjuist’ te noemen is.⁷² Een vermoeden van ‘wanbeleid’ is mogelijk, maar niet vereist.⁷³

De (dis)kwalificatie ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ kan alleen toepassing vinden in de eerste fase op basis van de aannemelijk te achten feiten.⁷⁴ Daarbij heeft volgens de Ondernemingskamer als uitgangspunt te gelden

71 A-G van Soest voor HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*): “De wettelijke eis voor het bevelen van een enquête is derhalve in twee opzichten lichter dan voor het treffen van voorzieningen: a. het verkeerde beleid behoeft niet gebleken te zijn; vereist is slechts gegronde twijfel daaromtrent; b. het gaat om niet meer dan verkeerd beleid; voor het treffen van voorzieningen moet het beleid in zeer ernstige mate verkeerd zijn.” Anders Mok (2004), 46 die meent dat ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW “een samenvatting beoogt te zijn van ‘een onjuist beleid of een onbevredigende gang van zaken van de rechtspersoon’” als bedoeld in art. 2:354 BW.

72 Vgl. o.a. Ok. 5 oktober 2005 (*Smit Transformatoren*), ro. 3.2 en Ok. 25 juli 2002 (*Crescendo Investment Group Holding I*), ro. 3.1. Ik wijs ook op o.a. Ok. 2 januari 1992 (*Bobel*), ro. 4.3-4.4. Zie o.a. A-G Timmerman in 2.21-2.24 voor HR 4 februari 2005 (*Landis Group*) en A-G Van Soest voor HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*): “Veeleer moet men aannemen, dat ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ zijn: feiten die tezamen een behoorlijke kans inhouden, dat het beleid bij nader onderzoek onjuist blijkt. (...) De rechter moet dus de overtuiging krijgen, dat er een behoorlijke kans bestaat, dat een enquête een onjuist beleid uitwijst. De vraag, of hij in een concrete situatie deze overtuiging al dan niet gekregen heeft, is een feitelijke vraag waarop het antwoord zich bezwaarlijk leent voor toetsing in cassatie.”

73 Zie o.a. Nota naar aanleiding van het eindverslag (1992-1993), 2: “Een eerste vereiste voor het inleiden van een enquêteprocedure is immers, dat een vermoeden van onjuist beleid bestaat.” Vgl. o.a. Ok. 14 januari 1993 (*KMZM*), ro. 5 over “de vraag of sprake kan zijn van een onjuist beleid.”

74 Vgl. o.a. Ok. 5 april 2007 (*Holding Heerseweeg*), ro. 3.3; HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 4.2; en Ok. 20 januari 2004 (*Oceanmotive*), ro. 3.5. De Ondernemingskamer rept ook wel over vastgestelde feiten. Vgl. o.a. Ok. 28 november 2003 (*Best Advice Financiële Dienstverlening*), ro. 3.2-3.5. Soms maakt zij onderscheid in ‘redenen’ en ‘gegronde redenen’, zoals in Ok. 26 mei 2005 (*Parkeer Groep Nederland*), ro. 3.10 en Ok. 8 oktober 1998 (*European Bulk Services*), ro. 4.3-4.4. In o.a. Ok. 5 juni 2003 (*Schrans*), ro. 3.7 spreekt de Ondernemingskamer over ‘zodanig gegronde redenen’ dat een onderzoek naar het beleid gerechtvaardigd is. In o.a. Ok. 14 februari 2005 (*Blue Strawberry Media*), ro. 3.5 verwijst zij weer naar ‘redenen voor twijfel aan een juist beleid’ en acht zij ondanks deze ‘redenen’ een onderzoek niet geïndiceerd. Vgl. ook o.a. Ok. 3 november 2000 (*Houthandel C. van Duijn & Zonen*), ro. 3.2, 3.5.

HOOFDSTUK V

dat slechts de gronden kunnen worden beoordeeld die in het verzoekschrift zijn neergelegd.⁷⁵

Indien het enquêteverzoek niets inhoudt dat op de doeleinden van een enquête betrekking heeft of de verzoeker overigens onvoldoende belang heeft bij zijn enquêteverzoek, dan is dat verzoek zoals gezegd niet-ontvankelijk. Is het enquêteverzoek wel onvankelijk maar voldoet het niet aan de overige toewijzingsvereisten, dan dient het te worden afgewezen.⁷⁶ Daarbij kan niet alleen worden gedacht aan de ex art. 2:350 lid 1 BW vereiste ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, maar ook aan de belangenafweging die de Ondernemingskamer vervolgens dient te maken op basis van de voorliggende feiten en omstandigheden van het geval, nu de aan de Ondernemingskamer gegeven bevoegdheid een enquête te bevelen een discretionaire is.⁷⁷

In haar *Koninklijke Ahold*-beschikking⁷⁸ beoordeelt de Ondernemingskamer eerst of sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ alvorens te bezien of de verzoekers wel voldoende belang bij het enquêteverzoek hebben. Ik vraag me af of deze volgorde de meest voor de hand liggende is, nu de Ondernemingskamer dan het enquêteverzoek reeds op de merites heeft beoordeeld alvorens toe te komen aan de vraag of de verzoekers in het geheel wel in hun verzoek ontvangen dienen te worden. De ontvankelijkheidsvraag dient logischerwijs als eerste aan de orde te komen, wat ook in lijn ligt met het systeem van de wet zoals blijkt uit art. 2:349 BW dat voorafgaat aan art. 2:350 lid 1 BW waarin de maatstaf voor toewijzing van een enquêteverzoek is opgenomen.⁷⁹ Voor de beoordeling of de verzoeker voldoende belang heeft bij het enquêteverzoek is ook niet nodig dat de Ondernemingskamer eerst vaststelt dát sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.⁸⁰ Dit strookt met de *KPNQwest*-beschikking⁸¹ van de Ondernemingskamer. Daarin wordt kort gezegd overwogen dat in enig geval tot de beslissing gekomen kán worden dat een enquêteverzoek niet in behandeling hoeft te worden genomen, indien – betrekkelijk – zeker is dat een tot een onderzoek strekkende beslissing niet ten uitvoer gelegd kan en zal worden. De boodschap van de Ondernemingskamer lijkt te zijn dat nu in een dergelijk geval min of meer vaststaat dat een enquête niet plaats zal vinden – en mede gelet op het feit dat het onderzoek de kern vormt van het enquêterecht⁸² –

75 Vgl. o.a. Ok. 30 augustus 2006 (Q-Meat), ro. 3.1.

76 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.2. Hierin vaart de Ondernemingskamer geen bestendige koers. Vgl. o.a. Ok. 22 februari 2006 (Carboply), ro. 3.2. Zie o.a. Geerts (2004), 50-53.

77 Zie nummer 30.a hierna. Instructief zijn HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1-4.4.3 en HR 20 november 1996 (Louder Holdings), ro. 3.3.1 e.v.

78 Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.10.

79 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.1-3.4; Ok. 13 oktober 2006 (Makelaarskantoor H. Post), ro. 3.3; Ok. 24 februari 2006 (CDG Holding), ro. 3.4 e.v.; Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren); Ok. 14 februari 2005 (Blue Strawberry Media), ro. 3.5; en Ok. 8 oktober 1998 (European Bulk Services), ro. 4.3-4.4.

80 Vgl. o.a. Ok. 5 december 2006 (Bidou), ro. 3.1-3.8; Ok. 30 augustus 2006 (Q-Meat), ro. 3.2-3.9; Ok. 4 mei 2005 (Unilever), ro. 3.12-3.13; en Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.17.

81 Ok. 9 januari 2006 (KPNQwest), ro. 2.2 e.v.

82 Vgl. o.a. HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.2.

de doeleinden van een enquête niet gediend kunnen worden, de verzoeker dan geen belang heeft bij zijn verzoek tot toewijzing van een onderzoek. Aan de inhoudelijke behandeling van het enquêteverzoek komt de Ondernemingskamer dan niet toe. De Ondernemingskamer wenst in dat verband wel de nodige terughoudendheid te betrachten, nu “in slechts uitzonderlijke gevallen tot die beslissing kan worden gekomen.”⁸³

Ik wijs in dit verband nog op hetgeen de Hoge Raad benadrukt in zijn *ATR Leasing IV*-beschikking⁸⁴, waaruit onder meer volgt dat het – binnen de grenzen van de wet – in beginsel aan het oordeel van de Ondernemingskamer is overgelaten het verzoek tot een enquête al dan niet toe te wijzen en daaraan invulling te geven. De Hoge Raad lijkt eerste fase beschikkingen van de Ondernemingskamer beduidend terughoudender te toetsen dan haar tweede fase beschikkingen, waarin het wanbeleidoordeel centraal staat⁸⁵: “De ondernemingskamer mag een onderzoek als bedoeld in art. 2:345 BW niet bevelen zonder dat daaraan een daartoe strekkend verzoek ten grondslag ligt, doch als zij gebruik maakt van haar wettelijke bevoegdheden heeft de ondernemingskamer een ruime mate van vrijheid in haar beoordeling. Het is in beginsel aan het oordeel van de ondernemingskamer overgelaten het verzoek tot een enquête al dan niet toe te wijzen, met dien verstande dat ingevolge art. 2:350 BW het verzoek slechts toewijsbaar is wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid van de betrokken rechtspersoon te twijfelen (HR 20 november 1996, nr. OK55, NJ 1997, 188). De ondernemingskamer moet daarbij zowel op de belangen van verzoekers tot een enquête letten als op die van andere bij de (onderneming van de) rechtspersoon betrokken belanghebbenden. Daarbij staat het belang van de rechtspersoon voorop. Met het oog hierop en gelet op de aard van deze op een spoedige beslissing gericht procedure, past het niet de eis te stellen dat de ondernemingskamer slechts kan beslissen binnen de strikte grenzen van het verzoek zoals verzoekers dit hebben ingekleed. Deze beoordelingsvrijheid brengt mee dat belanghebbenden, ook indien zij niet de bevoegdheid hebben een verzoek tot het bevelen van een onderzoek in te dienen, over alle aspecten van het (verzoek tot het bevelen van een) onderzoek hun standpunt mogen kenbaar maken, dus niet alleen over de al dan niet toewijsbaarheid van het verzoek, maar ook over de aard en omvang van het eventueel door de ondernemingskamer te bevelen onderzoek, waaronder begrepen de periode waarover het zich moet uitstrekken. Als de ondernemingskamer vervolgens van oordeel is dat het verzoek toewijsbaar is, zal zij de omvang van het onderzoek, en daarmee dus eveneens de periode waarover dat zich moet uitstrekken, alsmede van de daartoe noodzakelijke voorzieningen dienen te bepalen. Haar komt daarbij een grote mate van vrijheid toe (HR 6 juni 2003, nr. R02/078, NJ 2003, 486). Daarbij zal de ondernemingskamer, in verband met het voorschrift van art. 24 Rv., geen beslissing mogen geven waarop de betrokken partijen, gelet op het verloop van het geding en het processuele debat, niet bedacht behoeft te zijn en over de consequenties waarvan zij zich niet hebben kunnen uitlaten. Het staat de ondernemingskamer dan ook niet vrij beslissingen te geven of voorzieningen te treffen die niet stroken met de strekking van het ingediende verzoek of die aan de kenbare bedoeling van verzoekers zodanig afbreuk doen dat

83 Ok. 9 januari 2006 (KPNQwest), ro. 2.5. Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.

84 HR 30 maart 2007 (*ATR Leasing IV*), ro. 4.4.

85 Dit wordt geïllustreerd door HR 18 november 2005 (Unilever); HR 18 april 2003 (RNA); HR 21 februari 2003 (HBG); en HR 21 februari 2003 (VIBA).

HOOFDSTUK V

moet worden aangenomen dat zij het verzoek, als daaraan op deze wijze uitvoering wordt gegeven, niet zouden hebben gehandhaafd.”

Het is niet zo dat de verzoeker in de eerste fase moeten kunnen aantonen dat sprake is van bijvoorbeeld een falend ondernemingsbeleid of dat een crisis in de onderneming gaande is dan wel dreigt te ontstaan.⁸⁶ Puur externe oorzaken kunnen geen grond vormen om een enquête in te stellen.⁸⁷ Hoewel de omstandigheid dat de betrokken partijen hebben verzocht om dan wel hebben ingestemd met een onderzoek op zichzelf en zonder meer niet doorslaggevend is, vormt die omstandigheid volgens de Ondernemingskamer wel minst genomen een belangrijke aanwijzing dat een onderzoek moet worden gelast.⁸⁸ Erkenning door de vennootschap dat zij een ‘onjuist beleid’ heeft gevoerd hoeft aan toewijzing van het enquêteverzoek niet in de weg te staan, mede gelet op de doeleinden van de enquête en het feit dat de voorzieningen als bedoeld in art. 2:356 BW slechts getroffen kunnen worden op basis van het onderzoeksverslag indien daaruit van ‘wanbeleid’ is gebleken.

26. Het begrip ‘wanbeleid’

26.a. *Wetsgeschiedenis*

Uit de wetsgeschiedenis van het enquêterecht wordt duidelijk dat de wetgever onder ‘wanbeleid’ een zeer ernstig tekortschietend beleid verstaat. Het moet, alle omstandigheden van het geval indachtig, gaan om flagrant – schuldig – ondermaats beleid.⁸⁹ ‘Wanbeleid’ is een zware (dis)kwalificatie, een aanvullende vorm van afkeuring die in zoverre exclusief te noemen is. ‘Wanbeleid’ is niet uitwisselbaar met bijvoorbeeld gedrag dat bestaat uit het enkele handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW (op basis waarvan ex art. 2:15 lid 1 sub b BW vernietiging van een besluit mogelijk is), hoewel handelen in strijd met het bepaalde in art. 2:8 BW onder omstandigheden wel als ‘wanbeleid’ kán (dis)kwalificeren.⁹⁰

Polak merkt desgevraagd op dat ‘wanbeleid’ op zowel sociaal, commercieel als financieel gebied kan voorkomen. Van sociaal ‘wanbeleid’ is sprake wanneer systematisch door de ondernemingsleiding onaanvaardbare verhoudingen worden geschapen. Van commercieel

⁸⁶ Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 6-7 en Memorie van Antwoord (1968-1969), 13.

⁸⁷ Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 8. Vgl. o.a. Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.12.

⁸⁸ Vgl. o.a. Ok. 24 maart 2005 (Cordial Beheer en Registergoederen), ro. 3.1. Vgl. ook o.a. Ok. 15 december 1977 (United Industries Nederland) en Ok. 15 november 1973 (Lisman en Lisman).

⁸⁹ Zie Handelingen (1969-1970), 2910.

⁹⁰ Vgl. o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4, 3.6.

en financieel ‘wanbeleid’ is sprake wanneer het bestuur een bedrijfspolitiek zou voeren die de onderneming naar de afgrond leidt. Ondernemingsleiding en bestuur lijken in dit verband door Polak te worden gelijkgeschakeld. Van ‘wanbeleid’ kan ook sprake zijn als daardoor slechts één groep binnen de vennootschap of de onderneming getroffen wordt. Voorts merkt Polak op dat voor ‘wanbeleid’ een zekere bestendigheid en ‘volharding in het kwaad’ vereist is. Dit illustreert hij door een eenmalig kennelijk onredelijk ontslag niet als ‘wanbeleid’ te duiden, maar een door de ondernemingsleiding systematisch gevoerde onredelijke ontslagpolitiek wel. Dit beeld wordt weer genuanceerd door zijn – daarmee niet geheel te rijmen – overweging dat binding van het personeel van een weinig florende onderneming door toekenning van een extra-maandsalaris bij de jaarwisseling ‘wanbeleid’ kán maar geenszins hoeft te zijn. Als daardoor bijvoorbeeld bekwaam personeel voor de onderneming behouden blijft en de onderneming grond heeft voor de verwachting dat daardoor een verbetering in de toestand kan worden bereikt zal van ‘wanbeleid’ geen sprake zijn. Het besluit tot sluiting of inkrimping van een bedrijf om commercieel goede redenen kan volgens Polak op zichzelf ook moeilijk ‘wanbeleid’ opleveren dat door sancties van de Ondernemingskamer ongedaan gemaakt kan worden. Het is wel denkbaar dat de uitvoering van een dergelijk besluit getuigt van een zodanig ‘wanbeleid’, bijvoorbeeld vanwege een ontoereikende afvloeiingsregeling voor de werknemers.⁹¹

Omdat het begrip ‘wanbeleid’ wordt gebruikt in een betekenis die niet afwijkt van het spraakgebruik en de rechter in ieder afzonderlijk geval zal dienen te beslissen of sprake is van beleidsfouten die zodanig ernstig zijn dat sprake is van ‘wanbeleid’, is van het begrip ‘wanbeleid’ geen omschrijving opgenomen in de wet. Het is aan de rechter overgelaten daaraan invulling te geven.⁹²

De Hoge Raad vat de met het begrip ‘wanbeleid’ verband houdende wetsgeschiedenis van het enquêterecht kort en bondig samen in zijn *Ogem Holding*-beschikking.⁹³

Het blijkt dat de Hoge Raad in de context van het enquêterecht doorgaans veel waarde hecht aan de uit de wetsgeschiedenis voortvloeiende parameters, de kennelijke bedoelingen van de wetgever en de systematiek en tekst van de wet.⁹⁴

De Hoge Raad overweegt allereerst dat gelet op de ontstaansgeschiedenis van art. 2:355 BW de wetgever het niet nodig geacht heeft in de wet een omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’ op te nemen, omdat dit begrip wordt gebruikt in een betekenis die niet van het spraakgebruik afwijkt en de rechter toch in elk afzonderlijk geval zal moeten beslissen of de gemaakte beleidsfouten zo ernstig zijn dat van ‘wanbeleid’ moet worden gesproken. Hieruit volgt volgens de Hoge Raad dat niet iedere beleidsfout als ‘wanbeleid’ kan worden aangemerkt, maar dat de fout van

91 Zie Memorie van Antwoord (1968-1969), 15. Zie o.a. Mok (2004), 46-49.

92 Zie Memorie van Antwoord (1968-1969), 14.

93 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.2.

94 Illustratief is HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 4.1-4.3.

HOOFDSTUK V

voldoende ernst moet zijn om deze (dis)kwalificatie te rechtvaardigen. Ook volgt volgens de Hoge Raad uit de ontstaansgeschiedenis van art. 2:355 BW dat naar het oordeel van de wetgever een incidentele beleidsfout niet als ‘wanbeleid’ kan worden beschouwd. Dit neemt niet weg dat het ‘wanbeleid’ geen structureel karakter hoeft te vertonen wil van ‘wanbeleid’ in de zin van art. 2:355 lid 1 BW sprake kunnen zijn. Ook een enkele gedraging kan ‘wanbeleid’ opleveren, hetgeen volgens de Hoge Raad met name het geval kan zijn indien die gedraging tot voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft geleid. Dan kan niet worden gesproken van een incident of van een als incidenteel te beschouwen beleidsfout.⁹⁵ ‘Nadelige gevolgen’ is kennelijk ruimer dan het intreden van schade, nu volgens de Hoge Raad niet slechts van ‘wanbeleid’ gesproken kan worden als schade daarvan het gevolg is.⁹⁶ Persoonlijke verwijtbaarheid van bijvoorbeeld bestuurders dient volgens de Hoge Raad niet als een noodzakelijk element van ‘wanbeleid’ te worden beschouwd.⁹⁷ Het ‘wanbeleid’ van organen van de vennootschap en van de daarvan deel uitmakende personen dient in de systematiek van het enquêterecht te worden toegerekend aan de vennootschap: bestuurlijk ‘wanbeleid’ verwordt tot vennootschappelijk ‘wanbeleid’.⁹⁸

Josephus Jitta heeft geopperd het begrip ‘wanbeleid’ te vervangen door een neutraler begrip. Hij denkt daarbij aan een omschrijving als ‘het duurzaam verstoord zijn van de interne verhoudingen binnen de rechtspersoon’, waarin hij als voordelen ziet dat het woordgebruik minder kwalificerend is en de onjuiste indruk wordt weggenomen dat de oorzaak van de problemen gezocht moet worden bij het bestuur van de rechtspersoon. De huidige toets van art. 2:350 lid 1 BW zou hij willen vervangen door ‘gegronde redenen om aan het bestaan van gezonde verhoudingen binnen de rechtspersoon te twijfelen’.⁹⁹ Mijns inziens is dit criterium te eng van opzet, gelet alleen al op de diverse vormen van in (zeer) ernstige mate tekortschietend beleid die door de Ondernemingskamer in de loop der jaren zijn vastgesteld. Het door Josephus Jitta voorgestane criterium dekt welbeschouwd alleen situaties waarin impasses, althans apert ongezonde verhoudingen binnen de vennootschap, de oorzaak van de wantoestand vormen.

Een voorbeeld van dergelijk ‘wanbeleid’ vormt het feitencomplex dat ten grondslag ligt aan de *Taxi Centrale Amsterdam*-eindbeschikking¹⁰⁰ van de Ondernemingskamer: “De Ondernemingskamer is (...) van oordeel dat de TCA-structuur zoals die in de loop der jaren in houd heeft gekregen, zowel wat betreft de personele bezetting als de formele inbedding, heeft geleid tot een toestand van de vennootschap en haar organen die uit een oogpunt van goede corporate governance de toets der kritiek niet (meer) kan doorstaan. Met de onder-

95 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.5. Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.9.3.

96 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.6.

97 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.6. Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.5.1-3.5.7.

98 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.4. Zie nummer 24.b hiervoor.

99 Josephus Jitta (2004), 14.

100 Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.29-3.31.

zoekers is de Ondernemingskamer van oordeel dat de gang van zaken bij de vennootschap en bij Stichting AK te zeer worden beheerst door Grijpink, Van Gelderen en Janmaat en dat deze personen het bij voortduring en steeds verdergaand ertoe hebben geleid dat zij met betrekking tot de gang van zaken in de uitoefening en het bestuur van de onderneming van de vennootschap hun positie hebben versterkt, zulks ten koste van de statutaire en contractuele positie van de certificaathouders-taxiondernemers. (...) De Ondernemingskamer is voorts van oordeel dat in de verhouding tussen de vennootschap en haar certificaathouders, die feitelijk wordt beheerst door de franchisevoorwaarden, allengs een volstrekte eenzijdigheid is geslopen in dier voege dat welhaast een situatie is ontstaan dat de taxiondernemers, die uiteindelijk toch de (middellijke) aandeelhouders van de vennootschap zijn, zich een door het bestuur van de vennootschap gedictieerd keurslijf moeten laten welgevalven met slechts het verbreken van de banden met de vennootschap als alternatief. De Ondernemingskamer merkt bij het vorenstaande nog op dat uit het verslag van de onderzoekers naar voren komt dat de drie genoemde personen doelbewust naar de bestaande situatie hebben toegewerkt. (...) Zoals de onderzoekers vaststelden en in hun verslag met verschillende bevindingen hebben geïllustreerd, is naar het oordeel van de Ondernemingskamer door hetgeen in het vorenoverwogene is gereleveerd, geen sprake van gezonde verhoudingen tussen degenen die bij de vennootschap zijn betrokken, althans een aanmerkelijk gedeelte van deze personen. Op verschillende gebieden is sprake van een groot wantrouwen bij althans een aanmerkelijk deel van de certificaathouders, bijvoorbeeld (...) ten aanzien van de vraag of de vennootschap een objectief beleid voert met betrekking tot de ritverdeling. Het vorenoverwogene noopt tot de gevolgtrekking dat bij de vennootschap en Stichting AK een beleid wordt gevoerd dat ertoe leidt dat de relatie tussen de vennootschap en de bij haar aangesloten ondernemingen van de certificaathouders van de vennootschap in toenemende mate onder druk komt te staan doordat aan die relatie op eenzijdige wijze invulling wordt gegeven in functie van de kennelijke belangen en inzichten van Grijpink, Van Gelderen en Janmaat, zulks terwijl uit de doelstelling van de vennootschap en Stichting AK, gezien in het licht van haar ontstaansgeschiedenis en de bedoeling van de gehele oorspronkelijke TCA-structuur, juist voortvloeit dat haar beleid erop zou moeten zijn gericht dat de vennootschap op een quasi coöperatieve grondslag dienstbaar is aan die ondernemingen van haar certificaathouders.”¹⁰¹ Ik lees deze overwegingen zo dat vorennoemde personen ter behartiging van vooral hun eigen belang en met opzet de certificaathouders in wezen monddood hebben gemaakt en hun rechten ook overigens systematisch hebben uitgehold, wat – tevens – op gespannen voet staat met de oorspronkelijke opzet van het samenwerkingsverband.¹⁰²

Dit ziet op het gevoerde vennootschappelijk beleid, niet zozeer op het gevoerde ondernemingsbeleid. Een dergelijk beperkt ‘wanbeleid’ begrip is niet volledig

101 Het in deze zaak ingestelde cassatieberoep wordt in HR 4 mei 2007 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3 afgewezen met een beroep op art. 81 RO.

102 Vgl. over andere vormen van ongezone verhoudingen o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.3-3.4; Ok. 28 juni 2006 (Van Lennep Verkerke Vermeij Holding), ro. 3.5; Ok. 10 november 1994 (Klufft Distrifood), ro. 4.2.1; en Ok. 18 maart 1976 (Sekisui).

HOOFDSTUK V

functioneel. Hetzelfde geldt dan voor de door Josephus Jitta voorgestelde invulling van art. 2:350 lid 1 BW. Overigens betwijfel ik of in bijvoorbeeld gevallen waarin een impasse is ontstaan op aandeelhoudersniveau en om die reden sprake is van ‘wanbeleid’ van de vennootschap in de praktijk het bestuur daar daadwerkelijk op aangekeken wordt door de buitenwacht. Iets anders is dat de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ een negatieve uitstraling kan hebben naar het bestuur wanneer het bestuurlijk gedrag onderwerp van onderzoek is geweest, maar dat is inherent aan de opzet van het enquêterecht en het uitgangspunt dat de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ tot de daadwerkelijk ernstige gevallen beperkt dient te worden.¹⁰³

Ik heb niet de illusie dat wanneer het begrip ‘wanbeleid’ vervangen zou worden door een andere term die in feite dezelfde lading dekt het bestuur de mogelijk diffamerende gevolgen minder zou voelen. Het nut van dergelijke meer cosmetische aanpassingen zie ik niet direct.

26.b. Aanscherping in de rechtspraak

In haar *Batco Nederland*-eindbeschikking¹⁰⁴ scherpt de Ondernemingskamer het begrip ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW aan door deze (dis)kwalificatie te vertalen als beleid dat ‘strijdig’ is met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’.

“In de onderhavige procedure dienen de bezwaren van de bonden tegen het gevoerde beleid getoetst te worden aan de maatstaf van wanbeleid. De beleidsvrijheid van de onderneming vindt voor wat het enquêterecht betreft zijn grens daar waar hij gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.”¹⁰⁵ Dit begrip ontleent de Ondernemingskamer klaarblijkelijk aan Löwensteyn, met weglating van het woord ‘economisch’ voor ‘verantwoord ondernemerschap’ en onder wijziging van ‘beleid’ in ‘ondernemerschap’.¹⁰⁶

Deze benadering keurt de Hoge Raad niet af in zijn *Ogem Holding*-beschikking.¹⁰⁷

103 Zie o.a. Raaijmakers (2006), 430-431.

104 Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2.

105 Vgl. reeds Ok. 27 maart 1974 (*Verenigde HVA-maatschappijen*), ro. 4: “O. dat geenszins aannemelijk is geworden dat de leiding van HVA te dezen een gedragslijn heeft gevolgd, welke in strijd komt met elementaire beginselen van verantwoord beleid.”

106 Zie A-G Mok in 7.2.2 voor HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*) en Boukema in zijn noot sub 2 bij Ok. 27 maart 1974 (*Verenigde HVA-maatschappijen*): “In rechtsoverweging no. 4 gebruikt het Hof een omschrijving welke Löwensteyn heeft gegeven om het begrip ‘wanbeleid’ in artikel 54 te definiëren: ‘een door de leiding van de onderneming gevolgde gedragslijn, die in strijd komt met de elementaire beginselen van economisch verantwoord beleid’ (...). Het Hof heeft echter de term ‘economisch’ daaruit weggelaten.”

107 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3.

“De OK heeft (...) met betrekking tot de onderwerpen, terzake waarvan zij tot de slotsom is gekomen dat er sprake is geweest van wanbeleid bij Ogem, onderzocht of Ogem te dier zake onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld, en heeft, indien zij deze vraag bevestigend beantwoordde, vervolgens onderzocht of dit onzorgvuldige of laakbare handelen van een zo ernstig karakter is dat moet worden geoordeeld dat Ogem te dier zake heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, zodat wat het betrokken onderwerp betreft sprake is van wanbeleid. Deze werkwijze en het daarbij gehanteerde criterium geven geen blijk van een onjuiste opvatting omtrent het begrip wanbeleid in art. 2:355 BW.”¹⁰⁸

In theorie toetst de Ondernemingskamer – volgens de Hoge Raad – eerst of sprake is van onzorgvuldig dan wel laakbaar gedrag (i.e. de eerste stap) en vervolgens of sprake is van voldoende ernstig onzorgvuldig dan wel laakbaar gedrag om via de band van de ‘elementaire beginselen’ tot ‘wanbeleid’ te kunnen komen (i.e. de tweede stap).

Deze werkwijze valt al af te leiden uit de *Batco Nederland*-eindbeschikking¹⁰⁹ van de Ondernemingskamer: “Onder deze omstandigheden vormt het afbreken door Batco Nederland van het voorgeschreven overleg met de bonden en in de ondernemingsraad een ernstige verwaarlozing van haar verplichtingen dit overleg te voeren. Batco Nederland handelde aldus in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Het in strijd met deze beginselen genomen besluit van Batco Nederland haar fabriek in Amsterdam te sluiten, is dan ook als wanbeleid aan te merken en dient vernietigd te worden.”¹¹⁰

Joosten, oud-lid van de Ondernemingskamer en deel uitmakend van het college dat de *Batco Nederland*-eindbeschikking heeft gewezen, merkt op dat daardoor de wettelijke norm ‘wanbeleid’ nader is bepaald waardoor duidelijkheid over het begrip ‘wanbeleid’ is ontstaan.¹¹¹ De zienswijze van Joosten is interessant, omdat deze wat meer inzicht geeft in de gedachten van de Ondernemingskamer over het geïntroduceerde criterium. Het woord ‘beginselen’ en de term ‘elementair’ impliceren in zijn visie dat niet zonder meer wordt getoetst aan ‘verantwoord ondernemerschap’ maar aan een zodanige norm dat zonder meer duidelijk is dat sprake is van ‘strijd met verantwoord ondernemerschap’. Er dient sprake te zijn van kennelijke strijd met verantwoord ondernemerschap, de rechter treedt slechts ‘marginiaal’ toetsend op, aldus Joosten. Door te spreken over ‘elementaire beginselen’ maakt de Ondernemingskamer volgens hem kenbaar dat zij ‘niet op de stoel van de ondernemer gaat zitten’. De woorden ‘verantwoord ondernemerschap’ duiden er in zijn visie op dat getoetst

108 A-G Mok lijkt in 7.2.3 voor HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*) de accenten een fractie anders te leggen. Zie nadien o.a. A-G Bakels in 2.2-2.7 voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*) en plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*).

109 Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 6.

110 Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (*Taxi Centrale Amsterdam*), ro. 3.33 en HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.4-3.6.

111 Joosten (1990), 62-63, 72.

HOOFDSTUK V

wordt het beleid van, onderscheidenlijk de gang van zaken binnen, de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en).¹¹²

Dit betekent niet dat het in voldoende ernstige mate onzorgvuldig of laakbaar gedrag alle facetten van het beleid dient te betreffen, of dat van ‘wanbeleid’ geen sprake kan zijn omdat het gevoerde ondernemingsbeleid succesvol is.¹¹³

Zo benadrukt de Ondernemingskamer in haar *Batco Nederland*-eindbeschikking¹¹⁴ dat ‘wanbeleid’ zich kan voordoen op bedrijfseconomisch en sociaal gebied, maar ook andere facetten van het beleid kan betreffen: “Van wanbeleid kan o.m. sprake zijn op bedrijfseconomisch en sociaal gebied.”¹¹⁵ In de *Batco Nederland*-eindbeschikking¹¹⁶ overweegt de Ondernemingskamer ten aanzien van het bedrijfseconomische beleid dat zeker bij onvoldoende rentabiliteit het streven naar verbetering daarvan op zichzelf niet als ‘wanbeleid’ kan worden aangemerkt, nu onvoldoende rentabiliteit van een onderneming – dan wel zoals *in casu* van een als organisatorische eenheid beschouwd belangrijk onderdeel daarvan – de continuïteit in gevaar kan brengen. Voor de sociale aspecten van het beleid verwijst de Ondernemingskamer naar het uitgangspunt dat bij de besluitvorming ook de sociale gevolgen daarvan behoren te worden betrokken, zodat rekening moet worden gehouden met de belangen van alle werknemers en in het bijzonder met hun bestaanszekerheid en ontplooiingsmogelijkheden.¹¹⁷ Alleen ten aanzien van de (a-)sociale aspecten van het beleid komt de Ondernemingskamer tot de conclusie dat sprake is van ‘wanbeleid’.¹¹⁸

De (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ is in die zin elastisch en biedt ruimte voor een genuanceerde benadering.

Door de Ondernemingskamer is ‘wanbeleid’ bij herhaling met zoveel woorden vereenzelvigd met ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’.¹¹⁹

112 Vgl. o.a. Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 3 sub a. Dit impliceert dat het begrip ‘verantwoord ondernemerschap’ ziet op zowel het gevoerde ondernemingsbeleid als op het gevoerde vennootschappelijk beleid. Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2. Zie o.a. Buijn/Storm (2005), 439 en Raaijmakers (2003), 1378. Anders o.a. Asser/Maeijer (2000), 817.

113 Vgl. o.a. Ok. 17 maart 1983, ro. 5 en Ok. 15 november 1973 (Lisman en Lisman). Zie o.a. plv. P-G Mok in 3.4.4.6 en 3.4.8.1 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer).

114 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2.

115 Vgl. o.a. Ok. 25 maart 2005 (LdB Ogilvy & Mather), ro. 3.12; Ok. 24 april 2003 (EMBA), ro. 3.15; Ok. 31 januari 2002 (Grote Hoef Beheer), ro. 3.2; Ok. 31 augustus 2001 (De Merwede Holding), ro. 3.9; en Ok. 11 maart 1993 (D.H. Developpement Hollande).

116 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 4-5.

117 Vgl. o.a. Ok. 2 november 1995 (Van Uden’s Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij) en Ok. 17 maart 1983, ro. 5.

118 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 1-9.

119 Doorgaans overweegt de Ondernemingskamer dat in ‘strijd’ is gehandeld met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ (of een variant daarop), niet met *de* ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. Omdat ik deze formule hierna afkort tot ‘elementaire beginselen’ gebruik ik het lidwoord ‘de’ uit praktische overwegingen wel. Ik verwijs dan naar de ‘elementaire beginselen’.

Ik noem onder meer de *Gucci Group*-(eind)beschikking¹²⁰ van de Ondernemingskamer: “(...) aan de hand van de (...) vraag of voorshands voldoende aanwijzingen bestaan dat sprake is van wanbeleid en dus of de rechtspersoon handelt of heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld. (...) Tegen de achtergrond van hetgeen hiervoren is overwogen (...) is de Ondernemingskamer van oordeel dat GUCCI terzake heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en dat dus van wanbeleid van GUCCI sprake is (geweest). (...) Tegen de achtergrond van het voorgaande is de Ondernemingskamer van oordeel dat het aangaan van de Overeenkomst door GUCCI met PPR in strijd is te achten met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en derhalve als wanbeleid van GUCCI heeft te gelden.”¹²¹

Uit recente rechtspraak van de Hoge Raad kan worden afgeleid dat andere invullingen van het begrip ‘wanbeleid’ mogelijk zijn.¹²²

Ik wijs allereerst op de *Zwagerman Beheer*-beschikking¹²³ waarin de Hoge Raad de nadruk legt op ernstige schending van een uit art. 2:8 BW voortvloeiende zorgvuldigheidsplicht als grondslag voor ‘wanbeleid’, niet op ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ of een daaruit voortvloeiende zorgvuldigheidsplicht: “De Ondernemingskamer is klaarblijkelijk uitgegaan van de in art. 2:8 BW neergelegde regel dat de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, zich zodanig jegens elkander moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit de regel vloeit onder meer voort dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van de zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval, waarbij zoals de Ondernemingskamer heeft gedaan, in aanmerking mag worden genomen dat het gaat om minderheidsaandeelhouders en om familierechtelijke verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokken personen. Onder deze omstandigheden, die zich hier voordoen, kan eerder dan in andere gevallen sprake zijn van de mogelijkheid van een vermenging van de belangen van de vennootschap en van sommige van deze personen, zodat er reden is daarop attent te zijn en met de nodige zorgvuldigheid te voorkomen dat ontoelaatbare verstrengeling van belangen ontstaat. Aldus verstaan geeft het bestreden oordeel van de On-

120 Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.7, 3.18, 3.25.

121 Illustratief is Ok. 22 maart 1984: “De onderzoeker komt, zakelijk weergegeven, tot de conclusie dat, naar zijn mening, sedert 1980 geen wanbeleid is gevoerd en voorts dat Y als enig directeur van de vennootschap als manager niet onbekwaam is. De Ondernemingskamer verstaat deze conclusie zo dat van enig handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap met betrekking tot het eigenlijke bedrijfsbeleid niet is gebleken.”

122 Zie in die zin o.a. Winters (2006), 1249-1250; Willems (2004 a), 437; A-G Wesseling-van Gent in 2.40 voor HR 21 februari 2003 (HBG); en plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*). Gradueel anders o.a. Buijn/Storm (2005), 349 waarin ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ zowel ten aanzien van het vennootschappelijk beleid als het ondernemingsbeleid als dé wanbeleidmaatstaf wordt beschouwd, zij het dat dit in eerstgenoemd geval wordt vertaald als schending van de in art. 2:8 BW vervatte norm.

123 HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.4, 3.6.

HOOFDSTUK V

ondernemingskamer niet blijkt van een onjuiste rechtsopvatting. (...) de Ondernemingskamer [heeft] haar oordeel dat van wanbeleid sprake is, gegeven op basis van de (...) uitgangspunten met betrekking tot de zorgvuldigheid die de vennootschap jegens haar (minderheids)aandeelhouders in acht moet nemen en met name aan de hand van de maatstaf dat de vennootschap (...) in ernstige mate tekortgeschoten is in de nakoming van haar zorgvuldigheidsverplichting. (...) haar oordeel dat sprake was van wanbeleid [geeft] niet blijkt van een onjuiste rechtsopvatting.”¹²⁴

Ik wijs voorts op de *RNA*-beschikking¹²⁵ waarin de Hoge Raad het ‘wanbeleid’ plaatst in de sleutel van ‘ernstig verwijtbaar’ handelen, de maatstaf die volgens – vrij – bestendige rechtspraak van de Hoge Raad dient te worden gehanteerd in de context van interne bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 2:9 BW¹²⁶: “Onderdeel 11.14 klaagt dat de Ondernemingskamer met haar door RNA bestreden beslissing blijkt heeft gegeven van een onjuiste rechtsopvatting, althans haar oordeel niet naar de eis der wet met redenen heeft omkleed, omdat alleen strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap kan worden aangenomen, als sprake is van beleidsfouten die voldoende ernstig zijn om deze kwalificatie te rechtvaardigen en dat niet het geval kan zijn bij een incidentele beleidsfout. Ook deze klacht treft geen doel. In de eerste plaats ligt in het oordeel van de Ondernemingskamer besloten dat de door haar afgekeurde handelwijze van RNA ernstig verwijtbaar is en daarom de kwalificatie wanbeleid verdient.”¹²⁷

Het begrip ‘wanbeleid’ kent diverse verschijningsvormen en is daardoor niet scherp te definiëren.¹²⁸ Illustratief is dat de Hoge Raad in zowel zijn *Ogem Holding*-beschikking¹²⁹ als in zijn *Zwagerman Beheer*-beschikking¹³⁰ opmerkt dat de door de Ondernemingskamer aan het begrip ‘wanbeleid’ gegeven invulling ‘geen blijkt geeft van een onjuiste rechtsopvatting’. De Hoge Raad wenst zich kennelijk niet op één benadering vast te leggen. Wat ook opvalt is dat de Hoge Raad in die zin de ondergrens voor ‘wanbeleid’ lager lijkt te leggen dan de wetgever, dat hij in bijvoorbeeld zijn *Zwagerman Beheer*-beschikking¹³¹ spreekt over “de maatstaf dat de vennootschap (...) in ernstige mate tekortgeschoten is in de nakoming van haar zorgvuldigheidsverplichting”, terwijl uit de wetsgeschiedenis van het enquête-recht blijkt dat de wetgever uitgaat van zéér ernstig tekortschietend

124 Vgl. o.a. Ok. 29 november 2005 (*Dyna Music Systems*), ro. 3.5, 3.7; Ok. 25 maart 2005 (*Karst Beheer*), ro. 3.3; en reeds Ok. 14 januari 1993 (*KMZM*), ro. 5.

125 HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26.

126 Vgl. HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), ro. 3.5; HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), ro. 3.4.5; HR 10 december 1999 (*Moonen/Prickartz q.q.*), ro. 3.2; HR 11 juni 1999 (*Van Dooren q.q./Hendriks*), ro. 3.4; en HR 10 januari 1997 (*Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo*), ro. 3.3.1. Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.a.

127 Vgl. o.a. Ok. 24 maart 2005 (*Cordial Beheer en Registergoederen*), ro. 3.2.

128 Vgl. in Delaware o.a. *Guth v. Loft* (Del. 1939) over het begrip ‘*line of business*’: “The phrase is not within the field of precise definition, nor is it one that can be bounded by a set formula. It has a flexible meaning, which is to be applied reasonably and sensibly to the facts and circumstances of the particular case.”

129 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3.

130 HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.4.

131 HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.6.

beleid. Ik heb daar niet zoveel moeite mee, nu de Hoge Raad telkens benadrukt dat de Ondernemingskamer zich bij het vellen van het wanbeleidoordeel erg terughoudend dient op te stellen en hij daarmee in essentie de opvatting van de wetgever onderschrijft. De (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW dient eng te worden uitgelegd: ‘wanbeleid’ is gereserveerd voor die gevallen waarin daadwerkelijk sprake is van tekortschietend beleid van dusdanige ernst dat die (dis)kwalificatie te rechtvaardigen valt.

Voornoemde rechtspraak wekt de indruk dat de Hoge Raad de Ondernemingskamer veel ruimte laat bij de invulling en hantering van het begrip ‘wanbeleid’, maar uit recentere uitspraken blijkt dat enige verandering is opgetreden in die gedragslijn van de Hoge Raad.¹³²

26.c. *Frequent voorkomende verschijningsvormen van ‘wanbeleid’*

Ik geef ter duiding enkele algemene voorbeelden van feitencomplexen die door de Ondernemingskamer en de Hoge Raad als – component van (mogelijk) – ‘wanbeleid’ van de vennootschap zijn aangemerkt, welke logischerwijs ook een belangrijke rol spelen in de eerste fase van de enquêteprocedure waarin de maatstaf ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ centraal staat:

- een impasse, althans ongezonde verhoudingen, binnen de vennootschap¹³³;
- (bestuurlijke) belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap¹³⁴;

132 Wellicht hangt deze ontwikkeling mede samen met het feit dat sinds 1 september 2002 niet langer de belastingkamer (i.e. de derde kamer) maar de civiele kamer (i.e. de eerste kamer) van de Hoge Raad cassaties tegen beschikkingen van de Ondernemingskamer behandelt? Zie Winters en Van de Weert in hun noot bij HR 21 februari 2003 (VIBA).

133 Vgl. o.a. Ok. 13 december 2006 (Daidalos), ro. 3.1-3.4; Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.29-3.31; Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.4; Ok. 27 april 2005 (Dolphin Watercompany), ro. 3.4; Ok. 28 januari 2005 (Projectontwikkeling Friesland), ro. 3.8; Ok. 18 oktober 2004 (NIBO), ro. 3.5; Ok. 7 maart 2003 (Willem III Meubilering Beheer), ro. 3.1; Ok. 5 maart 2003 (Makelaardij Huis 77), ro. 3.1 e.v.; Ok. 18 januari 2001 (Skygate Holding), ro. 3.5-3.6; HR 28 juni 2000 (Hoffmann Beheer), ro. 3.1-3.5; Ok. 18 mei 2000 (Llenth Beheer), ro. 5.1; Ok. 23 juni 1994 (ITP Holland Beleggingsmaatschappij), ro. 5.4; Ok. 28 oktober 1993 (Relocation Advisers), ro. 3.2-3.3; Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 8; en Ok. 18 maart 1976 (Sekisui). Vgl. ook o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.3-3.4; Ok. 29 december 2006 (Victor Verhuis Promotions), ro. 3.5; Ok. 24 november 2006 (Holding Gebr. De Leeuw), ro. 3.1-3.4; Ok. 13 oktober 2006 (Harteveld Holding), ro. 3.1; Ok. 28 juni 2006 (Van Lennep Verkerke Vermeij Holding), ro. 3.5; Ok. 14 maart 2003 (Carmeuse North America), ro. 3.9; en Ok. 11 februari 2003 (Kempenaars/Coppens Papierrecycling), ro. 3.3 e.v. Een bijzonder geval, bestaand uit een “bizarre toestand”, vormt Ok. 18 december 2006 (Enginetronic Innovations), ro. 3.3-3.10. Zie nummer 27.b hierna.

134 Vgl. o.a. Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.2; Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.5 e.v.; Ok. 17 augustus 2005 (Schrums), ro. 3.2; Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding), ro. 3.3-3.4; Ok. 25 september 2003 (Aannemingsmaatschappij Zeelandia Curaçao), ro. 3.1-3.6; Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.8 e.v.; Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.4-3.6; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4, 3.6; Ok. 21 juni

HOOFDSTUK V

- het voeren van een ondeugdelijke administratie¹³⁵;
- het té ongeïnformeerd/ondoordacht maken van een zakelijke beleidsafweging¹³⁶;
- het nemen van té grote bedrijfseconomische/financiële risico's¹³⁷;
- het zonder rechtvaardigende omstandigheden niet uitkeren van dividend¹³⁸;

2001 (EMO Groep), ro. 3.1-3.5; Ok. 27 juli 2000 (Cocon), ro. 3.1-3.5; Ok. 2 november 1995 (Text Lite Holding), ro. 4.5, 4.7; Ok. 1 december 1994 (Vleesbedrijf Van Asselt), ro. 4.2-4.7; Ok. 10 november 1994 (Kluft Distrifood), ro. 4.2.1-4.2.2; Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding); Ok. 8 oktober 1987 (J.F. van der Klis), ro. 7; Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4; en Ok. 17 maart 1983, ro. 5. Vgl. ook o.a. Ok. 9 mei 2006 (TriQorp), ro. 3.2-3.4; Ok. 3 mei 2006 (Bonne Route Holding), ro. 3.9 e.v.; Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.2 e.v.; Ok. 18 augustus 2005 (Dubbelhuis), ro. 3.6-3.9; Ok. 2 augustus 2005 (De Hasker Appellhof Holding), ro. 3.5-3.11; Ok. 29 juli 2005 (Great!Company), ro. 3.4; Ok. 25 mei 2005 (Audilux), ro. 3.5, 3.7; Ok. 20 juni 2005 (B.V. v/h Firma W. van 't Hart & Zonen Holding), ro. 3.6-3.9; Ok. 3 februari 2004 (Headscanning Patent), ro. 3.5-3.9; Ok. 23 januari 2004 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.2; Ok. 12 december 2002 (Ed Ros & Wanink), ro. 3.1-3.5; Ok. 18 april 2002 (Mega Electra Groep), ro. 3.2; Ok. 22 maart 2001 (Duo Staal), ro. 3.2; Ok. 3 november 2000 (Houthandel C. van Duijn & Zonen), ro. 3.4; Ok. 27 april 2000 (Beheermaatschappij P. van der Wegen), ro. 4.6; Ok. 23 april 1992 (Uni-Invest); Ok. 26 september 1991 (VHS), ro. 5.1-5.4; Ok. 19 oktober 1989 (Van Gelder en Van Os Beheer); Ok. 26 juni 1986 (J.F. van der Klis), ro. 5; en Ok. 21 september 1978 (Catharina Adriana).

- 135 Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.32-3.33; Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.2-3.6; Ok. 23 mei 2003 (Modemagazijnen Wed. J. van den Berg & Zonen), ro. 3.2-3.3; Ok. 21 juni 2001 (EMO Groep), ro. 3.3; Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.2.1, 6.3.12; Ok. 2 november 1995 (Text Lite Holding), ro. 4.7; Ok. 13 april 1995 (Heron Turbines); Ok. 11 maart 1993 (Alpha Milkpowders Holland Holding), ro. 4.2; en Ok. 11 maart 1993 (D.H. Developpement Hollande). Vgl. ook o.a. Ok. 1 november 2005 (ATR Leasing IV), ro. 3.7; Ok. 29 juli 2005 (Great!Company), ro. 3.2-3.4; Ok. 23 februari 2005 (Avantech Europe), ro. 3.4-3.5; Ok. 11 februari 2003 (Kempenaars/Coppens Papierrecycling), ro. 3.5; en Ok. 10 november 1994 (Kluft Distrifood), ro. 4.2.1. Toewijzing van een enquêteverzoek vereist 'serieuze gebreken' in de administratie getuige o.a. Ok. 7 juli 2003 (Beheersmaatschappij Johema), ro. 3.8.
- 136 Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.19; Ok. 30 december 2002 (Aesculaap Beheer), ro. 3.4; Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11-3.18; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 12.3; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding). Anders o.a. Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.3-4.2.5. Vgl. ook o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.8-3.10; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.28-3.31; en Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.2.
- 137 Vgl. o.a. Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.2; Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.5, 3.14; Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4-3.5; Ok. 31 juli 2001 (Bouwprojecten Brabant), ro. 3.4-3.6; Ok. 22 december 2000 (Navemar), ro. 3.1-3.3; Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.2.1, 6.4.4; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1-3.2; en Ok. 17 maart 1983, ro. 5. Vgl. ook o.a. Ok. 26 juni 2001 (De Jong's Timmerfabriek Bergambacht), ro. 3.1-3.3; Ok. 27 juli 2000 (Cocon), ro. 3.5; Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5; en Ok. 11 januari 1990 (Joh. Friesendorp), ro. 4.
- 138 Vgl. o.a. Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.23; Ok. 7 juli 2003 (Beheersmaatschappij Johema), ro. 3.9; en Ok. 4 mei 1995 (Schoonmaakbedrijf Kerstens), ro. 4.1. Vgl. ook o.a. Ok. 2 november 1995 (Van Uden's Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij); Ok. 15 september 1994 (Schoonmaakbedrijf Kerstens); Ok. 24 januari 1991 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis), ro. 4.1 e.v.; HR 9 juli 1990 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis), ro. 3.3; Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 14; en Ok. 22 januari 1976.

- het al dan niet ontijdig verschaffen van geen, onjuiste en/of onvolledige informatie¹³⁹, mogelijk ten detrimente van één of meer (minderheids)aandeelhouders¹⁴⁰;
- het ongerechtvaardigd ongelijk behandelen van één of meer in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders¹⁴¹;
- en het schenden van wettelijke en/of statutaire voorschriften.¹⁴²

-
- 139 Vgl. o.a. Ok. 1 februari 2006 (S. Van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.4; Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.3-3.8, 3.18-3.19; Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.8; Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.2-3.3, 3.6; HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.5.1-3.5.6; HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2; Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.2.1 e.v.; Ok. 2 november 1995 (Text Lite Holding), ro. 4.2-4.4, 4.6; Ok. 13 april 1995 (Heron Turbines); HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 10.3 e.v.; Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3-4.9.3.9, 4.10.3.1-4.10.3.2; Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding), o.a. ro. 4.10; en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4. Vgl. ook o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.15-3.25, 3.26-3.33; Ok. 13 oktober 2006 (Makelaarskantoor H. Post), ro. 3.7; Ok. 23 december 2005 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.10 e.v.; Ok. 26 mei 2005 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.5-3.9; Ok. 16 november 1995 (Amstelstein), ro. 4.2; Ok. 2 november 1995 (Van Uden's Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij); Ok. 29 augustus 1985 (Howson Algraphy Europe), ro. 2; Ok. 23 juni 1983 (Hyster), ro. 5; en Ok. 21 september 1978 (Catharina Adriana). Vgl. echter o.a. Ok. 22 maart 1984. Hoge Raad en Ondernemingskamer nemen een eigen verantwoordelijkheid van de vennootschap aan voor de juistheid van de jaarrekening, vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.5.6 en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3.10. Ik wijs ook op o.a. Ok. 28 februari 2007 (Dialog ID Holdings), ro. 3.5.
- 140 Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.9, 3.12; Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3; Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.2, 3.5; Ok. 22 september 2003 (I.H.D. Schiphol Service), ro. 3.1 e.v.; Ok. 30 december 2002 (Aesculaap Beheer), ro. 3.1-3.5; en HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4, 3.6. Vgl. ook o.a. Ok. 2 augustus 2005 (De Hasker Appelhof Holding), ro. 3.5-3.11; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.4-3.7; Ok. 25 maart 2005 (LdB Ogilvy & Mather), ro. 3.7-3.12; Ok. 28 februari 2005 (Dodo Beheer), ro. 3.9-3.12; Ok. 14 juli 2003 (Wireless), ro. 3.4-3.5; Ok. 11 juli 2003 (Triodass Assuradeuren), ro. 3.4; Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.6-3.7; Ok. 24 april 2003 (EMBA), ro. 3.9; Ok. 29 augustus 2002 (Case Packing Sales Europe) ro. 3.12; Ok. 23 juli 2001 (Flora Beheer), ro. 3.2; Ok. 23 januari 2001 (Tactron Holding), ro. 3.3; Ok. 22 december 2000 (Outdoor Life Products), ro. 3.2-3.5; Ok. 3 november 2000 (Tikus Holdings), ro. 3.4; Ok. 6 juli 2000 (Aannemingsmaatschappij Zeelandia Curaçao), ro. 4.2-4.4; Ok. 21 oktober 1999 (Navemar), ro. 2.1; en Ok. 8 oktober 1998 (Zwagerman Beheer), ro. 4.1.
- 141 Vgl. o.a. Ok. 1 mei 2003 (Bosbo), ro. 3.12 en Ok. 27 juli 2000 (Cocon), ro. 3.2-3.4. Vgl. ook o.a. Ok. 19 december 2001 (AND International Publishers), ro. 3.2 en Ok. 22 maart 2002 (RNA), ro. 3.12-3.13 (gecasseerd in HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.12-3.18).
- 142 Vgl. o.a. Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3; Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.18-3.23, 3.46-3.47; Ok. 22 maart 2005 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.6; Ok. 2 november 1995 (Text Lite Holding), ro. 4.2; en Ok. 13 april 1995 (Heron Turbines). Vgl. ook o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.4; Ok. 13 oktober 2006 (Makelaarskantoor H. Post), ro. 3.6; Ok. 11 januari 2006 (Finoren Holding), ro. 3.5; Ok. 16 november 2005 (UMI Beheer), ro. 3.7; Ok. 15 november 2005 (Global Green), ro. 3.3; Ok. 10 december 2003 (ERU Beheer), ro. 3.1-3.8; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.17-3.18 (gecasseerd in HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.1-4.3); Ok. 21 januari 1993 (Houdijker Holding); Ok. 16 april 1987 (Stolk Intercontinental), ro. 7; en Ok. 26 januari 1978.

HOOFDSTUK V

Deze verschijningsvormen van ‘wanbeleid’ vormen *grosso modo* de belangrijkste – terugkerende¹⁴³ – thema’s in het enquêterecht. Daarnaast kan gewezen worden op onder meer:

- het – bevorderen van het – ontduiken van belastingen¹⁴⁴;
- en het voortijdig afbreken van voorgeschreven overleg met ondernemingsraad en werknemersbonden.¹⁴⁵

Hiervan zijn in de enquêterechtspraak beduidend minder voorbeelden te vinden.

Uit enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer wordt duidelijk dat in toenemende mate de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s), althans de (minderheids)aandeelhouder(s)/(enig) niet-bestuurder, aan eerste en tweede fase beschikkingen ten grondslag ligt. De Ondernemingskamer gaat daarbij uit van een ‘bijzondere’ zorg(vuldigheids)plicht van – het bestuur van – de vennootschap jegens de minderheidsaandeelhouder(s)¹⁴⁶, althans de (minderheids)aandeelhouder(s)/(enig)¹⁴⁷ niet-bestuurder.¹⁴⁸

Zoals de Ondernemingskamer bijvoorbeeld overweegt in haar *Dialoc ID Holdings*-beschikking¹⁴⁹: “De Ondernemingskamer stelt voorop dat (het bestuur van) een vennootschap tegenover haar minderheidsaandeelhouder(s) een bijzondere zorgvuldigheid in acht dient te nemen en deze(n) in ruime mate en op controleerbare wijze inzicht dient te verschaffen indien transacties worden aangegaan waarvan op voorhand niet zonder meer duidelijk is dat zij in het belang van de vennootschap zijn onderscheidenlijk die onder op het eerste gezicht niet voor de hand liggende voorwaarden worden aangegaan of tot voor de vennootschap nadelige gevolgen hebben geleid dan wel het risico van belangenvermenging in zich bergen.”

De belangen van die aandeelhouder(s) dienen in voldoende mate in het oog te worden gehouden en aan die aandeelhouder(s) dient op adequate wijze informa-

143 Reden waarom ook de oudere jurisprudentie een waardevol referentiekader oplevert.

144 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 6.3.2, 7.1. Vgl. ook o.a. Ok. 2 augustus 2006 (*The Mansion Amsterdam*), ro. 3.9-3.10 en Ok. 10 november 1994 (*Kluft Distrifood*), ro. 4.2.1.

145 Vgl. o.a. Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 5-6. Hier is sprake van ‘sociaal wanbeleid’. Vgl. ook o.a. Ok. 21 juni 1979 (*Verenigde Hollandse Lucifersfabrieken*).

146 Vgl. o.a. Ok. 2 juli 2002 (*Engineering Systems International*), ro. 3.1-3.4; Ok. 8 mei 2002 (*Broadnet Holdings*), ro. 3.2; Ok. 22 maart 2001 (*Duo Staal*), ro. 3.2; Ok. 18 januari 2001 (*VIBA*), ro. 3.3; Ok. 22 december 2000 (*Outdoor Life Products*), ro. 3.2; Ok. 30 november 2000 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.1; Ok. 3 november 2000 (*Tikus Holdings*), ro. 3.4; en reeds Ok. 14 januari 1993 (*KMZM*), ro. 5.

147 Onduidelijk is in welke omstandigheden – waaronder de getalsverhoudingen – deze ‘bijzondere’ zorg(vuldigheids)plicht gelding heeft en in welke omstandigheden niet.

148 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (*Koninklijke Begemann Groep*), ro. 3.2-3.3; Ok. 24 november 2006 (*Elf*), ro. 3.4-3.9; Ok. 28 april 2006 (*Holdingmaatschappij Drukkerij Bevrijding*), ro. 3.2-3.5; Ok. 11 januari 2006 (*Finoren Holding*), ro. 3.4; Ok. 15 november 2005 (*Global Green*), ro. 3.4; Ok. 2 augustus 2005 (*De Hasker Appelhof Holding*), ro. 3.5; Ok. 24 juni 2005 (*Force Europe*), ro. 3.4; en Ok. 20 april 2005 (*CallActive*), ro. 3.4.

149 Ok. 28 februari 2007 (*Dialoc ID Holdings*), ro. 3.8.

tie te worden verschaft, welke plicht wordt verzwaard in geval van een tegenstrijdig belang binnen – het bestuur van – de vennootschap. Daarbij dienen de conflicterende belangen door – het bestuur van – de vennootschap consequent uiteen te worden gehouden, waarbij het belang van de vennootschap dient te prevaleren.¹⁵⁰

Ik wijs ter illustratie op de *Van Gelder en Van Os Beheer*-beschikking¹⁵¹ van de Ondernemingskamer: “Met een juist beleid is niet te verenigen dat Van Os als bestuurder van verweersters en als 50%-aandeelhouder van verweester sub 1 in de vestiging van verweersters in een eigen vennootschap handelt, daarbij gebruik maakt van personeel en faciliteiten van verweersters terwijl hij zijn mede-aandeelhouder geheel onkundig laat omtrent bestaan en inhoud van regelingen voor de verrekening/betaling van de ten laste van verweersters komende kosten en aan deze toekomstige vergoedingen. Er is reeds daarom gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen; het verzoek een onderzoeker te benoemen is mitsdien toewijsbaar (...).”¹⁵²

Ik teken hierbij aan dat de door – het bestuur van – de vennootschap jegens de aandeelhouders in acht te nemen zorgvuldigheid kan worden gekleurd door de wijze waarop in het vennootschappelijk kader de samenwerking tussen partijen tot stand is gekomen en vorm heeft gekregen. Zo kunnen contractuele verhoudingen tussen aandeelhouders doorwerken in de vennootschappelijke verhoudingen.

Ik wijs ter illustratie op de *Broadnet Holdings*-beschikking¹⁵³ van de Ondernemingskamer: “Een vennootschap dient jegens haar (minderheids)aandeelhouders een bijzondere zorgplicht in acht te nemen. Dit is ten opzichte van een aandeelhouder die met een belang van 38% gekenschetst kan worden als een grote minderheidsaandeelhouder niet anders. In het onderhavige geval komt daarbij dat ETH niet een willekeurige (minderheids)aandeelhouder is. De wijze waarop bij de vennootschap betrokkenen met elkaar behoren om te gaan – te beoordelen naar onder meer de vennootschapsrechtelijke normen van artikel 2:8 BW – wordt immers mede bepaald door de bijzondere wijze waarop de samenwerking tussen de betrokken partijen tot stand is gekomen en vorm heeft gekregen. In dit kader kan niet eraan

150 Vgl. over deze zorg(vuldigheids)plicht in meer algemene zin o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4; Ok. 23 juli 2001 (Flora Beheer), ro. 3.2; en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5. Vgl. ook o.a. Ok. 28 april 2004 (SCUA Holding), ro. 3.1-3.2; Ok. 27 juni 1991 (Jonk de Lint de Rooij Holding); en Ok. 11 januari 1990 (Joh. Friesendorp), ro. 4. Vgl. meer impliciet o.a. Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3.

151 Ok. 19 oktober 1989 (Van Gelder en Van Os Beheer).

152 Vgl. o.a. Ok. 16 november 1995 (Amstelstein), ro. 4.2 en Ok. 4 februari 1993 (Meubelhuis Heijmans Oss). De Ondernemingskamer benadrukt in o.a. Ok. 20 april 2005 (CallActive), ro. 3.4 dat andersom ook op de “derde aandeelhouder/niet-bestuurder” de plicht rust de belangen van de vennootschap en haar beide “bestuurders/(mede)aandeelhouders” in het oog te houden en niet “in strijd daarmee of met hetgeen overigens in redelijkheid van hem kan worden gevergd” te handelen. De Ondernemingskamer spreekt in dit verband over “gedragsregels.”

153 Ok. 8 mei 2002 (Broadnet Holdings), ro. 3.2-3.3.

HOOFDSTUK V

worden voorbijgegaan dat (...) tussen partijen een *joint-venture* overeenkomst is gesloten op grond waarvan (...) ETH – onder meer – het recht heeft een lid van het bestuur bindend voor te dragen. Kennelijk hebben partijen hiermee beoogd ETH/Ganley nauw te betrekken bij de besluitvorming binnen de vennootschap. Tegen deze achtergrond dient de (...) zorgvuldigheidsplicht in het onderhavige geval aldus te worden toegespitst dat ETH/Ganley recht hebben op een zodanige – en zodanig specifieke – informatie dat zij de hun toegemeten rol bij de besluitvorming binnen de vennootschap naar behoren kunnen vervullen.”

In haar *VTI*-beschikking¹⁵⁴, die voorafgaat aan de *Broadnet Holdings*-beschikking, oordeelt de Ondernemingskamer al op soortgelijke wijze.¹⁵⁵

Overigens vraag ik mij af waarom de Ondernemingskamer voornoemde zorg(vuldigheids)plicht als ‘bijzonder’ duidt. Is immers naar Nederlands vennootschapsrecht niet het uitgangspunt dat – het bestuur van – de vennootschap zorg(vuldigheid) moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders, waarvan deel uitmaakt dat – het bestuur van – de vennootschap de algemene vergadering van aandeelhouders tijdig, juist en in toereikende mate dient te informeren, en dat – het bestuur van – de vennootschap in geval van een tegenstrijdig belang het belang van de vennootschap voorrang dient te geven voor het daarmee strijdige vennootschapsvreemde belang, daarbij voldoende openheid binnen de vennootschap betrachtend?

Zo verwijst de Hoge Raad in zijn *Zwagerman Beheer*-beschikking¹⁵⁶ naar “de in art. 2:8 BW neergelegde regel dat de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, zich zodanig jegens elkander moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit de regel vloeit onder meer voort dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van de zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval, waarbij zoals de Ondernemingskamer heeft gedaan, in aanmerking mag worden genomen dat het gaat om minderheidsaandeelhouders en om familierechtelijke verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokken personen.”¹⁵⁷

154 Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.3-3.4. Vgl. in Delaware o.a. *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.* (Del. 1971): “(...) inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible.” Ik wijs ook op o.a. Ok. 28 december 2005 (Gekas & Boot Noord), ro. 3.2 e.v.

155 Zie o.a. A-G Timmerman in 3.34 voor HR 4 mei 2007 (Taxi Centrale Amsterdam): “Ik merk nog op dat, voor zover het onderdeel betoogt dat het bestaan van contractuele relaties tussen de certificaathouders en de vennootschap in het geheel geen rol mag spelen bij de beoordeling of sprake is geweest van wanbeleid, nu de verhouding tussen de certificaathouders en de vennootschap wordt beheerst door de certificeringsvoorwaarden, deze opvatting onjuist is. Het beleid van de vennootschap vormt het onderwerp van een enquête-onderzoek. Het bestaan van overeenkomsten met de certificaathouders kan voor de toetsing van het beleid van de vennootschap een relevant gegeven zijn.”

156 HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4.

157 Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 16 februari 2007 (Gebr. Tuin Beheer/Houthoff Buruma), ro. 3.6 over “de in art. 2:8 lid 1 BW geformuleerde norm en de bijzondere zorgplicht die daaruit voortvloeit.”

Wanneer de ‘bijzonderheid’ van de zorg(vuldigheids)plicht zou schuilen in de speciale behandeling die de minderheidsaandeelhouder(s), althans de (minderheids)aandeelhouder(s)/(enig) niet-bestuurder, in aanvulling daarop dient (dienen) te ontvangen ontgaat mij de grondslag daarvoor. Het komt vreemd voor wanneer een dergelijke aandeelhouder in aanvulling op het voorgaande – op zichzelf en zonder meer – een speciaal en verder reikend informatierecht toekomt, enkel en alleen omdat hij bijvoorbeeld als enige aandeelhouder niet ook bestuurder is.¹⁵⁸ De Ondernemingskamer verschaft die grondslag niet in haar rechtspraak. Iets anders is, zo zou ik menen, dat een bijzondere wijze van samenwerking tussen partijen de door – het bestuur van – de vennootschap in acht te nemen zorgvuldigheid meer specifiek kan invullen.¹⁵⁹

Dit alles neemt evenwel niet weg dat de minderheidsaandeelhouder(s), althans de (minderheids)aandeelhouder(s)/(enig) niet-bestuurder, met het recht van enquête in potentie een machtig wapen in handen heeft.

27. ‘Wanbeleid’ en de sacrale formule ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’

27.a. *De verhouding tussen ‘wanbeleid’ en ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’*

Uit rechtspraak van de Hoge Raad ex art. 2:355 BW lijkt te moeten worden afgeleid dat een beleidsfout die niet als ‘wanbeleid’ kan worden geduid evenmin leidt tot ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. Het is kennelijk niet mogelijk dat de Ondernemingskamer op zichzelf voldoende ernstig onzorgvuldig – of laakbaar – gedrag constateert om aan te nemen dat één of meer ‘elementaire beginselen’ geschonden zijn, zonder daarmee te constateren dat sprake is van ‘wanbeleid’.

Illustratief is de *HBG*-beschikking¹⁶⁰ van de Hoge Raad: “De wijze waarop een beursvennootschap als HBG in haar jaarverslagen, kwartaalberichten en (andere) publicaties ten dienste van (onder meer) het beleggend publiek alsmede in de algemene vergadering van

158 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.3 over “een bijzondere zorgplicht jegens de niet in het (tijdelijke) bestuur en het toezicht vertegenwoordigde minderheidsaandeelhouders in – met name – die zin dat openheid dient te worden betracht met betrekking tot al die gegevens waarop die minderheidsaandeelhouders als zodanig geen recht hebben en dat (het bestuur van) de vennootschap in het bijzonder dient te voorkomen dat een vermenging van belangen plaatsvindt”; Ok. 2 augustus 2005 (De Hasker Appelhof Holding), ro. 3.5; en Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.4. In Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.7 duidt de Ondernemingskamer dit als “minimale verplichtingen” waaraan dan dient te worden voldaan. Zie in kritische zin o.a. Leijten (2006), 132-136 met verdere verwijzingen.

159 Vgl. o.a. Ok. 8 mei 2002 (Broadnet Holdings), ro. 3.2-3.3 en Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.8.

160 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2.

HOOFDSTUK V

aandeelhouders verantwoording aflegt van en informatie verschaft over de door haar gemaakte beleidskeuzen kan onder omstandigheden dusdanig gebrekkig zijn dat dit *een handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap* oplevert. Zulks kan in het bijzonder het geval zijn indien het bestuur van de vennootschap in dit opzicht bij herhaling en stelselmatig tekortschiet. (...) Ook indien wordt aangenomen dat de informatie over de samenwerking met Ballast Nedam (...) gebrekkig was en dat daardoor misverstanden en een vertrouwensbreuk ontstonden, dan rechtvaardigt een dergelijk eenmalig tekortschieten niet het oordeel dat HBG handelde *in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap*. Zoals de Hoge Raad heeft geoordeeld in zijn beschikking van 10 januari 1990 (...) (Ogem) kan ook een enkele gedraging *wanbeleid* (cursief, BFA) opleveren, met name indien die gedraging tot voor de onderneming zeer schadelijke gevolgen heeft geleid. Van zeer schadelijke gevolgen in deze zin kan echter niet worden gesproken in een situatie waarin in een algemene vergadering van aandeelhouders een omstreden beleidskeuze wordt toegelicht en gebrekkige communicatie dienaangaande leidt tot het ontstaan van misverstanden en een vertrouwensbreuk met aandeelhouders die zich met de gemaakte keuze niet kunnen verenigen.”¹⁶¹

‘Strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ staat in de huidige leer gelijk aan ‘wanbeleid’.¹⁶²

Met name Van der Sangen lijkt de enquêterechtspraak van de Hoge Raad anders te interpreteren.¹⁶³ Volgens hem kan daaruit worden afgeleid dat handelingen die op zich ‘strijdig’ zijn met de ‘elementaire beginselen’ onder omstandigheden toch niet de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ kunnen dragen, omdat die handelingen niet dusdanig ernstig zijn dat zij de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ rechtvaardigen. Gelet op de geciteerde overweging van de Hoge Raad in zijn *HBG*-beschikking en de relevante overweging van de Hoge Raad in zijn *Ogem Holding*-beschikking¹⁶⁴, en nog afgezien van het feit dat de Hoge Raad geen ‘ernstige strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ vereist om van ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW te kunnen spreken¹⁶⁵, zie ik niet direct waaruit blijkt dat de Hoge Raad het door Van der Sangen verdedigde standpunt inneemt.

De Hoge Raad laat in zijn *VIBA*-beschikking¹⁶⁶ de koppeling tussen enerzijds handelen ‘in strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en anderzijds ‘wanbeleid’ in het midden en verwijst daarin alleen naar het begrip ‘wanbeleid’, wellicht omdat de Ondernemingskamer in haar

161 Vgl. Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9 en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3.

162 Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 336; Mok (2006), 409; Buijn/Storm (2005), 349; Mok (2004), 70; en Asser/Maeijer (2000), 316.

163 Van der Sangen (2004), 86.

164 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3 over “strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, zodat wat het betrokken onderwerp betreft sprake is van wanbeleid.”

165 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.6.4, 6.8.2 en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3.

166 HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.4.3.

VIBA-eindbeschikking¹⁶⁷ het oordeel ‘wanbeleid’ niet – expliciet – baseert op schending van de ‘elementaire beginselen’. Hoewel de Ondernemingskamer in haar *RNA*-eindbeschikking¹⁶⁸ het geconstateerde ‘wanbeleid’ wél expliciet baseert op handelen ‘in strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, verwijst de Hoge Raad in zijn *RNA*-beschikking¹⁶⁹ evenmin naar de ‘elementaire beginselen’. Wel lijkt de Hoge Raad daarin impliciet te overwegen dat de Ondernemingskamer tot de slotsom heeft kunnen komen dat sprake is van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ (en dus van ‘wanbeleid’), omdat in het oordeel van de Ondernemingskamer besloten ligt dat sprake is van een ‘ernstig verwijtbare’ handelwijze.

Iets anders is dat het wenselijker en zuiverder zou zijn als de Hoge Raad ondermaats bestuurlijk gedrag op zichzelf zou betitelen als schending van een ‘elementair beginsel’, los van de vraag of die schending alle omstandigheden van het geval indachtig ook kan worden geduid als ‘wanbeleid’.¹⁷⁰

Wellicht beweegt de Hoge Raad zich inmiddels in die richting maar duidelijk is dit in mijn ogen niet. Ik wijs op zijn *Unilever*-beschikking¹⁷¹, waarin de Hoge Raad in de context van art. 2:350 lid 1 BW overweegt dat de Ondernemingskamer ook tot het oordeel kon komen dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid van Unilever te twijfelen’ vanwege kort gezegd de behoorlijke kans op de aanwezigheid van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ door handelen in strijd met gewekte verwachtingen, zonder tevens – met zoveel woorden – vast te stellen dat er ernstig rekening mee moet worden gehouden dat door Unilever opzettelijk is tekortgeschoten of dat er sprake zou kunnen zijn van zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap. Het is niet ondenkbaar dat de Hoge Raad hier impliciet onderscheid maakt tussen enerzijds ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en anderzijds voor het daarvan te onderscheiden wanbeleidoordeel relevante factoren (als opzettelijk tekortschieten en zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap).¹⁷² Bij nadere beschouwing meen ik evenwel dat dit niet erg waarschijnlijk is.

Ik citeer de relevante overweging van de Ondernemingskamer in haar *Unilever*-beschikking¹⁷³: “De bezwaren van verzoekers tegen dit voorgenomen besluit tot conversie zijn alle gebaseerd op de (veronder)stelling dat in 1999 en daarna door Unilever het vertrouwen is gewekt dat zij de preferente aandelen in de tweede helft van 2004, althans na 9 juni 2004,

167 Ok. 10 januari 2002 (*VIBA*), ro. 3.8.

168 Ok. 22 maart 2002 (*RNA*), ro. 3.9, 3.13, 3.45.

169 HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.9 e.v.

170 Daarop ga ik in hoofdstuk 6 – nummer 36 verder in.

171 HR 18 november 2005 (*Unilever*).

172 Let wel: het gaat mij er niet om of de Hoge Raad hier vaststelt dat sprake is van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en/of ‘wanbeleid’ (reeds omdat het slechts de eerste fase betreft), maar of de Hoge Raad wellicht onderscheid maakt in enerzijds handelen in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en anderzijds ‘wanbeleid’ (waarvoor dan meer nodig is dan handelen in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ alleen, zoals opzet en/of zeer nadelige gevolgen).

173 Ok. 21 december 2004 (*Unilever*), ro. 3.9.

HOOFDSTUK V

tegen € 6,58 per preferent aandeel zou inkopen. In dit verband is de Ondernemingskamer van oordeel dat, indien sprake is van door of namens Unilever gewekte gerechtvaardigde verwachtingen als door verzoekers bedoeld, het negeren daarvan een zodanig ernstig onzorgvuldig of laakbaar handelen door Unilever inhoudt dat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden. Weliswaar zou alsdan sprake zijn van een enkele gedraging (het verstrekken van onvoldoende of onjuiste informatie met betrekking tot de preferente aandelen) dan wel van een incidenteel besluit (tot het – in strijd met die verstrekte informatie – converteren van de preferente aandelen), doch niet valt uit te sluiten dat deze gedraging of dit besluit voor de vennootschap zeer nadelige gevolgen zal hebben, met name indien zou blijken dat opzettelijk onvoldoende of onjuiste informatie is verschaft. In dit geding staat derhalve centraal de vraag of door of namens Unilever bij de prefhouders het hier bedoelde vertrouwen is gewekt.”

Of de Ondernemingskamer de gesignaleerde mogelijkheid van zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap verdisconteerd heeft in haar uiteindelijke oordeel dat – vrij vertaald – een behoorlijke kans bestaat op ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ vanwege de aannemelijkheid dat Unilever in strijd heeft gehandeld met gewekte verwachtingen als door verzoekers bedoeld, komt uit de kernoverweging van de Ondernemingskamer niet heel helder naar voren. Zo lijkt A-G Timmerman in zijn conclusie voor de *Unilever*-beschikking van de Hoge Raad deze overweging wel te lezen.

Ik laat A-G Timmerman aan het woord: “Het vierde onderdeel valt uiteen in twee subonderdelen. Het eerste onderdeel heeft betrekking op het oordeel van de Ondernemingskamer – in rechtsoverweging 3.9. – dat het conversiebesluit weliswaar een incidenteel besluit betreft maar niet valt uit te sluiten dat deze gedraging of dit besluit voor de vennootschap zeer nadelige gevolgen zal hebben, met name indien zou blijken dat opzettelijk onvoldoende of onjuiste informatie is verschaft. Het onderdeel voert aan dat de Ondernemingskamer nader had moeten motiveren waarom dit gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen met zich brengt. De Ondernemingskamer had ten minste nog moeten nagaan of er ook zodanige aanwijzingen zijn dat er ernstig, althans reëel rekening mee moet worden gehouden dat van een en ander in het onderhavige geval ook sprake is. (...) In onderhavig [sic] geval is niet aan de orde de vraag of sprake is van wanbeleid maar de vraag of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. Dienaangaande heeft de Ondernemingskamer (in rov. 3.9) – samengevat – geoordeeld dat er (i) mogelijk sprake is van een verwijtbare gedraging (“indien sprake is van door of namens Unilever gewekte gerechtvaardigde verwachtingen als door verzoekers bedoeld”) hetgeen (ii) mogelijk (“niet valt uit te sluiten”) tot nadelige gevolgen aanleiding kan geven. Beide mogelijkheden hangen samen. De vraag of er sprake is van een nadelige gevolgen [sic] voor Unilever zal voor een belangrijk deel afhangen van het antwoord op de vraag in hoeverre het gedrag van Unilever ten opzichte van de preferente aandeelhouders verwijtbaar is geweest. Het onderdeel miskent dat in casu op voorhand duidelijk is dat indien komt vast te staan dat sprake is geweest van opgewekte verwachtingen dit aanleiding zal geven tot nadelige gevolgen voor de vennootschap. Gedacht kan worden aan schadeclaims, een mogelijke vertrouwensbreuk tussen aandeelhouders en het bestuur, etc. De Ondernemingskamer was op dit punt dan ook

niet gehouden tot een nadere motivering. De vraag in hoeverre deze schade reëel is, lost zich daarmee op in de vraag in hoeverre er aanwijzingen zijn te veronderstellen dat sprake is van opgewekte verwachtingen. Deze vraag wordt in de bestreden beschikking uitvoerig besproken. Nu het onderdeel voorbij gaat aan het verband tussen de mogelijk gewekte verwachtingen van Unilever en de mogelijk dientengevolge ontstane nadelige gevolgen voor Unilever, berust het onderdeel op een onjuiste lezing van de bestreden beschikking en faalt het onderdeel bij gebrek aan feitelijke grondslag.”¹⁷⁴

Aldus bezien dient de geciteerde overweging van de Ondernemingskamer zo te worden verstaan dat indien in de tweede fase inderdaad sprake blijkt te zijn van handelen door Unilever in strijd met gewekte verwachtingen zoals door verzoekers bedoeld, dit handelen gelet ook op de mogelijkheid van het zich daardoor voordoen van zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap (dis)kwalificeert als ‘strijdig’ met de ‘elementaire beginselen’ en daarmee kennelijk als ‘wanbeleid’, ook al is sprake van een enkele gedraging of van een incidenteel besluit (aspecten die juist bij het wanbeleidoordeel een belangrijke rol spelen). Het één (i.e. de gevolgen) zit in het ander (i.e. de schending van de gewekte verwachting) verpakt. Dan nu de relevante overweging van de Hoge Raad in zijn *Unilever*-beschikking¹⁷⁵:

“Onderdeel 4 faalt omdat het uitgaat van de onjuiste opvatting dat de ondernemingskamer niet tot het oordeel heeft kunnen komen dat er, in aanmerking genomen dat eerdergenoemde verwachting is gewekt, gegronde redenen bestaan om te twijfelen aan een juist beleid van Unilever zonder tevens vast te stellen dat er ernstig althans reëel rekening mee moet worden gehouden dat door Unilever opzettelijk of onvoldoende informatie is verstrekt, of dat er sprake zou kunnen zijn van zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap.”

De Hoge Raad lijkt A-G Timmerman hier te volgen in zijn conclusie dat nu de Ondernemingskamer zich over de gewekte verwachting voldoende uitvoerig heeft uitgelaten (“in aanmerking genomen dat eerdergenoemde verwachting is gewekt”) de Ondernemingskamer dat niet meer hoefde te doen over het daarmee samenhangende aspect van de zeer nadelige gevolgen. De overweging van de Hoge Raad ziet dan alleen op de motivering door de Ondernemingskamer van haar oordeel dat gelet op beide aspecten sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid van Unilever te twijfelen’, niet op het onderscheid tussen enerzijds ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ (i.e. de schending van de gewekte verwachting) en anderzijds voor het daarvan te onderscheiden wanbeleidoordeel relevante factoren (als opzettelijk tekortschieten en zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap).

Kort en goed: de Hoge Raad lijkt ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ nog steeds te vereenzelvigen met ‘wanbeleid’.

¹⁷⁴ A-G Timmerman in 5.15, 5.17 voor HR 18 november 2005 (Unilever).

¹⁷⁵ HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 5.4.

HOOFDSTUK V

27.b. *‘Strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en het vennootschappelijk beleid*

Uit rechtspraak van de Ondernemingskamer blijkt dat zij de formule van de ‘elementaire beginselen’ niet beperkt tot het ondernemingsbeleid, waarop de formule toch primair lijkt te duiden (i.e. ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’), maar ook toepast ten aanzien van het vennootschappelijk beleid en daarbinnen onder meer in het kader van geschillen tussen bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders.¹⁷⁶ Het toepassingsbereik van deze formule is ruimer dan de formulering ervan op het eerste gezicht doet vermoeden.

Zo gaat het in de *Bosbo*-eindbeschikking¹⁷⁷ van de Ondernemingskamer om de gelijke behandeling van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders in verband met een tussen de aandeelhouders gesloten overeenkomst: “Uit deze gang van zaken moet worden geconcludeerd dat op voorstel van de bestuurder de Raad van Commissarissen van Bosbo in een situatie waarin in ieder geval sprake was van een ernstig juridisch geschil over de rechtsgeldigheid van de door de aandeelhouders (...) gesloten Aanvullende Overeenkomst, een besluit heeft genomen waarmee deze overeenkomst, zij het op voorlopige wijze, werd geëffectueerd, waardoor aan de aandeelhouder Nering-Plein mogelijk aanmerkelijk nadeel ten opzichte van de overige aandeelhouders is toegebracht. De Ondernemingskamer is van oordeel dat de bestuurder en de Raad van Commissarissen van Bosbo zich er rekenschap van hadden dienen te geven dat Bosbo zich in het geschil tussen Nering-Plein en de overige aandeelhouders niet zonder meer aan de kant van de overige aandeelhouders diende op te stellen, maar dat de voorzichtigheid in het belang van Bosbo meebracht al haar aandeelhouders, hangende het geschil, op dezelfde voet te behandelen, in het bijzonder bij – het al of niet verstrekken van – de aan de orde zijnde geldleningen. Zulks geldt te meer nu het verstrekken van de geldleningen vooruitliep op zo niet neerkwam op algehele vereffening van de vennootschap. Door dit een en ander uit het oog te verliezen heeft Bosbo te dezen gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en zich in zoverre schuldig gemaakt aan wanbeleid.” Het gaat hier niet om het gevoerde ondernemingsbeleid maar om het gevoerde vennootschappelijk beleid.¹⁷⁸

In haar *Unilever*-beschikking¹⁷⁹, waarin de bezwaren van verzoekers primair zien op de informatieverschaffing door de vennootschap en niet op het gevoerde ondernemingsbe-

176 Vgl. o.a. Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (Jaarsma/Skipper Club Charter) ro. 6: “Bij beschikking van 7 november 1996 heeft de ondernemingskamer (...) geoordeeld dat door voortdurende conflicten tussen Jaarsma en Jaarsma’s medebestuurder, F. Bendsdorp, Skipper in een bestuurlijke impasse was geraakt, welke zonder ingrijpen van buiten af niet kon worden doorbroken. Naar het oordeel van de ondernemingskamer was zulks in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, zodat er op dit punt volgens de ondernemingskamer sprake was van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW.” Zie o.a. Kroeze/Timmerman/Wezeman (2005), 134.

177 Ok. 1 mei 2003 (Bosbo), ro. 3.12.

178 Vgl. o.a. Ok. 13 april 1995 (Heron Turbines) en HR 9 september 1990 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis), ro. 3.3.

179 Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9.

leid, hanteert de Ondernemingskamer eveneens de formule van de ‘elementaire beginselen’. Hetzelfde geldt in essentie voor haar *S. Van Baarsen Halfweg*-eindbeschikking.¹⁸⁰ Ik wijs voorts op de *Schoonmaakbedrijf Kerstens*-eindbeschikking¹⁸¹ van de Ondernemingskamer: “Uit de vaststaande feiten en uit het verslag van de onderzoeker blijkt dat tussen Muys (50% aandeelhouder, BFA) en Kerstens (50% aandeelhouder tevens enig bestuurder, BFA) diepgaande conflicten zijn gerezen, die in de algemene vergadering van aandeelhouders hebben geleid tot een voortdurende patstelling. Enig uitzicht op herstel van normale verhoudingen binnen de aandeelhoudersvergadering zonder ingrijpen van buitenaf lijkt niet aanwezig. De patstelling heeft ertoe geleid dat de vennootschap met miskenning van de belangen van haar aandeelhoudster Muys geen dividend heeft uitgekeerd en naar zich laat aanzien ook niet zal uitkeren zonder dat zulks door het vennootschappelijk belang gerechtvaardigd wordt, gelet op de binnen de vennootschap aanwezige reserves. Het hof is van oordeel dat een en ander in strijd is met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap, en derhalve wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW oplevert.”

Over die laatste gevallen wijd ik kort uit, omdat deze zo vaak voorkomen in de enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer.

Het gaat dan vaak om situaties waarin de vennootschap daadwerkelijk vleugellam is geworden door tweespalt binnen en/of tussen haar organen (i.e. een impasse)¹⁸², althans waarin door conflicten tussen bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders vennootschapsrechtelijke normen worden geschonden¹⁸³ of de – gang van zaken binnen de – vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) op andere wijze negatief worden geraakt.¹⁸⁴ Hier kan een samenloop ontstaan. De aanleiding kan op het zakelijke vlak liggen, maar ook op het persoonlijke vlak. Het enkele ‘stroef’ lopen van de samenwerking tussen bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders is in het enquêterecht in ieder geval niet doorslaggevend. Er moet, zo leert de praktijk, meer aan de hand zijn wil de Ondernemingskamer op grond daarvan een enquêteverzoek toewijzen.

180 Ok. 1 februari 2006 (*S. Van Baarsen Halfweg*), ro. 3.3-3.4.

181 Ok. 4 mei 1995 (*Schoonmaakbedrijf Kerstens*), ro. 4.1.

182 Dit zal zich met name voordoen bij 50/50 verhoudingen binnen en/of tussen het bestuur en/of de algemene vergadering van aandeelhouders.

183 Vgl. o.a. Ok. 19 juli 2005 (*Het Bouwburo Beheer*), ro. 3.1-3.2; Ok. 4 januari 2005 (*Het Bouwburo Beheer*), ro. 3.2-3.4; Ok. 19 mei 2004 (*Beheermaatschappij Sportpark ‘Welgelegen’*), ro. 3.3, 3.7; Ok. 28 april 2004 (*SCUA Holding*), ro. 3.5-3.7; Ok. 23 januari 2004 (*Beheermaatschappij Trial*), ro. 3.2 e.v.; Ok. 2 juli 2002 (*Sytec*), ro. 3.2; Ok. 31 januari 2002 (*Grote Hoef Beheer*), ro. 3.2 e.v.; Ok. 27 april 2000 (*Leather Design Van der Eerden*), ro. 4.5-4.7; en Ok. 4 mei 1995 (*Schoonmaakbedrijf Kerstens*), ro. 4.1.

184 Vgl. o.a. Ok. 3 februari 2004 (*Headscanning Patent*), ro. 3.6 en Ok. 30 juni 1988 (*Vervoercentrum Leiden – Transportbedrijf C. Hogenes*), ro. 2.4 over ‘behoorlijke vennootschappelijke verhoudingen’. Zie o.a. *A-G Bakels* in 2.3-2.4 voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*). Vgl. ten aanzien van ernstig verstoorde verhoudingen tussen het bestuur en de raad van commissarissen waaruit – ernstige – schade kan voortvloeien o.a. Ok. 1 maart 2005 (*Stichting Kinderopvang Nederland*), ro. 3.2-3.3. Ik wijs ook op o.a. Ok. 17 januari 2007 (*Stork*), ro. 3.4, 3.6 en Ok. 6 juli 2006 (*Taxi Centrale Amsterdam*), ro. 3.29, 3.35.

HOOFDSTUK V

Ter illustratie noem ik de *Best Advice Financiële Dienstverlening*-beschikking¹⁸⁵ van de Ondernemingskamer: “De omstandigheid (...) dat tussen aandeelhouders – ernstige – geschillen zijn gerezen, is op zichzelf en zonder méér niet voldoende om tot de conclusie te – kunnen – komen dat sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van de vennootschap. Aannemelijk moet immers zijn dat die geschillen de gang van zaken in de vennootschap belemmeren of dat vennootschapsrechtelijke normen worden overtreden.”¹⁸⁶

Bij een impasse gaat het doorgaans om het uitblijven van besluitvorming als gevolg van het uiteenlopen van zienswijzen op – aspecten van – het te voeren beleid.¹⁸⁷

Wanneer een aandeelhouder over een meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders beschikt kan volgens de Ondernemingskamer niet van een impasse binnen de algemene vergadering van aandeelhouders worden gesproken. Ik wijs in dat verband op haar *BRA Beheer*-beschikking¹⁸⁸: “Aan het standpunt dat sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van BRA Beheer is in het verzoekschrift

185 Ok. 28 november 2003 (*Best Advice Financiële Dienstverlening*), ro. 3.6.

186 Vgl. o.a. Ok. 19 mei 2004 (*Beheermaatschappij Sportpark ‘Welgelegen’*), ro. 3.5-3.6; Ok. 19 januari 2004 (*Virtual Affairs Holding*), ro. 3.10; Ok. 30 december 2003 (*Nederlands Centrum voor Automatiseringsmanagement*), ro. 3.3-3.5; Ok. 14 april 2003 (*R&B Group*), ro. 3.2, 3.5; Ok. 2 december 2002 (*Intersong Basart Publishing Group*), ro. 3.1, 3.11; Ok. 24 oktober 2002 (*Tjip*), ro. 3.1-3.2; Ok. 12 augustus 2002 (*Topficie Associates*), ro. 3.8; Ok. 25 april 2002 (*Kai San Holding*), ro. 3.4-3.6; Ok. 10 januari 2002 (*Elenses*), ro. 3.5-3.8; Ok. 23 juli 2001 (*Flora Beheer*), ro. 3.1; Ok. 27 april 2000 (*Bot Bouw Groep*), ro. 4.1-4.3; Ok. 10 maart 2000 (*Nedbel Holdings*), ro. 3.1; Ok. 14 januari 2000 (*Solidium Group*), ro. 4.2; Ok. 23 september 1999 (*Verploegen Den Haag*), ro. 4.1; en Ok. 20 april 1989 (*Best Golf en Country*), ro. 4.1.

187 Vgl. o.a. Ok. 9 januari 2007 (*F.K.D. Vastgoed*), ro. 3.4-3.5; Ok. 18 december 2006 (*Engine-tronic Innovations*), ro. 3.9, 3.13; Ok. 13 oktober 2006 (*Makelaarskantoor H. Post*), ro. 3.5; Ok. 1 augustus 2005 (*Curamedical Holding*), ro. 3.3-3.4; Ok. 29 juli 2005 (*Maroeska Metz*), ro. 3.1-3.2; Ok. 20 juli 2005 (*Deurwaarders Software Services*), ro. 3.3-3.4; Ok. 20 juli 2005 (*BKV Beheer*), ro. 3.2; Ok. 25 mei 2005 (*Dyna Music Systems*), ro. 3.3-3.5; Ok. 27 april 2005 (*Dolphin Watercompany*), ro. 3.4; Ok. 25 maart 2005 (*Euroyal Properties*), ro. 3.5-3.7; Ok. 24 maart 2005 (*A.C.I. Beheer*), ro. 3.5, 3.7-3.8; Ok. 24 maart 2005 (*Cordial Beheer en Registergoederen*), ro. 3.2; Ok. 11 maart 2005 (*Samlerhuset Group*), ro. 2.19-2.20, 3.4; Ok. 16 april 2004 (*Uit Agenda Nederland*), ro. 3.2-3.3; Ok. 11 februari 2003 (*Kempenaars/Coppens Papierrecycling*), ro. 3.3 e.v.; Ok. 23 juli 2002 (*IMD-International Market Development*), ro. 3.6-3.8; Ok. 16 juli 2002 (*ZSB Bouw*), ro. 3.2; Ok. 2 juli 2002 (*Sytec*), ro. 3.1; Ok. 16 november 2000 (*MUS Investerings Maatschappij*), ro. 3.1; Ok. 2 november 2000 (*Cohere Holding*), ro. 3.1; Ok. 26 oktober 2000 (*G.R. Paalman Beheer*); Ok. 11 november 1999 (*Llenth Beheer*), ro. 4.1 e.v.; Ok. 4 november 1999 (*Prior Heprofor*), ro. 4.3-4.4; Ok. 21 oktober 1999 (*Holland Risk Analysis*), ro. 2.1-2.2; Ok. 21 oktober 1999 (*Burggraaff Beheer*), ro. 3.1; Ok. 12 november 1998 (*Houdstermaatschappij De Zuider Ster*), ro. 4.1-4.2; Ok. 17 september 1998 (*M.H. Nederland*), ro. 3.1; Ok. 21 november 1996 (*Sum Media*), ro. 4.2-4.4; Ok. 23 juni 1994 (*ITP Holland Beleggingsmaatschappij*), ro. 5.4; Ok. 28 oktober 1993 (*Relocation Advisers*), ro. 3.2-3.3; Ok. 15 december 1988 (*Assbel*), ro. 4.1-4.2; en Ok. 26 april 1972 (*Schenkkan*).

188 Ok. 10 november 2005 (*BRA Beheer*), ro. 3.4-3.5.

allereerst ten grondslag gelegd dat de verhoudingen tussen Van Uden en Eymaal dermate verstoord zijn geraakt dat dit tot een impasse in de besluitvorming van (zowel de aandeelhoudersvergadering als het bestuur van) BRA Beheer heeft geleid (...). Deze stellingen kunnen niet als juist worden aanvaard. Van een impasse zoals bedoeld kan, in het licht van de omstandigheid dat Eymaal Beheer over een meerderheid van stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders beschikt, niet worden gesproken.”¹⁸⁹ Het is wel opmerkelijk dat de Ondernemingskamer hier met alleen haar verwijzing naar de positie van de meerderheidsaandeelhouder ook het bestaan van de door verzoeker gestelde impasse binnen het bestuur van tafel lijkt te vegen. Daaraan wordt in de beschikking ieder geval geen separate overweging gewijd.

Enigszins anders laat de Ondernemingskamer zich nog uit in haar *De Stefano*-beschikking¹⁹⁰: “Tussen pp. staat vast dat binnen het bestuur van A. BV als gevolg van tegenstellingen tussen verzoeker (houder van 44% der aandelen) en diens op 16 juli 1985 op voordracht van de meerderheidsaandeelhoudster benoemde mededirecteur Kooijman, een onwerkbaar situatie is ontstaan, welke geleid heeft tot het uitblijven van een aantal noodzakelijke beslissingen. Bezien in het totaal van de verhoudingen binnen A. BV vormt dit gegeven op zichzelf reeds een gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen. De omstandigheid dat de meerderheidsaandeelhoudster het, gelet op de statuten, in haar macht heeft de impasse in het bestuur te doorbreken door een derde directeur te doen benoemen brengt in het oordeel, dat een gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen aanwezig is, geen wijziging.” De Ondernemingskamer lijkt hier niet een heel bestendige koers te varen.

Er is dan in zoverre sprake van non-beleid.

Ik doe een greep uit de vele beschikkingen van de Ondernemingskamer die op dit aspect zien.

Zo verwijst de Ondernemingskamer in haar *Daidalos*-beschikking¹⁹¹ naar binnen de vennootschap bestaande tegenstellingen als gevolg waarvan een “volledige impasse” is komen te ontstaan “waardoor effectieve besluitvorming over de door de vennootschap te volgen koers onmogelijk is geworden”, wat op zichzelf reeds leidt tot ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.

In haar *Smit Transformatoren*-beschikking¹⁹² baseert de Ondernemingskamer zich dienaangaande op het gegeven dat de verhoudingen tussen personen binnen de vennootschap dermate verstoord zijn geraakt dat deze aan een “behoorlijk bestuur” van de vennootschap in de weg zijn komen te staan en als gevolg hebben dat de continuïteit van de

189 Vgl. o.a. Ok. 19 december 2005 (Lambers Beheer), ro. 3.6 en Ok. 30 december 2003 (Nederlands Centrum voor Automatiseringsmanagement), ro. 3.5. In Ok. 26 juli 2006 (Areto), ro. 3.3 stelt de Ondernemingskamer dat van een ‘patstelling’ geen sprake kan zijn omdat twee van de kernpersonen beschikken “over de meerderheid van de aandelen”, wat welbeschouwd niet uitwisselbaar is met “een meerderheid van stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders” waarnaar in Ok. 10 november 2005 (BRA Beheer), ro. 3.5 wordt verwezen.

190 Ok. 29 mei 1986 (De Stefano), ro. 4.

191 Ok. 18 januari 2006 (Daidalos), ro. 3.5.

192 Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.21.

HOOFDSTUK V

vennootschap en de door haar gehouden onderneming in ernstige mate wordt bedreigd.¹⁹³

In haar *Scheipar*-beschikking¹⁹⁴ overweegt de Ondernemingskamer dat uit de vaststaande feiten zonder meer volgt dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ nu er geen enkel uitzicht is op enig functioneren van de vennootschap. Vervolgens duidt de Ondernemingskamer deze situatie als “de impasse in de vennootschap.”¹⁹⁵

Terughoudend is de Ondernemingskamer in haar *Carboply*-beschikking¹⁹⁶: “De Ondernemingskamer stelt (...) voorop dat – juist – ter zake van een zuivere 50-50 *joint venture* vennootschap als Carboply wier bestuur ook (...) deze (zeggenschaps)verhouding reflecteerde, in beginsel en zolang niet de besluitvorming van haar organen als gevolg van de 50-50-verhouding wordt geblokkeerd, niet spoedig aanleiding zal bestaan aan de juistheid van het beleid te twijfelen uit hoofde van de enkele omstandigheid dat de *joint venture* partners zich jegens elkaar niet gedragen naar hetgeen de redelijkheid en billijkheid van hen vordert. De Ondernemingskamer stelt verder voorop dat zulks anders kan zijn indien één van de *joint venture* partners niet (langer), en de andere partner (nog) wel, in het bestuur van de vennootschap vertegenwoordigd is.”¹⁹⁷

Dergelijke gevallen kenmerken zich door een weinig flexibele en coöperatieve opstelling van betrokkenen en zullen doorgaans – op enigerlei wijze – nadelig uitwerken voor de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) als daaraan geen einde wordt gemaakt.¹⁹⁸ Een impasse zal spoedig een onderzoek rechtvaardigen¹⁹⁹ en (dis)kwalificeren als ‘wanbeleid’.²⁰⁰ Uit de rechtspraak

193 Vgl. o.a. Ok. 2 augustus 2005 (Denkers TNG Beheer), ro. 3.10.

194 Ok. 7 augustus 2002 (Scheipar), ro. 3.6.

195 Vgl. recentelijk o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.3; Ok. 24 november 2006 (Holding Gebr. De Leeuw), ro. 3.4 over “een onwerkbaar situatie binnen de Holding”; Ok. 24 november 2006 (Masselink Holding), ro. 3.4, 3.6: “Een conflict als hier aan de orde is in het algemeen schadelijk voor de betrokken vennootschappen en de door haar gedreven ondernemingen. Dat geldt zeker als het conflict en de daaruit voortvloeiende handelingen niet zijn terug te voeren op meningsverschillen van zakelijke aard, maar op tegenstellingen in de persoonlijke sfeer”; Ok. 26 juli 2006 (K&H Holding), ro. 3.1; Ok. 31 januari 2006 (Pondac Products), ro. 3.3; Ok. 6 januari 2006 (Mondoor Beheer), ro. 3.3; en Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.4 over een “impasse die de bedrijfsvoering van Dyna Music in de kern raakt.” Vgl. dertig jaar geleden reeds o.a. Ok. 3 januari 1977 (Oostrum’s Algemene Beleggingsmaatschappij): “(...) dat door onoplosbaar gebleken geschillen tussen verzoekster en haar zoon, de leiding van de vennootschap in een impasse is geraakt; dat zulks op zich reeds voldoende grond oplevert aan een juist beleid te twijfelen en een onderzoek te gelasten (...).”

196 Ok. 22 februari 2006 (Carboply), ro. 3.3.

197 In o.a. Ok. 8 maart 2001 (Z&K Beheer), ro. 3.1 is de Ondernemingskamer ook terughoudender.

198 Vgl. o.a. Ok. 4 januari 2001 (Beheersmaatschappij Linssen Best), ro. 3.1; Ok. 20 december 2000 (Makelaardij Huis 77), ro. 3.1; Ok. 7 december 2000 (Martari), ro. 2.1-2.3; Ok. 9 november 2000 (Blanksma Makkum Beheer); en Ok. 21 november 1996 (Sum Media), ro. 4.2-4.4.

199 Illustratief is Ok. 12 juli 2006 (Becq & Millan Europe), ro. 3.8: “Reeds de enkele omstandigheid dat sprake is van een patstelling in de organen van een vennootschap levert in de regel voldoende gegronde redenen op om aan een juist beleid van de desbetreffende vennootschap te twijfelen.”

→

blijkt dat de lijn tussen de ex art. 2:350 lid 1 BW voor toewijzing van een enquêteverzoek vereiste ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ en een vermoeden van ‘wanbeleid’ met name in deze context nauwelijks te trekken valt.²⁰¹

27.c. *De ‘evolutie’ van de ‘elementaire beginselen’ formule*

Op het eerste gezicht lijkt de door de Ondernemingskamer in haar *Batco Nederland*-eindbeschikking²⁰² geïntroduceerde formule ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ als aanscherping van het begrip ‘wanbeleid’ een eenduidig criterium dat centraal staat binnen het enquêterecht.²⁰³ In de praktijk blijkt dit anders uit te pakken, met name waar het de enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer betreft.

Ik noem ter illustratie chronologisch enkele beschikkingen uit enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer.

In haar *J.F. Van der Klis*-eindbeschikking²⁰⁴ overweegt de Ondernemingskamer: “Als met elementaire beginselen van behoorlijk en verantwoord ondernemerschap strijdige handelingen die op zichzelf en te zamen genomen wanbeleid opleveren (...)” Overigens komt de Ondernemingskamer in haar *J.F. Van der Klis*-eindbeschikking tot de conclusie dat sprake is van ‘fataal wanbeleid’: “De vaststaande feiten laten geen andere conclusie toe dan dat er bij de vennootschap vanaf 1974 sprake is geweest van nog steeds doorwerkend en – getuige de huidige financiële en bestuurlijke situatie – fataal wanbeleid. (...) Dit wanbeleid, gekenmerkt door het ondergeschikt maken van de belangen van de vennootschap, haar werknemers en crediteuren aan die van de familie Van Leusden, heeft uiteindelijk geleid tot een situatie die geen uitzicht biedt op voortbestaan van de onderneming.”

In haar *Ogem Holding*-eindbeschikking²⁰⁵ lijkt de Ondernemingskamer de formule van de ‘elementaire beginselen’ niet heel consequent te hanteren door niet systematisch onderscheid te maken in strijd met ‘verantwoord ondernemerschap’ en strijd met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’, ‘verantwoord ondernemerschap’ en ‘behoorlijk ondernemerschap’, onzorgvuldig handelen en ernstig onzorgvuldig handelen, en strijd met de ‘elementaire beginselen’ en ‘wanbeleid’: “Uit het vorengaande volgt dat door

200 Vgl. o.a. Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.4. en Ok. 28 januari 2005 (Projectontwikkeling Friesland), ro. 3.8. Vgl. ook o.a. Ok. 2 mei 1996 (ITP Holland Beleggingsmaatschappij), ro. 4.12.

201 Impasse gevallen worden doorgaans schuldneutraler gezien dan wanneer het afgekeurde beleid bijvoorbeeld het bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid betreft. Vgl. o.a. Ok. 30 juni 1988 (Vervoercentrum Leiden – Transportbedrijf C. Hogenes), ro. 1.4, 2.1-2.4, 4.2; Ok. 29 mei 1986 (De Stefano), ro. 4; en Ok. 23 juni 1977 (Westland Import).

202 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2.

203 Vgl. reeds Ok. 27 maart 1974 (Verenigde HVA-maatschappijen), ro. 4: “O. dat geenszins aannemelijk is geworden dat de leiding van HVA te dezen een gedragslijn heeft gevolgd, welke in strijd komt met elementaire beginselen van verantwoord beleid.”

204 Ok. 8 oktober 1987 (J.F. Van der Klis), ro. 7.

205 Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding).

HOOFDSTUK V

Ogem in verschillende opzichten onzorgvuldig is gehandeld. De hierboven in verband met de BuM-transactie geconstateerde onzorgvuldigheden zijn, beschouwd in onderling verband, van een zo ernstige aard dat de Ondernemingskamer van oordeel is dat door Ogem is gehandeld in strijd met verantwoord ondernemerschap, en wel in zodanige mate dat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden. Dit betekent dat sprake is van wanbeleid. (...) De hiervoor geconstateerde onzorgvuldigheden zijn van een zo ernstig karakter, dat de Ondernemingskamer van oordeel is dat door Ogem terzake van de verwerving en het bezit van eigen aandelen is gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Er is derhalve, wat het zojuist vermelde betreft, sprake van wanbeleid. (...) Het voorgaande houdt in, dat door Ogem bij de besluitvorming inzake de Donego-transactie onzorgvuldig is gehandeld, in die zin dat de voor- en nadelen en de risico's van de transactie niet voldoende duidelijk ter discussie hebben gestaan in de betrokken ondernemingsorganen. Aldus is inbreuk gemaakt op elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. (...) Verantwoord ondernemerschap brengt – voor zover hier van belang – met zich dat degenen aan wie wettelijke of statutaire bestuurstaken zijn opgedragen ervoor zorg dragen dat van de personen of organen waarover de bestuurstaken zich uitstrekken zodanige informatie wordt verkregen, dat de bestuurstaken op verantwoorde wijze kunnen worden vervuld. Toen aan de RvB duidelijk werd dat die verantwoorde uitvoering van de bestuurstaken niet mogelijk was door het niet ontvangen van voldoende inlichtingen van A.J. Fibbe, had de RvB behoren in te grijpen. Doordat een zodanig ingrijpen niet heeft plaatsgevonden, heeft Ogem gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Derhalve is op dit punt sprake van wanbeleid. (...) De hiervoor aangeduide onzorgvuldigheden zijn, in onderling verband beschouwd, van een zo ernstig karakter, dat de Ondernemingskamer van oordeel is dat door Ogem met betrekking tot de projectontwikkeling is gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Er is derhalve, wat het zojuist bedoelde onderwerp betreft, sprake van wanbeleid. (...) Door Ogem is, naar blijkt uit het voorgaande, in het kader van de kredietovereenkomst met de banken – het stellen van zekerheden daarin begrepen – in verschillende opzichten onzorgvuldig gehandeld. De hier vastgestelde onzorgvuldigheden zijn van zo ernstige aard, dat gezegd moet worden dat door Ogem is gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Derhalve is sprake van wanbeleid. (...) De beslissing van de RvC tot het achteraf aantasten van de afvloeiingsregeling is een onzorgvuldige beslissing die in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap is. (...) De Ondernemingskamer verenigt zich met de mening van de Commissie op de daartoe door de Commissie aangegeven gronden dat hier (betreffende het adviseurschap van Scharis, BFA) sprake is van wanbeleid.”

In haar *VBB*-eindbeschikking²⁰⁶ legt de Ondernemingskamer strijd met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ ten grondslag aan de slotsom dat sprake is van ‘wanbeleid’: “Dit leidt reeds tot de slotsom dat ook ten aanzien van het emissieprospectus sprake is van wanbeleid van de vennootschap, omdat het uitbrengen van een met betrekking tot de eigenlijke bedrijfsresultaten misleidend emissieprospectus blijk geeft van een beleid dat in strijd geacht moet worden met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.”

206 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.10.3.2.

In haar *YVC Holding*-eindbeschikking²⁰⁷ verwijst de Ondernemingskamer weer naar het begrip ‘behoorlijk ondernemerschap’: “De Ondernemingskamer heeft (...) in haar beschikking van 21 oktober 1999 overwogen dat het welbewust afstevenen op een beëindiging van IJsselwerf (...) in strijd zou zijn met de elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap (...). (...) Zoals valt te lezen uit het verslag (...) is de onderzoeker van het onder 4.3 genoemde voornemen niet gebleken. (...) Dit leidt ertoe dat (...) niet tot wanbeleid kan worden geconcludeerd.”

In haar *Bosbo*-eindbeschikking²⁰⁸ hanteert de Ondernemingskamer daarentegen de term ‘verantwoord ondernemerschap’: “Door dit een en ander uit het oog te verliezen heeft Bosbo te dezen gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en zich in zoverre schuldig gemaakt aan wanbeleid.”

In haar *De Vries Robbé Groep*-eindbeschikking²⁰⁹ passeren de ‘elementaire beginselen van zorgvuldigheid’ de revue: “Het niet in acht nemen door de vennootschap van elementaire beginselen van zorgvuldigheid in het kader van de transactie moet haar des te zwaarder worden aangerekend nu verschillende bij de transactie betrokken personen daarbij belangen hadden die niet parallel liepen aan de belangen van de vennootschap.”

In haar *RNA*-beschikking²¹⁰ spreekt de Ondernemingskamer over ‘de vraag waartoe behoorlijk ondernemerschap noopt’: “Dientengevolge heeft te gelden dat bij beantwoording van de vraag waartoe behoorlijk ondernemerschap noopt, de andere bij de vennootschap betrokken belangen, zoals met name het belang van de werknemers, in – belangrijk – mindere mate van betekenis zijn dan overigens het geval is.”²¹¹

In haar *HBG*-eindbeschikking²¹² verwijst de Ondernemingskamer bij herhaling naar ‘opvattingen over *corporate governance*’ en afgeleide vormen daarvan, alsmede naar de ‘beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur’: “(...) een bod dat zozeer in het belang van de aandeelhouders van HBG is dat afwijzing daarvan in strijd zou komen met hetgeen juiste naleving van de beginselen van corporate governance [sic] (...). (...) dit een en ander mede tegen de achtergrond van de heden ten dage breed in de samenleving gedragen opvattingen over corporate governance (...). (...) Mede in aanmerking genomen de hiervoor in 3.43 vermelde heden ten dage in de samenleving breed gedragen opvattingen dienaangaande (...). (...) In zulk een geval echter brengen de beginselen van behoorlijk onderne-

207 Ok. 9 november 2000 (*YVC Holding*), ro. 4.3-4.5.

208 Ok. 1 mei 2003 (*Bosbo*), ro. 3.12.

209 Ok. 28 juni 2001 (*De Vries Robbé Groep*), ro. 3.16.

210 Ok. 16 oktober 2001 (*RNA*), ro. 3.14. Dit is een eerste fase beschikking.

211 Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (*Gebr. Bleijlevens Heerlen*), ro. 3.4 waarin de Ondernemingskamer spreekt over een gang van zaken – te weten het niet meer opmaken en door de algemene vergadering van aandeelhouders vaststellen van jaarrekeningen na het boekjaar 2001 – die niet overeenstemt met “hetgeen waartoe verantwoord bestuur noopt”, wat weer lijkt te worden gelijkgesteld met ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Vgl. o.a. Ok. 9 oktober 2006 (*UMI Beheer*), ro. 3.3: “Ten slotte is de Ondernemingskamer van oordeel dat ook de omstandigheid dat de jaarrekeningen over de boekjaren 2002 en 2003 niet zijn vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders en vervolgens in die jaarrekening is opgenomen dat zulks wel is geschied en wel in vergaderingen die niet hebben plaatsgevonden, getuigt van wanbeleid van UMI Beheer.”

212 Ok. 21 januari 2002 (*HBG*), ro. 3.29, 3.43, 3.45, 3.46.

HOOFDSTUK V

mingsbestuur zoals die naar thans vigerende opvattingen moeten worden begrepen (...). (...) de – hiervoor in 3.43 – weergegeven wijze waarop HBG de beginselen van corporate governance heeft begrepen en onderschreven.”²¹³

In haar *Scheepswerf Groot*-beschikking²¹⁴ hanteert de Ondernemingskamer het begrip ‘beginselen van behoorlijk ondernemerschap’: “Enerzijds brengen beginselen van behoorlijk ondernemerschap met zich dat continuering van een verlieslatende onderneming zonder enig uitzicht op een rendabele exploitatie dient te worden tegengegaan (...).”

In haar *Getronics*-beschikking²¹⁵ hanteert de Ondernemingskamer het begrip ‘beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur’: “Dat betoog ziet immers over het hoofd dat het in strijd met beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur kan zijn aan zodanige eerder gemaakte afspraak uitvoering te geven (...).”

In haar *Unilever*-beschikking²¹⁶ rept de Ondernemingskamer weer over ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ waarmee zij terug lijkt te grijpen naar de originele – en consequent door de Hoge Raad²¹⁷ gehanteerde – terminologie: “In dit verband is de Ondernemingskamer van oordeel dat, indien sprake is van door of namens Unilever gewekte gerechtvaardigde verwachtingen als door verzoekers bedoeld, het negeren daarvan een zodanig ernstig onzorgvuldig of laakbaar handelen door Unilever inhoudt dat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden.”

In haar *Koninklijke Ahold*-beschikking²¹⁸, kort na de *Unilever*-beschikking gewezen, maakt de Ondernemingskamer evenwel gewag van ‘algemeen aanvaarde beginselen van *corporate governance*’: “In het midden kan blijven of in september 2003 als algemeen aanvaard beginsel van corporate governance gold dat in de algemene vergadering van aandeelhouders waarin de benoeming van een lid van de Raad van Bestuur geagendeerd stond (...) bekend gemaakt diende te worden wat het met de desbetreffende kandidaat overeengekomen beloningspakket was, nu Ahold dat in de algemene vergadering van aandeelhouders van 4 september 2003 heeft gedaan (...). De Ondernemingskamer is van oordeel dat niet gezegd kan worden dat destijds als beginsel als hiervoor bedoeld gold dat dergelijke informatie voorafgaand aan de bewuste algemene vergadering van aandeel-

213 In Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.21-3.22, de beschikking waarin de Ondernemingskamer het enquêteverzoek toewijst, verwijst zij naar ‘de normen die gelden vanwege opvattingen omtrent wat pleegt te worden aangeduid met *corporate governance*’. Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.6; Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.3; en Ok. 18 oktober 2001 (Heineken Holding), ro. 3.8. Vgl. ook Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.8. In Ok. 1 februari 2007 (Greenswan), ro. 3.4 verwijst de Ondernemingskamer naar “heersende opvattingen en (wettelijke) regelgeving op het terrein van *corporate governance*.” In Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.13 verwijst de Ondernemingskamer naar “regels van vennootschapsrecht en beginselen van *corporate governance*.” Ik wijs ook op Ok. 7 maart 2003 (Willem III Meubilering Beheer), ro. 3.1 waarin de Ondernemingskamer verwijst naar “maatschappelijk aanvaarde normen.”

214 Ok. 4 november 2002 (Scheepswerf Groot), ro. 3.3. Dit is een eerste fase beschikking.

215 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.38. Dit is een eerste fase beschikking.

216 Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9. Dit is een eerste fase beschikking.

217 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.6.4, 6.8.2 en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3.

218 Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.65. Dit is een eerste fase beschikking.

houders aan de aandeelhouders verstrekt diende te worden. Dat betekent niet dat niet gezegd kan worden dat het eleganter jegens de aandeelhouders zou zijn geweest indien Ahold de desbetreffende informatie wél voorafgaand aan de algemene vergadering van aandeelhouders van 4 september 2003 aan de aandeelhouders zou hebben verstrekt, maar als wanbeleid zal het uitblijven van een zodanige (elegantere) handelwijze niet betiteld kunnen worden (en als reden voor onderzoek kan zo een handelwijze dan ook niet gelden).”

In haar tweede *VIBA*-eindbeschikking²¹⁹ – waarin de Ondernemingskamer ditmaal niet tot ‘wanbeleid’ concludeert – schakelt de Ondernemingskamer ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW – min of meer – gelijk aan handelen in strijd met ‘normen van *corporate governance*’, ‘onbehoorlijk bestuur’, ‘onaanvaardbaar bestuursbeleid’ en strijd met ‘normen van behoorlijk bestuur’: “Tegen de achtergrond van het vorenoverwogene roepen de hier beoordeelde bezwaren in wezen de vraag op of *VIBA*, beseffende en zelfs beogende dat haar werknemersparticipatieplan in de algemene vergadering van aandeelhouders zou leiden tot vermindering van de (relatieve) invloed van aandeelhouders-investeerdere zoals verzoeksters, ten opzichte van die van Stichting Personeelsparticipaties, en daarmee die van aandeelhouders-werknemers, zodanig in strijd heeft gehandeld met normen van *corporate governance* dat te dier zake van wanbeleid dient te worden gesproken. Bij de beoordeling van deze vraag stelt de Ondernemingskamer voorop dat geen regel van vennootschapsrecht, noch ook van de statuten van *VIBA*, meebracht dat het werknemersparticipatieplan slechts met toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders van *VIBA* mocht worden ingevoerd. Alsdan komt het aan op de vraag of in het onderhavige geval sprake is van dusdanige feiten en omstandigheden dat niettemin het doorzetten van dat plan als onbehoorlijk bestuur van *VIBA* dient te worden aangemerkt. (...) Dit – als zodanig aan verzoeksters kenbare – besloten profiel is medebepalend voor hetgeen de *stakeholders* in een vennootschap als de onderhavige redelijkerwijs van elkaar mogen verwachten en daarmee tevens voor de (on)aanvaardbaarheid van de over en weer gestelde gedragingen. De Ondernemingskamer acht in casu geen grond aanwezig voor het oordeel dat verzoeksters op dit punt zó onredelijk zijn beschaamd in hun verwachtingen dat daarmee sprake is van onaanvaardbaar bestuursbeleid. Alle (...) vermelde omstandigheden in aanmerking nemende, kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer niet worden gezegd dat het bestuur van *VIBA* door het doorzetten van het werknemersparticipatieplan de stemverhoudingen binnen de *AVA* op onaanvaardbare wijze heeft beïnvloed noch dat het overigens daardoor heeft gehandeld in strijd met normen van behoorlijk bestuur zoals die in een vennootschap als de onderhavige en tijde van de door verzoeksters gewraakte transacties hadden te gelden. De conclusie van hetgeen hiervoor is overwogen is dat niet sprake is van wanbeleid van *VIBA* (...).”²²⁰

219 Ok. 5 augustus 2005 (*VIBA*), ro. 3.6-3.7, 3.11-3.13.

220 Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.7 over “een (blijvend) goede *corporate governance*” en Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.29, 3.35 waarin de Ondernemingskamer verwijst naar “een toestand van de vennootschap en haar organen die uit een oogpunt van goede *corporate governance* de toets der kritiek niet (meer) kan doorstaan” en overweegt dat het stemrecht op de aandelen in handen dient te komen van een derde “totdat de *corporate governance* van de vennootschap zodanige vorm heeft gekregen dat deze voldoet aan de eisen die daaraan met het oog op gezonde verhoudingen tussen alle betrokkenen dienen te worden gesteld.”

HOOFDSTUK V

In haar *UMI Beheer*-beschikking²²¹ baseert de Ondernemingskamer zich weer op ‘regels van *corporate governance*’ die anders dan in voornoemde *Koninklijke Ahold*-beschikking volgens de Ondernemingskamer in dit geval wél gelding hadden ten tijde van de aangevallen bestuurlijke gedraging: “Aan het bestuur van een vennootschap komt naar, ook reeds op 10 juli 2003 geldende, regels van *corporate governance* niet de bevoegdheid toe om haar gehele onderneming of al haar (substantiële) activa te vervreemden, waardoor aan de onderneming van de vennootschap in feite een einde komt, zonder de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dat geldt in ieder geval, zo niet te meer, indien die vervreemding zoals in het onderhavige geval geschiedt tegen een prijs van slechts tweemaal één euro. Te minder kon het bestuur van UMI Beheer zich vrij achten de aangevochten (rechts)handeling te verrichten zonder de bedoelde goedkeuring gezien de betrokkenheid van Lamme, H. Lamme en A.R. Dirks bij de verkrijgers van de aandelen in TMM Holding, waardoor het – door de overeengekomen prijs versterkte – vermoeden is gerechtvaardigd dat van belangenvermenging sprake is (geweest), en gezien de diverse overdrachten die vervolgens (binnen de belangensfeer van de zojuist genoemden) nog hebben plaatsgevonden.” In haar *UMI Beheer*-eindbeschikking²²² rept de Ondernemingskamer mede in het licht van het voorgaande over een gang van zaken die blijkt geeft van “een dermate miskennis van de – ook reeds op 10 juli 2003 geldende – ‘regels van *corporate governance*’” dat van ‘wanbeleid’ moet worden gesproken: “Immers, niet aanvaard kan worden dat (het bestuur van) een vennootschap al haar (substantiële) activa vervreemdt – en daarmee in feite een einde maakt aan de door haar in stand gehouden onderneming – zonder haar aandeelhouders op een behoorlijke wijze in de besluitvorming, die resultaat van overleg en in overeenstemming met het bepaalde in art. 2:8 BW dient te zijn, daaromtrent te betrekken. Dat (...) een juiste prijs voor de aandelen werd betaald, doet aan het vorenoverwogene niet af, te minder, nu het in deze zaak gaat om een situatie waarin sprake is van (slechts) twee aandeelhouders en de aandelen in TMM Holding door de enig bestuurder van UMI Beheer, tevens houder van 65% van haar aandelen, werden overgedragen aan door leden van zijn (schoon)familie gecontroleerde vennootschappen. (Ook) in dit verband had het op de weg van UMI Beheer gelegen voldoende openheid van zaken te betrachten jegens haar (minderheids)aandeelhouder Jonker, en deze laatste in redelijkheid in staat te stellen zich ervan te vergewissen dat de onderscheiden belangen behoorlijk uiteen werden gehouden. Dat UMI Beheer heeft nagelaten Jonker zelfs maar over de bewuste transactie te informeren, kan tegen deze achtergrond niet anders dan als wanbeleid gelden. Ten slotte is de Ondernemingskamer van oordeel dat ook de omstandigheid dat de jaarrekeningen over de boekjaren 2002 en 2003 niet zijn vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders en vervolgens in die jaarrekening is opgenomen dat zulks wel

221 Ok. 16 november 2005 (UMI Beheer), ro. 3.4. Dit is een eerste fase beschikking.

222 Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3.

is geschied en wel in vergaderingen die niet hebben plaatsgevonden, getuigt van wanbeleid van UMI Beheer.”²²³

In haar *VTI*-beschikking²²⁴ verwijst de Ondernemingskamer naar een variant die zij – als ik het goed zie – nog niet eerder hanteerde, de ‘regels van verantwoord ondernemingsbestuur’: “Hoezeer (...) ook kan worden aangenomen dat Versatel thans een groepsmaatschappij van Tele2 is, kan deze kwalificatie er niet toe leiden dat door de werking van het laatste zinsdeel van *best practice* bepaling III.2.2 onderdeel f van de Nederlandse *corporate governance* code de regels van verantwoord ondernemingsbestuur opzij gezet zouden kunnen worden zodra een vennootschap groepsmaatschappij wordt.”

In haar *S. Van Baarsen Halfweg*-eindbeschikking²²⁵ hanteert de Ondernemingskamer – kennelijk als equivalent van het begrip ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW – de ‘toets van de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’: “Gelet op de bevindingen en vaststellingen van de onderzoeker moet worden geoordeeld dat de onderzochte transactie gezien de wijze waarop en de omstandigheden waaronder zij is tot stand gekomen, de toets van de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap niet kan doorstaan. Immers, niet kan worden aanvaard dat het bestuur van een vennootschap een transactie tot stand brengt waardoor de vennootschap al haar activa en haar activiteiten kwijt raakt en daarmee in feite een einde maakt aan de door haar in stand gehouden onderneming zonder overleg met en deelneming aan de besluitvorming door haar aandeelhouders. Dat geldt temeer in een geval als het onderhavige waarin het slechts gaat om twee (takken van) aandeelhouders. De door de vennootschap voor de gevolgde gang van zaken gegeven verklaring en rechtvaardiging kan haar niet baten. Integendeel moet de redengeving dat tegen de achtergrond van de verstoorde verhouding tussen de aandeelhouders de transactie welbewust en opzettelijk buiten het gezichtsveld van verzoekers heeft plaatsgevonden en dat schriftelijke vastlegging ervan niet heeft plaatsgevonden, worden gekwalificeerd als blijk van volstrekt ontoelaatbare eigenrichting. Nog minder kan worden aanvaard dat aan verzoekers ook nadat de transactie had plaatsgevonden inzicht daarin niet is gegeven. Het oordeel kan dan ook slechts luiden dat ter zake van de onderzochte transactie sprake is van wanbeleid van de vennootschap.” De Ondernemingskamer lijkt hier de omstandigheid dat sprake is geweest van “welbewust en opzettelijk” handelen mee te hebben genomen bij haar conclusie dat de ‘elementaire beginselen’ zijn geschonden en dat sprake is van ‘wanbeleid’.²²⁶

223 Vgl. o.a. Ok. 8 februari 2007 (De Benpuck Holding), ro. 3.2: “(...) redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW alsmede hedendaagse opvattingen omtrent *corporate governance* [kunnen] met zich brengen dat een (voorgenomen) besluit van het bestuur dat leidt tot een wezenlijke wijziging van de aard van de vennootschap en de door haar in stand gehouden onderneming niet kan worden genomen of uitgevoerd zonder de instemming van de algemene vergadering van aandeelhouders en onder omstandigheden zelfs niet kan worden genomen of uitgevoerd zonder instemming van de minderheidsaandeelhouder, in het geval namelijk dat een bij meerderheid genomen besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders gelet op alle in aanmerking te nemen omstandigheden en belangen als in redelijkheid niet aanvaardbaar moet worden aangemerkt.”

224 Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.6. Dit is een eerste fase beschikking.

225 Ok. 1 februari 2006 (S. Van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.4.

226 Beduidend milder luidt het oordeel, in de eerste fase, in Ok. 13 juli 2006 (Selles Beheer), ro. 3.7.

HOOFDSTUK V

Uit bijvoorbeeld haar *EMBA*-eindbeschikking²²⁷, kort na de *Koninklijke Ahold*-beschikking geweest, blijkt dat de Ondernemingskamer ook wel simpelweg verwijst naar de aan- of afwezigheid van ‘wanbeleid’²²⁸, *in casu* aan de hand van de redelijkheidstoets.²²⁹ In de *EMBA*-eindbeschikking speelt onder meer de vraag of het door *EMBA* ten opzichte van haar minderheidsaandeelhouder *Sirvana* gevoerde dividendbeleid – gelet op het mogelijk ontbreken van een adequate belangenafweging – al dan niet als ‘wanbeleid’ te (dis)kwali- ficeren valt. Naar de formule van de ‘elementaire beginselen’ of een variant daarop wordt door de Ondernemingskamer niet verwezen. Omdat *EMBA* naar het oordeel van de Ondernemingskamer in redelijkheid tot haar dividendbeleid heeft kunnen komen oordeelt de Ondernemingskamer uiteindelijk dat van ‘wanbeleid’ van *EMBA* geen sprake is: “De vraag of het belang van *Sirvana* bij uitkering van dividend voldoende is meegewogen, moet worden beantwoord aan de hand van de omstandigheden van het geval, waarbij met name zal moeten worden afgewogen of *EMBA* in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het passereren van het dividend over de boekjaren 1997 tot en met 2002 noodzakelijk was in het belang van de bedrijfsvoering van haar desbetreffende dochtervennootschappen onderscheidenlijk teneinde de balansverhoudingen (liquiditeit en solvabiliteit) van haarzelf of die desbetreffende dochtervennootschappen op een aanvaardbaar peil te brengen of te houden. Het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een reserveringsbeleid zal in het algemeen niet gerechtvaardigd zijn. (...) De Ondernemingskamer is van oordeel dat, lettend op de (...) in deze beschikking hiervoor beschreven feiten en omstandigheden, *EMBA* in redelijkheid tot haar hiervoor bedoelde oordeel heeft kunnen komen. Niet is gebleken dat de belangen van *Financière, Hottinger & Cie* dan wel *Bank & Trust* ten opzichte van die van *Sirvana* disproportioneel zijn meegewogen. (...) Op grond van het vorenstaande oordeelt de Ondernemingskamer (...) dat niet kan worden gezegd dat het belang van *Sirvana* bij de dividenduitkering door *EMBA* onvoldoende is meegewogen, zij het dat de gemaakte belangenafweging impliciet is gebleven. Hieruit volgt dat uit dezen hoofde niet kan worden geconcludeerd tot wanbeleid van *EMBA*.”

Dit blijkt eveneens uit de reeds genoemde *HBG*-eindbeschikking²³⁰ van de Ondernemingskamer waarin onder meer ter discussie staat de objectieve ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van de door het bestuur gemaakte strategische keuze in het licht van de behartiging van – met name – het aandeelhoudersbelang. Hier is primair sprake van een zakelijke beleidsafweging, niet direct van een zakelijke beleidsafweging waarvan een achterstelling van een deelbelang bij één of meer andere deelbelangen (i.e. een belangenafweging) ook een component vormt²³¹: “De Ondernemingskamer zal in de eerste plaats de vraag onder

227 Ok. 15 maart 2005 (*EMBA*), ro. 3.23, 3.24, 3.27.

228 Hiervan zijn talloze andere voorbeelden te geven. Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (*Laurus*), ro. 3.4-3.5; Ok. 22 september 2003 (*I.H.D. Schiphol Service*), ro. 3-4; en Ok. 25 september 2003 (*Aannemingsmaatschappij Zeelandia Curaçao*), ro. 3-4.

229 Overigens heeft de Ondernemingskamer zich in Ok. 10 december 1981 (*Ford Nederland*), ro. 14 uitdrukkelijk verzet tegen het ‘binnentrekken’ van de in art. 26 lid 4 *WOR* vervatte redelijkheidstoets in het enquêterecht. Vgl. o.a. Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 8.

230 Ok. 21 januari 2002 (*HBG*), ro. 3.5-3.6, 3.28, 3.34-3.35, 3.37.

231 In de literatuur wordt – met name in het kader van de ‘marginale’ redelijkheidstoets – doorgaans alleen verwezen naar belangenafwegingen. Illustratief is Van Leeuwen (1990), 16. Zie hoofdstuk 6 – nummer 39.b.

ogen zien of het bekritiseerde beleid van HBG en meergenoemd besluit naar de inhoud genomen als wanbeleid kan onderscheidenlijk dient te worden gekwalificeerd. Het gaat dan in het bijzonder om de vraag of HBG in redelijkheid heeft kunnen besluiten tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam. (...) Voormelde kanttekeningen en aangebrachte correcties nemen echter niet weg dat niet valt in te zien dat het HBG uit een oogpunt van een evenwichtige en objectieve vergelijking van met name de financiële gevolgen – gemeten in *shareholder value* – van het bod van Boskalis en de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in redelijkheid niet zou hebben vrijgestaan voor de laatste optie te kiezen. (...) Het aldus niet zonder meer vergelijkbaar zijn van de voorliggende alternatieven heeft onder meer de betekenis dat een financiële vergelijking tussen die alternatieven niet alleen reeds op zichzelf met enige terughoudendheid moet worden gezien maar ook afgezien daarvan slechts betrekkelijk van betekenis is, althans dat een beslissing die niet uitsluitend of in de eerste plaats daarop is gebaseerd niet reeds daarom als kennelijk onredelijk kan of moet worden aangemerkt. (...) Alle zowel kwantitatieve als kwalitatieve – deels niet in alle scherpste van gewicht te voorzien – aspecten die van belang zijn voor de beoordeling naar de inhoud genomen van het te dezen aan de orde zijnde beleid van HBG en haar beslissing tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in aanmerking nemende, onderschrijft de Ondernemingskamer samenvattend dan ook het (...) oordeel van (...) onderzoekers (...) “dat het HBG bestuur in redelijkheid tot haar (de Ondernemingskamer leest: zijn) keuze voor de joint venture heeft kunnen komen”.²³² De ‘elementaire beginselen’ formule wordt in dit verband door de Ondernemingskamer niet gehanteerd, hoewel dit elders in de eindbeschikking weer wel het geval is.²³³

De Ondernemingskamer vaart – gelet op het voorgaande – geen bestendige koers als het gaat om de hantering en invulling van de ‘elementaire beginselen’ formule als toetsingskader binnen het enquêterecht. Zij blijft niet trouw aan de klassieke begrippen ‘elementaire’, ‘beginselen’, ‘verantwoord’ en ‘ondernemerschap’. Het is niet ondenkbaar dat de Ondernemingskamer zich hierbij tot op zekere hoogte laat leiden door de termen als gehanteerd door de partijen en/of de onder-

232 Hier matigt de Ondernemingskamer zich in vrij vergaande mate een objectief oordeel aan over de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging. Vgl. o.a. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.7.3.2. In Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.11 lijkt de Ondernemingskamer weer een voor de vennootschap mildere ‘wanbeleid’ toets aan te leggen.

233 Vgl. o.a. Ok. 2 november 1995 (Text Lite Holding), 4.2, 4.7: “Een en ander is naar het oordeel van het hof zodanig in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap, dat op deze punten sprake is van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW. (...) De onderzoeker heeft vastgesteld (...) dat de vorderingen van de vennootschap op de voormalige directieleden A.H. en W. Hommel per 31 oktober 1990 zijn opgelopen tot circa 2 miljoen gulden, voorts dat A.H. Hommel ontvangsten van debiteuren tot aanzienlijke bedragen in privé heeft geïncasseerd en zonder dit te verantwoorden in de boekhouding kasgeld ten bedrage van f 300.000,- heeft opgenomen. Het hof is van oordeel dat het laten oplopen van de rekening-courantschuld van A.H. en W. Hommel aan de vennootschap, zonder dat daarvoor voldoende zekerheid werd gesteld en de genoemde door A.H. Hommel gepleegde onregelmatigheden de belangen van de vennootschap zozeer hebben geschaad dat dit wanbeleid oplevert.”

HOOFDSTUK V

zoeker(s), hetgeen logischerwijs niet resulteert in een zeer consequent gehanteerd begrippenapparaat.

Hier is sprake van een wildgroei aan toetsingscriteria. Onduidelijk is daardoor of de diverse varianten op de traditionele ‘elementaire beginselen’ formule niet meer zijn dan een andere omschrijving van telkens dezelfde gedachte (wat slechts een semantisch verschil oplevert), of dat de Ondernemingskamer eigenlijk het oog heeft op een invulling van de ‘elementaire beginselen’, bijvoorbeeld specifiek gericht op gedragingen van het bestuur. Zo lijkt de strekking van de formules ‘normen van *corporate governance*’, ‘(algemeen aanvaarde) beginselen van *corporate governance*’ en ‘regels van *corporate governance*’ breder te zijn dan de strekking van de formules ‘beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur’, ‘normen van behoorlijk bestuur’ en ‘regels van verantwoord ondernemingsbestuur’. Deze formuleringen hebben op hun beurt naar het voorkomt weer een bredere strekking dan de kennelijk specifiekere ‘elementaire beginselen van zorgvuldigheid’ waarnaar de Ondernemingskamer ook wel verwijst.²³⁴ Ik krijg uit de rechtspraak niet de indruk dat de Ondernemingskamer door hantering van vernoemde formules daadwerkelijk beoogt een toegepast toetsingskader te ontwikkelen.²³⁵ Het lijkt er eerder op dat de Ondernemingskamer het soms ook weleens anders wil formuleren.²³⁶ Wel geeft de gehanteerde formule doorgaans een globale indruk van het kader waarin de rechterlijke toetsing plaatsvindt. Zo hanteert de Ondernemingskamer het begrip *corporate governance* in de regel in de context van het gevoerde vennootschappelijk beleid en niet het gevoerde ondernemingsbeleid, bijvoorbeeld waar het gaat om raadpleging van of informatieverschaffing aan de algemene vergadering van aandeelhouders.²³⁷ Dit begrip hanteert zij evenwel niet consequent, zoals blijkt uit onder meer haar *S. Van Baarsen Halfweg*-, *Unilever*- en *Bosbo*-(eind)beschikkingen²³⁸ waarin de Ondernemingskamer verwijst naar de traditionele ‘elementaire beginselen’ formule.

Hoe het ook zij, afgaande op het uit bovengenoemde beschikkingen volgende bereik dat de Ondernemingskamer aan de baaierd van gehanteerde ‘beginsel’,

234 Zie o.a. plv. P-G Mok in 5.8.1 voor HR 13 september 2002 (De Vries Robbé Groep).

235 Illustratief is Willems (2004 a), 438: “Wat houdt de beslissing van de rechter dat in strijd is gehandeld – of niet – met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en daarmee de formulering van die beginselen anders in dan het formuleren van regels van *corporate governance*? Het enquêterecht houdt en hield zich aldus beziend dus per definitie bezig met – het vastleggen van – regels van *corporate governance*. Alleen werd dat tot voor kort nog met woorden uit de Nederlandse taal gebezigd.”

236 Kennelijk anders o.a. Van Ginneken (2006), 529 en Winters (2006), 1250.

237 Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.4, 3.12, 3.14 over “het stelsel van checks and balances binnen de *corporate governance* van Stork” en “gewijzigde opvattingen over de bevoegdheden van de diverse organen van een vennootschap en over wat heden ten dage ook hier te lande als (goede) *corporate governance* is gaan heten” en Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.34-3.40 over de (on)evenwichtigheid van de *corporate governance* structuur. Zie o.a. Winters/Ploeger (2007), 41.

238 Ok. 1 februari 2006 (S. Van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.4; Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9; en Ok. 1 mei 2003 (Bosbo), ro. 3.12.

‘regel’ en ‘norm’ begrippen lijkt te geven, komt het mij voor dat zij onder schending hiervan doorgaans ‘wanbeleid’ in de zin van art. 2:355 lid 1 BW verstaat.

28. De formule van de ‘elementaire beginselen’: een lege analytische huls?

28.a. *Het mechanisme van de ‘elementaire beginselen’ formule*

Raaijmakers en Van der Sangen hebben opgemerkt dat van het afdrijven van een terughoudende toetsing in het enquêterecht sprake zou zijn, omdat de Ondernemingskamer indien zij de ‘elementaire beginselen’ formule hanteert niet langer toetst aan ‘*ernstige strijd*’ maar slechts aan ‘*strijd*’ daarmee.

Ik laat Raaijmakers aan het woord: “Van ‘wanbeleid van de rechtspersoon’ is slechts sprake indien uit het verslag van de enquêteur(s) blijkt van *ernstige strijd* met *elementaire beginselen* verantwoord ondernemerschap [sic]. Dit is het criterium dat door de OK sinds het Batco-arrest [sic] wordt gehanteerd”²³⁹ en “Voor de beoordeling of sprake is van ‘wanbeleid van de rechtspersoon’ ontwikkelde de OK eind jaren tachtig van de vorige eeuw de norm ‘*ernstige strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap*’. Hier constateert de OK niet *ernstige strijd* maar enkel ‘*strijd*’.”²⁴⁰ Raaijmakers doelt in het laatste citaat op de *HBG*-eindbeschikking van de Ondernemingskamer.²⁴¹

Voor de goede orde merk ik op dat de Ondernemingskamer reeds in het begin van de jaren zeventig van de vorige eeuw de formule van de ‘elementaire beginselen’ heeft ontwikkeld in haar *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking²⁴², die uiteindelijk in meer definitieve vorm door de Ondernemingskamer is geformuleerd in 1979 in haar *Batco Nederland*-eindbeschikking²⁴³ welke vervolgens door de Hoge Raad is onderschreven in zijn *Ogem Holding*-beschikking.²⁴⁴

Mijns inziens berust deze zienswijze op een onjuiste uitleg van vrij bestendige enquêterechtspraak.

Toetsing aan ‘*ernstige strijd*’ zou in de bestaande leer leiden tot een overbodige derde stap. Met (1) het in theorie geconstateerde dusdanig ernstige karakter van het onzorgvuldig dan wel laakbaar handelen dat sprake is van (2) ‘*strijd*’ met de ‘elementaire beginselen’ is (3) ‘wanbeleid’ daarin immers gegeven.

239 Raaijmakers in zijn noot sub 2 bij HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*).

240 Raaijmakers (2003), 1378.

241 Zie voorts Raaijmakers (2006), 582, 589-590; Van der Sangen (2004), 86-88; en Raaijmakers in zijn noot sub 6 bij Ok. 21 januari 2002 (*HBG*).

242 Ok. 27 maart 1974 (*Verenigde HVA-maatschappijen*), ro. 4.

243 Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2 e.v.

244 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3.

HOOFDSTUK V

Ik doe een greep uit enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer door de jaren heen.

De *Batco Nederland*-eindbeschikking²⁴⁵: “In de onderhavige procedure dienen de bezwaren van de bonden tegen het gevoerde beleid getoetst te worden aan de maatstaf van wanbeleid. De beleidsvrijheid van de onderneming vindt voor wat het enqueterecht betreft zijn grens daar waar hij gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. (...) Onder deze omstandigheden vormt het afbreken door Batco Nederland van het voorgeschreven overleg met de bonden en in de ondernemingsraad een ernstige verwaarlozing van haar verplichting dit overleg te voeren. Batco Nederland handelde aldus in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Het in strijd met deze beginselen genomen besluit van Batco Nederland haar fabriek in Amsterdam te sluiten, is dan ook als wanbeleid aan te merken en dient vernietigd te worden.”

De *Linders Beheer*-eindbeschikking²⁴⁶: “In het stadium waarin de onderhavige enquêteprocedure thans verkeert (de tweede fase, BFA) dient het beleid en de gang van zaken van X BV met betrekking tot de aankoop van de aandelen in Y BV getoetst te worden aan het criterium wanbeleid, waaronder moet worden verstaan het handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.”

De *Hyster*-beschikking²⁴⁷: “De OK acht termen aanwezig een onderzoek te gelasten. De OK merkt ten overvloede op dat dit nog niet betekent dat het (...) aangevochten besluit (...) als wanbeleid moet worden aangemerkt. Van wanbeleid is immers eerst sprake bij een handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Of daarvan sprake is zal op basis van het in te stellen onderzoek moeten worden beslist.”

De *VBB*-eindbeschikking²⁴⁸: “Waar in het hierna volgende het hof bij de vermelding van zijn eigen oordeel het woord wanbeleid gebruikt wordt geduid op een beleid dat strijdig is met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. (...) Samenvattend moet worden geoordeeld dat het aldus desbewust versluiëren van de werkelijke stand van zaken met betrekking tot het belangrijk negatieve resultaat van de eigenlijke bedrijfsvoering in de hiervoor weergegeven omstandigheden zo ernstig is te achten dat dit als strijdig met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap wanbeleid van de vennootschap oplevert.”

De *Gucci Group*-(eind)beschikking²⁴⁹: “(...) aan de hand van de (...) vraag of voorschijns voldoende aanwijzingen bestaan dat sprake is van wanbeleid en dus of de rechtspersoon handelt of heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk onder-

245 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2, 6.

246 Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4.

247 Ok. 23 juni 1983 (Hyster), ro. 5. Dit is een eerste fase beschikking. Vgl. in dezelfde periode o.a. Ok. 22 maart 1984: “De onderzoeker komt, zakelijk weergegeven, tot de conclusie dat, naar zijn mening, sedert 1980 geen wanbeleid is gevoerd en voorts dat Y als enig directeur van de vennootschap als manager niet onbekwaam is. De Ondernemingskamer verstaat deze conclusie zo dat van enig handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap met betrekking tot het eigenlijke bedrijfsbeleid niet is gebleken.”

248 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.1.9, 4.9.3.9.

249 Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.7, 3.18, 3.25.

nemerschap zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld. (...) Tegen de achtergrond van hetgeen hiervoren is overwogen (...) is de Ondernemingskamer van oordeel dat GUCCI terzake heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en dat dus van wanbeleid van GUCCI sprake is (geweest). (...) Tegen de achtergrond van het voorgaande is de Ondernemingskamer van oordeel dat het aangaan van de Overeenkomst door GUCCI met PPR in strijd is te achten met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en derhalve als wanbeleid van GUCCI heeft te gelden.”

De *RNA*-eindbeschikking²⁵⁰: “Tegen deze achtergrond is de Ondernemingskamer van oordeel dat het oprichten van Stichting RNA en het emitteren van aandelen aan haar zoals is geschied met het oog op het definitief buiten spel zetten van een grootaandeelhouder, in strijd is met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. (...) Verwijtbaar is wel dat RNA, in de wetenschap dat SBBR een haar welgevallig standpunt zou verdedigen in een te verwachten proxy fight, SBBR – mede – heeft gefinancierd. Daarmee heeft zij de door haar in acht te nemen neutrale en gelijke behandeling van – groepen van – aandeelhouders geschonden en aldus gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. (...) Het voorgaande leidt tot de conclusie dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen op een wijze die in strijd is met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap besluiten hebben voorbereid, onderscheidenlijk genomen, die de mogelijkheid in zich droegen dat – op de wijze als hiervoor in 3.38 tot en met 3.44 behandeld – ten detrimente van de aandeelhouders op disproportionele wijze voordelen zouden – kunnen – toekomen aan de leden van de raad van bestuur van RNA en aan Freeland.”

En de *S.H.G.P. Tussenholding*-eindbeschikking²⁵¹: “Ook voor het overige biedt het verslag grondslag voor het oordeel dat van wanbeleid van SHGP sprake is (geweest). De Onderzoeker constateert immers (...): (...). Het (...) overwogene noopt naar het oordeel van de Ondernemingskamer tot de conclusie dat ook met betrekking tot de algemene gang van zaken bij SHGP sprake was van wanbeleid omdat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden.”²⁵²

‘Ernstige strijd’ vereist dan welbeschouwd gedragingen van een buitensporig ernstig onzorgvuldig of laakbaar karakter om ‘wanbeleid’ aan te kunnen nemen, waardoor deze (dis)kwalificatie te exclusief zou worden. Dát is ook niet de ondergrens van ‘wanbeleid’ zoals die door de Hoge Raad in zijn *Ogem Holding*-beschikking²⁵³ is vormgegeven en in zijn *HBG*-beschikking²⁵⁴ is gehandhaafd, of

250 Ok. 22 maart 2002 (RNA), ro. 3.9, 3.13, 3.45.

251 Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding), ro. 3.6-3.7.

252 Zie o.a. Willems (2004 c), 191; Willems (2004 a), 437-438: “(...) onderzocht dient te worden of de vennootschap onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld en wel zodanig ernstig dat is gehandeld in strijd met *elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap*” welke formule volgens Willems vertaald kan worden als “regels van *corporate governance*”; Willems (2000 b), 44; en A-G Mok in 7.2.4 voor HR 10 januari 1990 (Ogem Holding). Anders, opmerkelijk genoeg onder verwijzing naar Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), Parijs (2003), 235.

253 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.3.

254 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2.

HOOFDSTUK V

zoals die blijkt uit zijn *RNA*- en *Zwagerman Beheer*-beschikkingen.²⁵⁵ Weliswaar impliceren enkele uitspraken van de Ondernemingskamer dat zij een dergelijke gradatie soms hanteert, maar erg sterke aanwijzingen voor een consequent beleid zijn dit op zichzelf niet. Vaak zijn de door de Ondernemingskamer gehanteerde formuleringen te beschouwen als uitingen van afkeuring vanwege de ernst van de geconstateerde tekortkomingen, voor zover aan dergelijke formuleringen al zelfstandige betekenis moet worden toegekend.

Ik geef enkele voorbeelden.

De *Text Lite Holding*-eindbeschikking²⁵⁶: “Een en ander is naar het oordeel van het hof zodanig in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap, dat op deze punten sprake is van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW.”²⁵⁷

De *Vie d’Or*-eindbeschikking²⁵⁸: “Een en ander betekent dat de wijze van ondernemen door Vie d’Or – voor het deelnemende publiek – het karakter had gekregen en behield van een avontuur, in die zin dat onaanvaardbare risico’s werden genomen, zonder dat dat karakter voor dat publiek zichtbaar was. Zeker voor een verzekeringbedrijf is dat in ernstige mate in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.”

De *HBG*-eindbeschikking²⁵⁹: “Gelet op hetgeen hiervoor (...) is overwogen en gezien de (...) bevindingen van de onderscheiden onderzoekers in deze zaak, moet worden geoordeeld dat HBG wat betreft de wijze van totstandkomen van het in deze zaak bestreden beleid van HBG en haar besluit tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam, heeft gehandeld in strijd met hetgeen elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap met zich brengen en wel aldus dat van wanbeleid moet worden gesproken.”²⁶⁰

De *Tactron Holding*-eindbeschikking²⁶¹: “Reeds op zichzelf en in ieder geval in onderling verband en samenhang beschouwd is aldus sprake – geweest – van schending van elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap des dat van wanbeleid sprake is.”

De tweede *VIBA*-eindbeschikking²⁶²: “(...) zodanig in strijd heeft gehandeld met normen van *corporate governance* dat te dier zake van wanbeleid dient te worden gesproken.”²⁶³

255 HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26 en HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.6. Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 4 bij HR 21 februari 2003 (*HBG*).

256 Ok. 2 november 1995 (*Text Lite Holding*), ro. 4.2.

257 In Ok. 2 november 1995 (*Text Lite Holding*), ro. 4.3-4.6 wordt telkens geconcludeerd dat de betreffende handelwijze in strijd is met ‘elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap’ en daarom ‘wanbeleid’ oplevert. Van ‘zodanige’ strijd wordt daar niet gesproken. Dit is anders in bijvoorbeeld Ok. 13 april 1995 (*Heron Turbines*). Vgl. o.a. Ok. 30 juni 2003 (*Polyplus Holding*), ro. 3.6.

258 Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 6.4.4.

259 Ok. 21 januari 2002 (*HBG*), ro. 3.53.

260 Opmerkelijk genoeg wordt in *Raaijmakers* (2003), 1378 juist uit Ok. 21 januari 2002 (*HBG*) afgeleid dat de Ondernemingskamer niet langer toetst aan ‘ernstige’ strijd met de ‘elementaire beginselen’.

261 Ok. 29 april 2002 (*Tactron Holding*), ro. 3.3.

262 Ok. 5 augustus 2005 (*VIBA*), ro. 3.6.

263 Vervolgens rept de Ondernemingskamer echter weer over ‘onbehoorlijk bestuur’, ‘onaanvaardbaar bestuursbeleid’ en handelen ‘in strijd met normen van behoorlijk bestuur’.

DE – VERHOUDING TUSSEN DE – ENQUÊTERECHTELIJKE KERNBEGRIPPEN

En de *UMI Beheer*-eindbeschikking²⁶⁴: “(...) de hiervoor bedoelde gang van zaken geeft [blijk] van een dermate miskenning van de – ook reeds op 10 juli 2003 – geldende regels van corporate governance, dat van wanbeleid van UMI Beheer moet worden gesproken.”

De zienswijze van Raaijmakers en Van der Sangen valt overigens wel te verklaren, doordat zij ervan uit lijken te gaan dat ‘strijd’ met een ‘elementair beginsel’ voor de Hoge Raad en de Ondernemingskamer hetzelfde is als een normoverschrijdende gedraging. Dat is doorgaans niet het geval. Daarop ga ik hierna verder in.²⁶⁵

Opmerking verdient in dit verband overigens dat de beperkte toetsing waarvan de ‘elementaire beginselen’ formule doorgaans blijk geeft welbeschouwd alleen ziet op het uitgangspunt dat niet iedere beleidsfout als ‘wanbeleid’ te gelden heeft. Dat wil zeggen alleen de als zodanig te duiden voldoende ernstige varianten daarvan. Deze formule belet op zichzelf niet dat de Ondernemingskamer het beleid op onderdelen onzorgvuldig – of laakbaar – noemt zonder acht te slaan op eventueel aan het bestuur toekomende beleidsvrijheid. De Hoge Raad heeft dien-aangaande in ieder geval geen kenbare nuancering aangebracht. Dit is opmerkelijk. Een dergelijke benadering staat haaks op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag²⁶⁶, terwijl de ‘wanbeleid’ stap in dat opzicht in feite inhoudsloos is: is dit tekortschieten in het licht van alle omstandigheden van het geval al met al erg genoeg om als ‘wanbeleid’ te (dis)kwalificeren? Dit betreft de vertaling van het – schuldig – ondermaatse bestuurlijk gedrag in de wettelijke (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’, niet de terughoudendheid waarmee de rechter het bestuurlijk gedrag dient te toetsen.

Illustratief is de *YVC Holding*-eindbeschikking²⁶⁷ van de Ondernemingskamer: “Het voren-gaande neemt niet weg dat het onderzoek op een aantal punten wezenlijke tekortkomingen in het door YVC gevoerde beleid aan het licht heeft gebracht. Terecht is door FNV onder meer gewezen op de hoge concernkosten die een negatieve invloed op de prijsstelling – en daarmee de concurrentiepositie – van IJsselwerf hebben gehad, op het onvoldoende krachtig ondernemen van pogingen om de acquisitie te verbeteren, op het door de onderzoeker gememoreerde gegeven dat van een in enige mate van de Holding onafhankelijk directie-beleid geen sprake is geweest en op het ontbreken van een directiebesluit bij de beslissing tot aanvraag van de surséance van betaling. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer zijn deze onzorgvuldigheden in het gevoerde beleid, zowel afzonderlijk als in onderlinge samenhang beschouwd, echter tegen de achtergrond van de moeilijke omstandigheden waaronder YVC – naar in haar verweerschrift gemotiveerd is uiteengezet – had te opereren niet van zodanige ernst dat zij het oordeel wanbeleid rechtvaardigen.”

264 Ok. 9 oktober 2006 (*UMI Beheer*), ro. 3.3.

265 Zie nummer 28.b hierna.

266 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

267 Ok. 9 november 2000 (*YVC Holding*), ro. 4.6.

HOOFDSTUK V

Ik wijs ook op de *De Vries Robbé Groep*-eindbeschikking²⁶⁸ van de Ondernemingskamer: “Op grond van al het hiervoor overwogene, in onderling verband en samenhang beschouwd, komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat sprake is geweest van wanbeleid van de vennootschap in de periode 1 april 1997 tot en met 23 maart 1998, en wel met betrekking tot de gang van zaken rond de inbrengtransactie en de beursgang. De in de periode vanaf 23 maart 1998 gemaakte beleidsfouten zijn, gelet op de omstandigheden waarin de vennootschap was komen te verkeren als gevolg van het in de daarvoor gelegen periode gevoerde wanbeleid, niet van zodanig gewicht dat zij de kwalificatie wanbeleid kunnen rechtvaardigen.”

Vermeldenswaardig is voorts de *RNA*-beschikking²⁶⁹ van de Hoge Raad: “Het verstrekken van een financiële bijdrage als hier in het geding is, kan daarom in de gegeven omstandigheden, in aanmerking genomen dat de Ondernemingskamer heeft vastgesteld dat het bestuur van SBBR onafhankelijk was en niet heeft geoordeeld dat het bestuur van RNA op ongeoorloofde wijze invloed uitoefende op de besluitvorming binnen SBBR, niet als wanbeleid worden aangemerkt, ook niet als de kwalificatie van ‘minder kies’ die de onderzoekers daaraan hebben toegekend, als juist moet worden aanvaard. In zoverre slagen de onderdelen 10.8-10.10. Het vorenstaande moet tot de conclusie leiden dat in dit geding ook niet een toereikende grondslag is aangevoerd voor het oordeel dat te dezer zake van wanbeleid sprake is.”

Overigens zie ik van het onderscheid in ‘wanbeleid’ en ‘ernstig wanbeleid’ de analytische meerwaarde niet direct.²⁷⁰ Iets anders is dat ‘wanbeleid’ erge en minder erge vormen kent en in vele soorten en maten voorkomt, wat door de Ondernemingskamer ook wordt onderkend.²⁷¹

28.b. *Geen analytische maar vooral een concluderende functie*

Bepaald onduidelijk is wat ‘(elementaire) beginselen van verantwoord ondernemerschap’ en afgeleide vormen daarvan nu precies omvatten en aan de hand van welke ‘(elementaire) beginselen’ het begrip ‘wanbeleid’ kan worden ingevuld. De Ondernemingskamer hanteert in feite niet consequent een eenduidige en kenbare methode van toetsing op basis van een bekende – maar voor uitbreiding vatbare – kernset van gedragsnormen. Ik heb niet de indruk dat de Ondernemingskamer in haar uitspraken zoveel mogelijk probeert individuele ‘elementaire beginselen’ bloot te leggen, de precieze contouren daarvan te schetsen, deze consequent te hanteren en daaromtrent telkens gemotiveerde beslissingen te nemen. Wat nu precies de wezenlijke gedragsnormen zijn aan de hand waarvan de rechterlijke toet-

268 Ok. 28 juni 2001 (*De Vries Robbé Groep*), ro. 3.18.

269 HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.18.

270 Zie o.a. *Memorie van Toelichting (1967-1968)*, 8. Vgl. o.a. Ok. 2 mei 1996 (*ITP Holland Beleggingsmaatschappij*), ro. 4.9 en Ok. 23 juni 1994 (*ITP Holland Beleggingsmaatschappij*), ro. 5.6.

271 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 6.6.1; Ok. 31 juli 2001 (*Bouwprojecten Brabant*), ro. 3.6; en Ok. 8 oktober 1987 (*J.F. Van der Klis*).

sing van bestuurlijk gedrag vorm gegeven dient te worden volgt niet eenduidig uit bestaande enquêterechtspraak.²⁷² Het gaat mijns inziens dan ook te ver om te zeggen dat het systeem van de ‘elementaire beginselen’ als een geheel van duidelijke en hanteerbare gedragsnormen goed bruikbaar is voor de Ondernemingskamer om een vage grondnorm zoals ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW in concrete gevallen op een zinvolle en consistente wijze te benaderen. Dit past ook niet erg goed bij de door de Hoge Raad onderschreven werkmethode die eruit bestaat dat een voldoende ernstig onzorgvuldige – of laakbare – handelwijze leidt tot ‘strijd’ met dé ‘elementaire beginselen’ en daarmee tot ‘wanbeleid’. Dit is welbeschouwd niet hetzelfde als een werkmethode die eruit bestaat dat voldoende ernstige ‘strijd’ met één of meer individuele ‘elementaire beginselen’ – in de zin van gedragsnormen – leidt tot ‘wanbeleid’, in welk geval ook onderscheid te maken valt in niet voldoende ernstige schending van een ‘elementair beginsel’ en ‘wanbeleid’.

Uiteindelijk beslist de Ondernemingskamer in de praktijk – als zij de formule van de ‘elementaire beginselen’ in al dan niet afgeleide vorm hanteert – vaak alleen dát bepaald vastgesteld gedrag niet door de beugel kan en dus strijdig is met dé ‘elementaire beginselen’, reden waarom sprake is van ‘wanbeleid’. Zij maakt traditioneel niet consequent inzichtelijk welk(e) ‘elementair(e) beginsel(en)’ zij precies op het oog heeft²⁷³ of waar het normatieve kantelpunt precies ligt.²⁷⁴ Anders gezegd: door in plaats van het centrale begrip ‘wanbeleid’ de formule ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ te hanteren vervangt de Ondernemingskamer in feite het ene vage begrip door het andere vage begrip. Een goed

272 Kennelijk anders o.a. Willems (2004 a), 438 over “de beslissing van de rechter dat in strijd is gehandeld – of niet – met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en daarmee de formulering van die beginselen” en Raaijmakers (2003), 1378 over “de goed gevulde chirurgijnstas die het vroegere toetsingskader (de formule van de ‘elementaire beginselen’, BFA) bood.”

273 Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 336: “De door de Ok gehanteerde en door de Hoge Raad aanvaarde formule mag worden opgevat als een nadere aanduiding van het begrip wanbeleid. De formule heeft enige zeggingskracht, wellicht meer zeggingskracht dan het kleurloze ‘wanbeleid’. Dat we er veel mee opschieten kan anderzijds niet worden gezegd. De Ok heeft ook niet aangegeven welke elementaire beginselen zij op het oog heeft. Uit haar beschikking is slechts af te leiden dat strijd daarmee aanwezig kan worden geacht wanneer het ‘onzorgvuldig dan wel laakbaar’ handelen een ernstig karakter heeft” en Mok (2004), 78: “Wanbeleid is een beleid dat strijdig is met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Die formule lost niet alles op, want wat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn, zal nader moeten worden geconcretiseerd.” Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.e. Vgl. evenwel Ok. 20 juli 2001 (Bosbo), ro. 3.3 waarin de Ondernemingskamer vooropstelt dat gelijke behandeling van aandeelhouders in gelijke omstandigheden als een ‘zwaarwegend beginsel’ heeft te gelden. Bedoelt zij te zeggen dat het in art. 2:92/201 lid 2 BW neergelegde voorschrift als een ‘elementair beginsel’ kwalificeert? Vgl. o.a. Ok. 19 december 2001 (AND International Publishers), ro. 3.2 en Ok. 5 januari 1989 (Johan van Dijk), ro. 4.1.

274 Zie bijvoorbeeld plv. P-G Mok in 5.8.1 voor HR 13 september 2002 (De Vries Robb Groep), het door de Ondernemingskamer aan de vennootschap gemaakte verwijt vertalend: “Nu zij niet voorzichtig genoeg is geweest, is het door haar verrichte onderzoek onvoldoende geweest.”

HOOFDSTUK V

voorbeeld vormt de *S.H.G.P. Tussenholding*-eindbeschikking²⁷⁵ van de Ondernemingskamer.

“Ook voor het overige biedt het verslag grondslag voor het oordeel dat van wanbeleid van SHGP sprake is (geweest). (...) Uit het verslag is op te maken dat als gevolg van een en ander is verzuimd Assurantiebedrijf Diemen B.V. voor de loonbelasting te doen registreren als vennootschap die de activiteiten van de vennootschap MH&M B.V. i.o. heeft voortgezet (...), dat ten onrechte niet op de voet van artikel 7 lid 4 Wet op de omzetbelasting 1969 een fiscale eenheid voor de omzetbelasting tussen SHGP en haar dochtervennootschappen is aangevraagd (...) en dat de *backoffice* activiteiten van Mobrass Verzekeringen B.V. ten onrechte niet tegen marktconforme tarieven aan andere dochtervennootschappen zijn doorberekend (...). Voorts heeft SHGP erkend dat haar jaarrekeningen over de boekjaren die vallen in de onderzochte periode niet – tijdig – zijn opgemaakt, vastgesteld en gepubliceerd. Het in 3.6 overwogene noopt naar het oordeel van de Ondernemingskamer tot de conclusie dat ook met betrekking tot de algemene gang van zaken bij SHGP sprake was van wanbeleid omdat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden.”

Opmerkelijk is overigens dat de Ondernemingskamer een eerder in de *S.H.G.P. Tussenholding*-eindbeschikking vastgestelde grondslag voor ‘wanbeleid’, te weten ‘(ontoelaatbare) belangenverstrengeling’ waardoor onvoldoende recht is gedaan aan het vennootschappelijk belang en aan het belang van een minderheidsaandeelhouder, niet – expliciet – plaatst in de sleutel van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’.²⁷⁶ Hetzelfde geldt voor een soortgelijke zelfstandige grondslag voor ‘wanbeleid’ die later in dezelfde beschikking door de Ondernemingskamer wordt vastgesteld. Ziet de Ondernemingskamer het consequent laten prevaleren van het belang van de vennootschap bij tegenstrijdige belangen niet als een ‘elementair beginsel’? Dit lijkt niet waarschijnlijk, gelet op het bepaalde in onder – veel – meer haar *Linders Beheer*-eindbeschikking.²⁷⁷

Wat nu precies de ‘elementaire beginselen’ zijn waarmee SHGP *Tussenholding* in strijd heeft gehandeld wordt mij uit de beschikking niet duidelijk. Moeten:

- het laten registreren voor de loonbelasting van een vennootschap;
- het aanvragen van een fiscale eenheid voor de omzetbelasting;
- en het tegen marktconforme tarieven doorberekenen van *back-office* activiteiten aan dochtervennootschappen;

individueel worden aangemerkt als deel uitmakend van ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’, vallen deze aspecten onder een algemeen

²⁷⁵ Ok. 5 januari 2005 (*S.H.G.P. Tussenholding*), ro. 3.6-3.7.

²⁷⁶ Vgl. o.a. Ok. 16 februari 2006 (*Beheermaatschappij Trial*), ro. 3.2.

²⁷⁷ Ok. 26 mei 1983 (*Linders Beheer*), ro. 4. Vgl. o.a. Ok. 26 september 1991 (*VHS*), ro. 5.1 e.v. In Ok. 9 mei 2006 (*TriQorp*), ro. 3.4 wordt echter overwogen: “Er is dus alle reden voor de veronderstelling dat *TriQorp* en twee van haar drie (aanvankelijke) aandeelhouders handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en dat sprake is van ontoelaatbare belangenvermenging (...)” Dit lijkt niet erg zuiver geformuleerd.

‘elementair beginsel’, of bedoelt de Ondernemingskamer met de vaststelling dat “ook met betrekking tot de algemene gang van zaken bij SHGP sprake was van wanbeleid omdat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden” eigenlijk niet meer te zeggen dan dat alle omstandigheden van het geval indachtig sprake is van dusdanig ernstig onzorgvuldig en/of laakbaar beleid dat de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ gerechtvaardigd is? Dit roept de vraag op of de door de Ondernemingskamer – en de Hoge Raad – gehanteerde terminologie in analytische zin daadwerkelijk iets toevoegt, of dat de vaststelling ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ slechts de uitkomst van het rechterlijke toetsingsproces signaleert?

Dat het vereiste van schending van de ‘elementaire beginselen’ door de bank genomen in de praktijk niet werkelijk bijdraagt aan beantwoording van de vraag of sprake is van – aan de vennootschap toerekenbaar – (schuldig) ondermaats bestuurlijk gedrag, maar veeleer fungeert als uiting van de gedachte dat het reeds geconstateerde – toerekenbare – tekortschieten aan een bepaalde minimum mate van ernst dient te voldoen wil het als ‘wanbeleid’ gebrandmerkt kunnen worden, wordt allereerst geïllustreerd door de *Batco Nederland*-eindbeschikking²⁷⁸ van de Ondernemingskamer (waarin deze nadien door de Hoge Raad²⁷⁹ onderschreven werkmethode is geïntroduceerd). Daarin stelt de Ondernemingskamer voorop dat de bezwaren van de bonden tegen het door de vennootschap gevoerde beleid getoetst dienen te worden aan de maatstaf van ‘wanbeleid’, waaronder wordt verstaan ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’. Vervolgens merkt de Ondernemingskamer samengevat het volgende op, omtrent het door de vennootschap met de bonden/ondernemingsraad gevoerde en volgens de Ondernemingskamer te vroeg afgebroken overleg:

- dat de vennootschap ten onrechte uit een rapport van de bonden, en ondanks een gemaakte nadere afspraak, de uitsluitende conclusie heeft getrokken dat de bonden/ondernemingsraad niet bereid waren tot verder overleg;
- dat het afbreken van het overleg in dit stadium te meer als onjuist moet worden bestempeld, omdat de werkgelegenheid in en de toekomst van de fabriek in Amsterdam sedert jaren regelmatig onderwerp van bespreking is geweest tussen de vennootschap en de bonden/ondernemingsraad en de vennootschap wist dat de gang van zaken in die jaren bij haar werknemers grote onrust en wantrouwen had gewekt;
- dat de vennootschap door het afleggen van geruststellende verklaringen bij haar werknemers gerechtvaardigde verwachtingen heeft gewekt dat de werkgelegenheid in Amsterdam niet – en zeker niet op zo’n korte termijn – verminderd zou worden, welke verwachtingen ook zijn gewekt door de omstandigheid dat de fabriek in Amsterdam op zichzelf beschouwd gedurende de laatste jaren steeds winstgevend is geweest;

278 Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2, 5-6.

279 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3.

HOOFDSTUK V

- en dat ten slotte niet zonder betekenis is dat de moederverenootschap van Batco Nederland de zogeheten OECD-Guidelines als richtlijn voor haar beleid heeft aanvaard, welke Guidelines ervan uitgaan dat in een geval als het onderhavige ‘samenspraak’ met de vertegenwoordigers van de werknemers dient plaats te vinden.

De Ondernemingskamer concludeert dan dat *onder deze omstandigheden* het afbreken door de vennootschap van het voorgeschreven overleg met de bonden/ ondernemingsraad een ernstige verwaarlozing vormt van haar verplichting dit overleg te voeren en dat de vennootschap aldus in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ handelde zodat sprake is van ‘wanbeleid’. Niet de individuele onzorgvuldigheden kwalificeren als ‘strijd’ met individuele ‘elementaire beginselen’, maar het ernstige karakter van de onzorgvuldigheden als geheel gezien leidt tot de slotsom dat wat betreft het afbreken van het overleg in algemene zin sprake is van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en dus van ‘wanbeleid’. Tevens wijs ik ter illustratie op de *Ogem Holding*-eindbeschikking²⁸⁰ van de Ondernemingskamer. Daarin overweegt de Ondernemingskamer kort gezegd dat met betrekking tot de projectontwikkeling in verschillende opzichten onzorgvuldig is gehandeld:

- ten aanzien van een belangrijk onderdeel van de projectontwikkeling heeft de beleids- en besluitvorming plaatsgevonden op basis van onvoldoende informatie, terwijl geen pogingen zijn ondernomen aanvullende informatie te vergaren;
- de raad van commissarissen is onvoldoende informatie verstrekt en onvoldoende bij de beleids- en besluitvorming betrokken;
- en ten aanzien van de projectontwikkeling is onvoldoende informatie opgenomen in de jaarverslagen betreffende een aantal jaren.

Vervolgens overweegt de Ondernemingskamer dat deze onzorgvuldigheden *in onderling verband beschouwd* van een zo ernstig karakter zijn dat door Ogem *in verband met de projectontwikkeling* is gehandeld in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, waardoor *wat betreft de projectontwikkeling* sprake is van ‘wanbeleid’. Niet de individuele onzorgvuldigheden kwalificeren als ‘strijd’ met individuele ‘elementaire beginselen’, maar het ernstige karakter van de onzorgvuldigheden als geheel gezien leidt tot de slotsom dat wat betreft het gehele project in algemene zin sprake is van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en dus van ‘wanbeleid’.²⁸¹ Ten slotte wijs ik ter illustratie op de *Unilever*-beschikking van de Ondernemingskamer.²⁸² Daarin overweegt zij kort gezegd dat indien sprake is van door of namens – het bestuur van – Unilever gewekte gerechtvaardigde verwachtingen als door verzoekers bedoeld, het negeren daarvan een zodanig ernstig onzorgvuldig of laakbaar handelen door Unilever inhoudt dat de ‘elementaire beginselen’ zijn geschonden. Niet het normoverschrijdend handelen levert ‘strijd’

280 Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding).

281 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.15 e.v.

282 Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9. Dit is een eerste fase beschikking.

met een ‘elementair beginsel’ op, waarbij het dan zou gaan om een enkele gedraging (het verstrekken van onvoldoende of onjuiste informatie) dan wel een incidenteel besluit (in strijd met die verstrekte informatie), maar die handelwijze *gecombineerd met de overige omstandigheden van het geval*: de mogelijk zeer nadelige gevolgen van deze gedraging of dit besluit voor de vennootschap, met name indien zou blijken dat opzettelijk onvoldoende of onjuiste informatie is verschaft. Deze invulling van de ‘elementaire beginselen’ formule is door de Hoge Raad in zijn *Ogem Holding*-beschikking onderschreven.²⁸³

Als een samenstel van kenbare en hanteerbare gedragsnormen aan de hand waarvan het bestuurlijk gedrag door de Ondernemingskamer kan worden getoetst lijken de ‘elementaire beginselen’ hier niet te fungeren.²⁸⁴ De formule van de ‘elementaire beginselen’ vervult dan geen analytische maar een concluderende functie. Het is dan een handige noemer, een mantra met wellicht wat meer zeggingskracht, waarin alle feitelijke vormen van ‘wanbeleid’ – in de zin van alle omstandigheden van het geval indachtig voldoende ernstig (schuldig) ondermaats bestuurlijk gedrag – onder te brengen zijn, niet een functionele werkmethode aan de hand waarvan de rechter kan vaststellen of in het geheel wel sprake is van – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag.²⁸⁵

In de woorden van Allen, Jacobs en Strine: “(...) is the standard a useful tool that aids the court in deciding the fiduciary duty issue? If a review standard does not do that, if all it does is signal the result or outcome, then the standard is not functional in an analytically helpful sense. (...) Put another way, the truly functional standard of review is the test actually used by the judge to reach a decision, not the ritualistic verbal standard that in truth functions only as a conclusory statement of the case’s outcome.”²⁸⁶

Een aardig beeld biedt de volgende signalering van A-G Wesseling-van Gent in haar conclusie voor de *RNA*-beschikking²⁸⁷ van de Hoge Raad: “Naar het – kennelijke – oordeel van de ondernemingskamer had (het bestuur en de raad van commissarissen van) RNA in de gegeven omstandigheden van het geval in redelijkheid niet kunnen komen tot de (mede)financiering van SBBR omdat deze een schending oplevert van de door RNA in acht te nemen neutrale en gelijke behandeling van – groepen van – aandeelhouders, welke schending van een zo ernstige aard is dat RNA in strijd heeft gehandeld met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en mitsdien sprake is geweest van wanbeleid.”

Illustratief is voorts de *VBB*-eindbeschikking²⁸⁸ van de Ondernemingskamer: “Bij de hierna te bespreken verschillende onderwerpen van gesteld wanbeleid zal na een korte uit-

283 HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3, 7.5.

284 Dat de Hoge Raad een soortgelijke systematiek hanteert blijkt mooi uit HR 21 februari 2003 (*HBG*), ro. 6.8.2. Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26 en HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.3 e.v.

285 Vgl. in Delaware o.a. *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003): “The further effect would be to recognize that a judicial standard of review is designed to be a tool that judges use to decide cases and not as an after-the-fact label to be placed on a result.”

286 Allen/Jacobs/Strine (2001), 1297, 1298.

287 A-G Wesseling-van Gent in 3.79 voor HR 18 april 2003 (*RNA*).

288 Ok. 7 december 1989 (*VBB*), ro. 4.1.4-4.1.5, 4.9.3.9.

HOOFDSTUK V

eenzetting van de door onderzoekers te dien aanzien vastgestelde feiten aandacht worden besteed aan het oordeel van de onderzoekers of [sic] de bij hen gerezen vragen, waarna een samenvatting en een beoordeling van de standpunten van pp. volgen. (...) Waar in het hierna volgende het hof bij de vermelding van zijn eigen oordeel het woord wanbeleid gebruikt wordt geduid op een beleid dat strijdig is met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. (...) Samenvattend moet worden geoordeeld dat het aldus desbewust versluieren van de werkelijke stand van zaken met betrekking tot het belangrijk negatieve resultaat van de eigenlijke bedrijfsvoering in de hiervoor weergegeven omstandigheden zo ernstig is te achten dat dit als strijdig met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap wanbeleid van de vennootschap oplevert.²⁸⁹

Ik wijs ook op de *Linders Beheer-eindbeschikking*²⁹⁰ van de Ondernemingskamer: “In het stadium waarin de onderhavige enquêteprocedure thans verkeert dient het beleid en de gang van zaken van X BV met betrekking tot de aankoop van de aandelen in Y BV te worden getoetst aan het criterium wanbeleid, waaronder moet worden verstaan het handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. (...) De stelling van verzoekster dat de huur van een gedeelte van het pand van Y BV opzettelijk is verzwegen, verwerpt de Ondernemingskamer. De Ondernemingskamer maakt de opvatting van de onderzoeker tot de hare dat er geen enkele reden is om opzet tot misleiding te veronderstellen. Dit neemt niet weg dat de Ondernemingskamer met de onderzoeker van oordeel is dat op het punt van de huurverhouding te weinig informatie is verschaft. Deze tekortkoming acht de Ondernemingskamer echter niet zodanig ernstig dat van wanbeleid sprake is geweest. Datzelfde geldt met betrekking tot de overige door de onderzoeker geconstateerde tekortkomingen.”

Dat de formule van de ‘elementaire beginselen’ geen daadwerkelijk zelfstandige analytische functie vervult bij de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag blijkt wellicht ook uit het feit dat de Ondernemingskamer in de regel niet concludeert dat – toch – géén sprake is van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, maar dat zij deze formule alleen hanteert wanneer al vaststaat dat het bestuurlijk gedrag niet door de beugel kan en vanwege het voldoende ernstig onzorgvuldige – of laakbare – karakter ervan als ‘wanbeleid’ te (dis)kwali-
ficeren valt.²⁹¹

289 Doorgaans volstaat de Ondernemingskamer met een feitelijke weergave en de slotsom of de omstandigheden van het geval wel of niet de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ rechtvaardigen, al dan niet via de band van de ‘elementaire beginselen’ of de redelijkheidstoets. Vgl. o.a. Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.2 waarin de Ondernemingskamer, na te hebben verwezen naar een uitvoerig feitenrelaas uit het onderzoeksverslag, volstaat met de volgende overweging: “Uit het voorgaande blijkt dat bestuur en raad van commissarissen van Bobel schromelijk tekort zijn geschoten in hun bestuurs- respectievelijk toezichthoudende taak. Elke van de (...) vermelde punten levert – het is ook niet tegengesproken – zowel op zichzelf als in onderling verband beschouwd wanbeleid van de vennootschap op (...)”

290 Ok. 26 mei 1983 (*Linders Beheer*), ro. 4.

291 Interessant is dat Uniken Venema (1995), 64, 79-80 de formule van de ‘elementaire beginselen’ duidt als gemeenschappelijke grondslag van de verschillende categorieën van ‘wanbeleid’. Zie o.a. Uniken Venema (1998), 44.

Een dergelijke hantering van de formule ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ suggereert dan een verfijnde systematiek die er in werkelijkheid niet is. Dit strookt weer wel met de aan het recht van enquête ten grondslag liggende gedachte dat de rechter in elk afzonderlijk geval moet beslissen of de beleidsfouten zo ernstig zijn dat van ‘wanbeleid’ gesproken kan worden.²⁹² Uiteindelijk is ‘wanbeleid’ zelf de norm aldus plaatsvervangend P-G Mok in zijn conclusie voor de *Zwagerman Beheer*-beschikking van de Hoge Raad, die onder verwijzing naar de *Ogem Holding*-beschikking van de Hoge Raad opmerkt dat de wetgever bewust heeft afgezien van het opnemen van een omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’, omdat het begrip wordt gebruikt in een betekenis die niet van het spraakgebruik afwijkt en de rechter voor elk afzonderlijk geval zal moeten beslissen of de gemaakte beleidsfouten zo ernstig zijn dat van ‘wanbeleid’ moet worden gesproken.²⁹³ Ook A-G Timmerman heeft zich in die zin uitgelaten in zijn conclusie voor de *Laurus*-beschikking van de Hoge Raad, waarin hij overweegt dat de Ondernemingskamer niet met zoveel woorden hoefde te overwegen dat sprake was van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, omdat het begrip ‘wanbeleid’ zelf de norm is en ‘wanbeleid’ zich in vele vormen kan voordoen.²⁹⁴ De in dat verband door A-G Bakels in zijn conclusie voor de *VIBA*-beschikking van de Hoge Raad gemaakte opmerking dat het er niet toe doet of de rechter ook zegt wat hij doet maar alleen maar of datgene wat de rechter doet juist is mag op zichzelf bezien niet onjuist zijn, de transparantie en reproduceerbaarheid van het proces van rechtsvinding komt dit bepaald niet ten goede.²⁹⁵ Dit past bij het gegeven dat de rechter zijn beslissing inzichtelijk moet maken.

Hoewel duidelijk is dat volgens de Ondernemingskamer ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ ook kan bestaan uit schending van in de wet en/of de statuten neergelegde plichten²⁹⁶, dienen de contouren van wat moet worden verstaan onder – ‘strijd’ met – de ‘elementaire beginselen’ per saldo uiteindelijk maar te worden afgeleid uit de door de Ondernemingskamer gesignaleerde onsamenhan-

292 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.2 en Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 7 over het “toetsen aan de norm van wanbeleid.” Zie o.a. Timmerman (2003 c), 556, 559: “Mijns inziens betekent deze norm (‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ (oftewel ‘wanbeleid’), BFA) niet meer en niet minder dan dat de Ondernemingskamer alleen wanbeleid mag uitspreken, wanneer zich bij de vennootschap iets heeft voorgedaan dat als een ernstige fout, als kennelijk slecht gekwalificeerd dient te worden. (...) In Nederland is het veel minder duidelijk aan welke normen de Ondernemingskamer toetst bij het vellen van het wanbeleidoordeel. Men kan verwijzen naar de hierboven genoemde elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Het is bepaald niet helder wat deze omvatten.”

293 Plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*).

294 A-G Timmerman in 3.38-3.39 voor HR 8 april 2005 (*Laurus*). Zie o.a. A-G Timmerman in 3.35-3.38 voor HR 4 mei 2007 (*Taxi Centrale Amsterdam*).

295 A-G Bakels in 2.10 voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*).

296 Vgl. o.a. Ok. 16 november 2005 (*UMI Beheer*), ro. 3.4; Ok. 5 augustus 2005 (*VIBA*), ro. 3.7; Ok. 30 juni 2003 (*Polyplus Holding*), ro. 3.6-3.7; Ok. 29 april 2002 (*Tactron Holding*), ro. 3.2-3.3; Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.15 e.v.; en Ok. 13 april 1995 (*Heron Turbines*).

gende waaiër van feitelijke grondslagen voor geconstateerd ‘wanbeleid’.²⁹⁷ De precieze omlijning van dit begrip komt in enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer echter onvoldoende aan de oppervlakte.²⁹⁸ Met name buiten de gevallen waarin sprake is van een impasse, van de tegenstrijdig belang problematiek of van bescherming van de mindersaandeelhouder(s), althans de (minderheids)-aandeelhouder(s)/(enig) niet-bestuurder (waarbij de tegenstrijdig belang problematiek ook vaak speelt), zijn er niet echt kenbaar – enigszins – uitgewerkte sleutels waarneembaar waarin het bestuurlijk gedrag consequent beoordeeld wordt aan de hand van vaststaande gedragsnormen en toetsingsnormen, zelfs als de Ondernemingskamer de ‘elementaire beginselen’ formule in gradueel genuanceerdere wijze hanteert dan in bijvoorbeeld haar *Ogem Holding*-eindbeschikking. De Ondernemingskamer blijft vrij casuïstisch te werk gaan.

Een eerste voorbeeld vormt de *Batco Nederland*-eindbeschikking.²⁹⁹ Daarin overweegt de Ondernemingskamer dat van ‘wanbeleid’ in de zin van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ sprake zou kunnen zijn, wanneer de uitbreiding van de capaciteit van de fabriek in Brussel gebaseerd zou zijn geweest op prognoses voor de afzet van sigaretten waarbij met (de betekenis van) algemeen als relevant erkende factoren niet of op kennelijk onjuiste wijze zou zijn rekening gehouden, dan wel bij het opstellen van deze prognoses methodieken zouden zijn gebruikt of achterwege gelaten die kennelijk onjuist zijn of kennelijk niet achterwege hadden mogen blijven.³⁰⁰

297 Vgl. o.a. Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.3-3.4 waarbij de Ondernemingskamer uiteindelijk volstaat met de slotsom: “De Ondernemingskamer is van oordeel dat de hiervoor geschetste gang van zaken eveneens als wanbeleid gekwalificeerd moet worden.” Welk(e) ‘elementair(e) beginsel(en)’ is (zijn) geschonden blijft ongewis. Een soortgelijk verschijnsel vormt de conclusie dat – hoe dan ook – niet van ‘wanbeleid’ sprake is waarbij de precieze grondslag daarvan in het midden blijft. Vgl. o.a. Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.5 en Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.47. De Ondernemingskamer volstaat dan vaak met de – minimale – motivering dat de geconstateerde tekortkoming(en) niet van voldoende gewicht is (zijn) om het oordeel ‘wanbeleid’ te rechtvaardigen.

298 Zie o.a. plv. P-G Mok in 3.3.2.1-3.3.2.2 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer): “In de beschikking inzake OGEM heeft de HR (...) overwogen dat de wetgever bewust heeft afgezien van het opnemen van een omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’, omdat het begrip wordt gebruikt in een betekenis die niet van het spraakgebruik afwijkt en de rechter voor elk afzonderlijk geval zal moeten beslissen of de gemaakte beleidsfouten zo ernstig zijn dat van wanbeleid moet worden gesproken. Hieruit valt af te leiden dat het begrip wanbeleid zelf de norm is en dat de concrete omstandigheden van het geval bepalen of er sprake is van wanbeleid. Wanbeleid kan zich in vele vormen voordoen. Nadere omlijning van deze (toch vage) norm is voor de rechtspraak nuttig. De OK heeft zich hiermee in verschillende uitspraken beziggehouden door te toetsen of de geconstateerde onzorgvuldigheid zo ernstig is dat sprake is van strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. De HR heeft deze aanpak in [sic] beschikking inzake OGEM (...) gesanctioneerd. Hieruit mag men evenwel niet afleiden dat alleen bij strijd met dergelijke beginselen van wanbeleid kan worden gesproken. Bovendien is de omschrijving strijd met deze beginselen nog altijd niet scherp. De nadere omlijning van het begrip wanbeleid blijft daardoor sterk casuïstisch” en Willems (2000 b), 146 over ‘de beginselensfeer’.

299 Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 3 sub a.

300 Vgl. o.a. Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4 over “aanvaardbare veronderstellingen.”

Een tweede voorbeeld vormt de formulering van de Ondernemingskamer in haar *De Vries Robbé Groep*-eindbeschikking³⁰¹ van de vrij specifieke regel dat de ‘normaal te betrachten voorzichtigheid’³⁰² meebrengt dat een kopende partij zeker dient te stellen dat zij een deugdelijke zaak koopt voor een juiste prijs en dat zij daarbij de gebruikelijke garanties bedingt, hetgeen er bij de onderhavige acquisitie op neerkomt dat een deugdelijk onderzoek wordt verricht naar de stand van de in te brengen vennootschappen. In de *De Vries Robbé Groep*-eindbeschikking³⁰³ concludeert de Ondernemingskamer met zoveel woorden dat gemeten aan de *in casu* relevante regel het door de vennootschap verrichte onderzoek als volstrekt onvoldoende moet worden beoordeeld en overweegt zij dat het niet in acht nemen door de vennootschap van ‘elementaire beginselen van zorgvuldigheid’ – waarmee de Ondernemingskamer kennelijk, onder meer, doelt op de eerder aangelegde regel – vanwege de aanwezigheid van tegenstrijdige belangen de vennootschap nog zwaarder moet worden aangerekend.

Een derde voorbeeld vormt de overweging van de Ondernemingskamer in haar *HBG*-beschikking³⁰⁴ dat het – mede gelet op de positie waarin HBG zich bevindt, haar financiële resultaten, alsmede de belangen van de aandeelhouders en de bij de vennootschap en haar beleid relevant betrokkenen – zeer wel een ‘eis van behoorlijk bestuur en beleid’ kan zijn dat grondig wordt onderzocht of een opsplitsing niet de voorkeur zou verdienen. Tegen die achtergrond kan het ingaan op een bod op een onderdeel van de onderneming dat wel wordt aangeduid met het begrip ‘kroonjuweel’ zeer wel geboden zijn, aldus de Ondernemingskamer.

Een vierde voorbeeld vormt de overweging van de Ondernemingskamer in haar *Scheepswerf Groot*-beschikking³⁰⁵ dat ‘beginselen van behoorlijk ondernemerschap’ met zich brengen dat continuering van een verlieslatende onderneming zonder enig uitzicht op een rendabele exploitatie dient te worden tegengegaan.

Een vijfde voorbeeld vormt de overweging van de Ondernemingskamer in haar *Getronics*-beschikking³⁰⁶ dat het in strijd met ‘beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur’ kan zijn aan een eerder met een bestuurder gemaakte afvloeiingsregeling uitvoering te geven indien de beëindiging van de relatie met de bestuurder haar grond vindt in gevoerd beleid dat de toets der kritiek niet kan doorstaan, althans daaraan uitvoering te geven zonder gedegen onderzoek – daaronder onder omstandigheden begrepen het voeren van een rechtsgeding – naar de vraag of en zo ja in hoeverre sprake is van rechtens afdwingbare gehoudenheid tot uitvoering ervan (waarbij – mede – gewicht toekomt aan de inhoud van de getroffen regeling in samenhang met de omstandigheden waaronder en het tijdstip waarop de afspraak is gemaakt).³⁰⁷

301 Ok. 28 juni 2001 (*De Vries Robbé Groep*), ro. 3.11.

302 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 3.2.2 waarin de te betrachten voorzichtigheid een andere uitwerking krijgt en Ok. 7 december 1989 (*VBB*), ro. 4.5.3.2 waarin de te betrachten voorzichtigheid wordt geplaatst in de sleutel van het ‘voorzichtigheidsbeginsel’ uit het jaarrekeningenrecht.

303 Ok. 28 juni 2001 (*De Vries Robbé Groep*), ro. 3.11, 3.13, 3.16.

304 Ok. 4 juli 2001 (*HBG*), ro. 3.13. Dit is een eerste fase beschikking.

305 Ok. 4 november 2002 (*Scheepswerf Groot*), ro. 3.3. Dit is een eerste fase beschikking.

306 Ok. 2 september 2004 (*Getronics*), ro. 3.38. Dit is een eerste fase beschikking.

307 Vgl. echter o.a. Ok. 3 december 1987 (*Ogem Holding*).

HOOFDSTUK V

Mijns inziens betreffen de eerste drie voorbeelden en het tweede deel van het vijfde voorbeeld welbeschouwd toepassingen van de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur een zakelijke beleidsafweging op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te maken, wat – afhankelijk van de omstandigheden van het geval – aan de hand van een vaste toetsingsnorm beoordeeld zou kunnen worden. Hetzelfde geldt voor het vierde voorbeeld alsmede het eerste deel van het vijfde voorbeeld, waarbij het welbeschouwd gaat om toepassing van de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging moet maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.³⁰⁸

Handelen of nalaten door het bestuur in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ – of: (bestuurlijk) ‘wanbeleid’ – blijft zo een wel erg weinig gestroomlijnde notie, een ongrijpbare grootheid met een situatieafhankelijke invulling.³⁰⁹ Welbeschouwd gaat het bij de formule van de ‘elementaire beginselen’ goeddeels om een lappendeken aan enquêterechtelijke casuïstiek waarin de echte onderlinge samenhang ontbreekt.³¹⁰ Door het diffuse karakter van de gehanteerde ‘maatstaf’ blijft de afbakening van het rechterlijke toetsingsbereik ook vaag. De enige functie die de huidige formule van de ‘elementaire beginselen’ mijns inziens daadwerkelijk kan worden toegedicht is dat deze *in abstracto* duidelijk maakt dat (1) de bestuurlijke beleidsvrijheid – net als de rechterlijke toetsingsvrijheid overigens – niet onbegrensd is en (2) de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ (zeer) ernstig tekortschietend beleid vereist.³¹¹

308 Daarop ga ik in hoofdstuk 6 – nummers 35 en 38-39 en hoofdstuk 7 – nummer 42.b verder in.

309 Vgl o.a. Ok. 21 september 2000 (Pallas Offset Holding), ro. 3.3-3.4 en Ok. 26 september 1991 (VHS), ro. 5.2 over “veronachtzaming van beginselen als rendement en gezonde financieringsverhoudingen.” Zie o.a. Drion (1973), 54: “Het rechtsgehalte van een motivering is zwaker, naar mate zij minder ‘omstandigheden van het geval’ als irrelevant heeft afgekap.”

310 Zie o.a. A-G Bakels in 2.6 voor HR 21 februari 2003 (VIBA) die wel stelt dat de ‘elementaire beginselen’ te onderscheiden zijn in een aantal – in de rechtspraak ontwikkelde – deelnormen, maar daarmee vervolgens volstaat. Ik wijs ook op Willems (2004 a), 437 die wettelijke bepalingen als art. 2:8 BW, art. 2:201 lid 2 BW, art. 2:217 BW, art. 2:247 BW en art. 2:256 BW ziet als “aanknopingspunten” voor het vinden van “de beginselen van verantwoord ondernemerschap”, die voor het overige “door de rechter in een concreet geval [moeten] worden gevonden, zo niet uitgevonden” en Lo Manto (2003), 206 over “tallose voorbeelden” die in de jurisprudentie te vinden zijn “van gedragingen die door de OK als wanbeleid zijn bestempeld en waarmee duidelijk wordt welke elementaire beginselen zijn geschonden” zonder dit te verduidelijken.

311 Vgl. Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 2: “De beleidsvrijheid van de onderneming vindt voor wat het enquêterecht betreft zijn grens daar waar hij gehandeld heeft in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.” Zie o.a. Memorie van Antwoord (1968-1969), 14.

29. Het begrip ‘onjuist beleid’

29.a. *Wetsgeschiedenis*

Ten aanzien van het begrip ‘onjuist beleid’ is in de wetsgeschiedenis van het enquêterecht niet bijster veel overwogen. In de Memorie van Toelichting wordt door Polak onder verwijzing naar art. 53e WvK (het huidige art. 2:354 BW) opgemerkt dat daarin de criteria zijn aangegeven voor de gevallen waarin de vennootschap de kosten van het onderzoek zal kunnen verhalen, dit kennelijk als te onderscheiden grootheden van het in art. 54 WvK (het huidige art. 2:355 BW) genoemde begrip ‘wanbeleid’.³¹² Op vragen van de parlementariërs Goudsmit en Wiebenga die verband houden met de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ antwoordt Polak met name onder verwijzing naar de grenzen van het laatstgenoemde begrip.³¹³

Enkele relevante overwegingen van Polak zijn te aardig om niet te citeren: “De geachte afgevaardigden mejuffrouw Goudsmit en de heer Wiebenga hebben mij geënquêteerd over het begrip ‘onjuist beleid’ en voorts over het begrip ‘wanbeleid’. Gelukkig betrof het niet het beleid van de Minister – dan zou ik hen onmiddellijk willen inlichten – maar zij wilden mij concrete voorbeelden ontlokken van onjuist en wanbeleid van ondernemingen. Ik vind dit bijzonder moeilijk omdat zoveel afhangt van de omstandigheden bij het speciale geval. In het algemeen valt naar mijn gevoel niet te zeggen waar wanbeleid precies begint. (...) wanbeleid is wanbeleid, ook als het slechts één groep in het bijzonder treft. (...) Ik blijf erbij, dat één incidenteel geval van onredelijk ontslag nog geen wanbeleid is. (...) De geachte afgevaardigde mejuffrouw Goudsmit zal, hoop ik, willen billijken dat ik geen voorbeelden wil geven. Ik zou natuurlijk mijn fantasie kunnen laten gaan, maar ik ben zelf nooit in het bedrijfsleven werkzaam geweest, zodat een wensdroom zou moeten ontaarden in een nachtmerrie als ik zou moeten bedenken wat nu precies als wanbeleid moet worden beschouwd.”³¹⁴

Ook overigens verwijst Polak vooral naar het begrip ‘wanbeleid’.

Ik wijs op enkele overwegingen van Polak uit de Memorie van Antwoord die verband houden met zijn zienswijze op de formulering van het begrip ‘wanbeleid’ als een slechte gang van zaken bij de vennootschap die uitsluitend of in hoofdzaak te wijten is aan ‘kennelijk onjuist beleid’ dat geen redelijk ondernemer had kunnen voeren.³¹⁵ In dat verband overweegt Polak dat ook na de invoering van het enquêterecht de zelfstandigheid en de vrijheid van de ondernemer zijn gewaarborgd, mits deze daarvan geen misbruik maakt en zich niet onbekwaam toont in het voeren van het ondernemingsbeleid. Een incidentele beleidsfout zal volgens

312 Memorie van Toelichting (1967-1968), 8.

313 Handelingen (1969-1970), 2910.

314 Zie o.a. A-G Van Soest voor HR 19 maart 1975 (Verenigde HVA-maatschappijen).

315 Memorie van Antwoord (1968-1969), 14.

HOOFDSTUK V

Polak, als deze al aanleiding tot een onderzoek geeft omdat de ondernemer zelf desgevraagd onbevredigende inlichtingen verstrekt, onvoldoende aanleiding zijn om tot het treffen van de in art. 54a WvK (het huidige art. 2:356 BW) bedoelde voorzieningen over te gaan. Polak maakt tevens kenbaar weinig heil te zien in het voorstellen van een wettelijke omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’. Hoewel bovengenoemde duiding van het begrip ‘wanbeleid’ niet onjuist is, geeft het de rechter volgens hem niet meer houvast dan de term ‘wanbeleid’ zelf.

In de Memorie van Antwoord wordt verder opgemerkt dat de rechter bij het kostenverhaal op grond van art. 53e WvK naar billijkheid moet beslissen, reden waarom sprake is van een discretionaire bevoegdheid.³¹⁶ Het is zijn taak om uit te maken of een beleidsfout van bijvoorbeeld een individuele bestuurder of commissaris van voldoende ernst is om grond tot – geheel dan wel gedeeltelijk – verhaal te geven aan de vennootschap.³¹⁷ Het gaat dan met name om het beleid van de topleiding van de onderneming zoals bestuurders en commissarissen, maar dit verzoek kan ook gericht zijn tegen lagere functionarissen die niet het beleid hebben bepaald maar, bijvoorbeeld door verkeerd advies of onjuiste inlichtingen, de aanleiding zijn geweest tot de – eveneens in art. 53e WvK genoemde – onbevredigende gang van zaken.³¹⁸ De Ondernemingskamer zal in het kader van de te hanteren billijkheid acht moeten slaan op alle omstandigheden van het geval, zoals de mate van schuld en de omvang van de kosten.³¹⁹ Ook kan een rol spelen dat slechts één of meer personen worden aangesproken, terwijl de verantwoordelijkheid voor het – (zeer) ernstig – tekortschietende beleid ook op anderen rust die evenwel de dans zullen ontspringen wanneer eerstgenoemden daadwerkelijk worden aangesproken.

29.b. *Rechtspraak van de Hoge Raad*

Bij mijn weten heeft de Hoge Raad zich niet direct uitgelaten over de vraag wat onder het in art. 2:354 BW genoemde begrip ‘onjuist beleid’ dient te worden verstaan en hoe dit begrip zich verhoudt tot het in art. 2:355 lid 1 BW genoemde begrip ‘wanbeleid’.

Dat dit in de praktijk minst genomen onduidelijk is wordt geïllustreerd door het volgende citaat van Van Solinge: “Waarschijnlijk is onjuist beleid niet hetzelfde als wanbeleid, anders zouden geen verschillende termen zijn gebruikt. Waarin onjuist beleid nu precies verschilt van wanbeleid, is echter niet duidelijk. In ieder geval zijn de gevolgen anders. (...) Onjuist

316 Vgl. o.a. Ok. 28 oktober 1993 (Relocation Advisers), ro. 3.4 en Ok. 18 maart 1976 (Sekisui), ro. 10.

317 Deze passage doet in de verte denken aan de in HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.2 geschetste contouren van het begrip ‘wanbeleid’. Zie over de norm voor kostenveroordeling ex art. 2:354 BW o.a. Geerts (2004), 230 en plv. P-G Mok in 5.11.5 voor HR 13 september 2002 (De Vries Robbé Groep).

318 Memorie van Antwoord (1968-1969), 16.

319 Memorie van Antwoord (1968-1969), 16. Zie o.a. Geerts (2004), 231-232.

beleid lijkt – althans taalkundig – een lichtere toets dan wanbeleid. (...) uit de beschikking van de OK lijkt te volgen dat er eigenlijk geen verschil is tussen wanbeleid en onjuist beleid. De HR lijkt de OK hierin te volgen. Ik acht dit juist, allereerst omdat het de duidelijkheid ten goede komt, maar vooral omdat kostenverhaal mijns inziens slechts in het zwaarste geval (wanbeleid) moet worden toegelaten.³²⁰ Hij houdt het er maar op dat de criteria voor ‘wanbeleid’ en ‘onjuist beleid’ in de praktijk vrijwel identiek zijn.³²¹

Zoals ik hierna zal uiteenzetten, blijkt dat de Ondernemingskamer zich niet echt raad weet met het onderscheid tussen deze begrippen.

Uit de *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking³²² van de Hoge Raad valt de strekking van het begrip ‘onjuist beleid’ niet af te leiden. Ook overigens is de oogst in dit opzicht beperkt. Interessant is in dit verband allereerst de *VHS*-beschikking³²³ van de Hoge Raad.

“Het bepaalde in art. 2:354 BW dat onder bepaalde omstandigheden de rechtspersoon die kosten (de kosten van het onderzoek, BFA) kan verhalen op de daar genoemde personen, heeft het oog op de individuele draagplicht van een (rechts)persoon die in de sfeer van de rechtspersoon is opgetreden en die voor het slecht functioneren van de rechtspersoon verantwoordelijk wordt gehouden.” Hierin maakt de Hoge Raad eveneens duidelijk dat de regeling van art. 2:350 BW en van art. 2:354 BW een voorziening beoogt te treffen aangaande de vraag wie de kosten van het onderzoek moet dragen waarmee een bijzondere regeling is getroffen voor een concrete casuspositie, wat tot gevolg heeft dat de algemeen gestelde aansprakelijkheidsregeling van art. 2:9 BW niet meer aan bod komt.

De door de Hoge Raad in navolging van plaatsvervangend P-G Van Soest in zijn conclusie voor de *VHS*-beschikking³²⁴ gehanteerde term ‘slecht functioneren van de rechtspersoon’ lijkt een interpretatie van het begrip ‘onjuist beleid’, mogelijk ter onderscheiding van het begrip ‘wanbeleid’, maar duidelijk is dit niet. Onder individuele draagplicht verstaat de Hoge Raad kennelijk persoonlijke verwijtbaarheid in de zin van individuele schuld maar expliciet laat hij zich daarover niet uit.

320 In zijn noot sub 8 bij HR 8 april 1998 (*Skipper Club Charter*) en onder verwijzing naar Ok. 27 maart 1997 (*Skipper Club Charter*). Overigens volgt mijns inziens niet uit Ok. 27 maart 1997 (*Skipper Club Charter*), ro. 3.4-3.7 dat er eigenlijk geen verschil is tussen ‘wanbeleid’ en ‘onjuist beleid’. De beschikking kan ook zo worden gelezen dat het meerdere (i.e. ‘wanbeleid’) het mindere (i.e. ‘onjuist beleid’) omvat en dat nu gebleken is dat het ‘wanbeleid’ in het bijzonder Jaarsma kan worden aangerekend, ook sprake is van verantwoordelijkheid van Jaarsma voor het ‘onjuiste beleid en de onbevredigende gang van zaken’ ex art. 2:354 BW. Uit o.a. Ok. 28 oktober 1993 (*Relocation Advisers*), ro. 3.4 kan wellicht duidelijker worden afgeleid dat de Ondernemingskamer ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ uitwisselbare grootheden acht.

321 Vgl. o.a. Van Solinge (1998), 52-53.

322 HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*).

323 HR 16 augustus 1996 (*VHS*), ro. 3.3.1 e.v.

324 Plv. P-G Van Soest in 6.4 voor HR 16 augustus 1996 (*VHS*).

HOOFDSTUK V

Ik wijs ook op de *Text Lite Holding*-beschikking³²⁵ van de Hoge Raad waarin hij in normatief opzicht een onderscheid lijkt te maken tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. De Hoge Raad licht een tipje van de sluier op door te verwijzen naar de in onder andere art. 2:354 BW en art. 2:355 BW bedoelde situaties, maar hij werkt dit niet verder uit.

“Uit het bepaalde in de artt. 2:355 jo 2:356 en 2:354 BW vloeit rechtstreeks voort dat in de in die bepalingen bedoelde situaties de Ondernemingskamer bevoegd is voorzieningen te treffen ten laste van individuele bestuurders en commissarissen en te beslissen dat kosten verhaald kunnen worden op (een of meer van) hen. De uitoefening van die bevoegdheden zal gemotiveerd moeten worden, hetgeen meebrengt dat, naar omstandigheden, de Ondernemingskamer zal moeten oordelen omtrent het functioneren van individuele bestuurders en commissarissen.”

Deze overweging doet denken aan de verwijzing van Polak naar de in het huidige art. 2:354 BW vervatte ‘criteria’. Het is denkbaar dat de Hoge Raad hiermee onderscheid bedoelt te maken tussen de begrippen genoemd in art. 2:354 BW en art. 2:355 lid 1 BW, maar de strekking ervan blijft in zijn *Text Lite Holding*-beschikking verder erg in het midden.

Ik wijs op een vervolgoverweging waarin de Hoge Raad de in art. 2:354 BW en art. 2:355 lid 1 BW vervatte begrippen wellicht vereenzelvigd. Hij overweegt eerst – kort gezegd – dat blijkens art. 2:355 lid 1 BW en art. 2:354 BW toewijzing van het gevorderde kan plaatsvinden indien uit het verslag van ‘wanbeleid’ is gebleken (art. 2:355 lid 1 BW) en indien uit het verslag blijkt dat de bestuurder verantwoordelijk is voor een ‘onjuist beleid’ of een ‘onbevredigende gang van zaken van de rechtspersoon’ (art. 2:354 BW). Vervolgens overweegt de Hoge Raad dat uit deze bepalingen niet mag worden afgeleid dat het gevorderde direct kan worden toegewezen indien tot ‘wanbeleid’ dan wel tot verantwoordelijkheid daarvoor in het verslag wordt geconcludeerd. Indien de verzoeker dan wel de vennootschap van oordeel is dat uit het onderzoeksverslag van ‘wanbeleid’ blijkt kan hij of zij deze vorderingen doen. Het is vervolgens aan de Ondernemingskamer om uit te maken of inderdaad sprake is geweest van ‘wanbeleid’, waarbij de Ondernemingskamer niet aan het oordeel van de onderzoeker(s) is gebonden.³²⁶ Het begrip ‘onjuist beleid’ komt hierin in het geheel niet voor, ondanks het feit dat deze overweging mede ziet op het verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW.³²⁷

Overigens rept de Hoge Raad in zijn *Text Lite Holding*-beschikking³²⁸ expliciet over persoonlijke verwijtbaarheid in de context van art. 2:354 BW, klaarblijkelijk

325 HR 4 juni 1997 (*Text Lite Holding*), ro. 4.1.2.

326 HR 4 juni 1997 (*Text Lite Holding*), ro. 4.4.2.

327 Aldus ook Winters (2006), 1240.

328 HR 4 juni 1997 (*Text Lite Holding*), ro. 4.16.1.

in de zin van individuele schuld.³²⁹ Individuele verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’ moet kennelijk dus in die zin worden gelezen, niet slechts als individuele functionele verantwoordelijkheid.³³⁰

Eén van de door de Hoge Raad onderkende doeleinden van een enquête vormt het vaststellen bij wie de verantwoordelijkheid rust voor mogelijk blijvend ‘wanbeleid’, waarbij het in de eerste plaats gaat om organen van de vennootschap en dan met name het bestuur en de raad van commissarissen (indien aanwezig). Het ligt niet in de rede dat daarvoor ook schuld vereist is omdat die vaststelling van verantwoordelijkheid niet ziet op kostenverhaal ex art. 2:354 BW, in welk verband de Hoge Raad spreekt over ‘aansprakelijkheid’ voor de kosten van het onderzoek wat het vereiste van schuld verklaart.³³¹ Een schuldvereiste in dit verband staat ook haaks op de gedachte dat verantwoordelijkheid van bijvoorbeeld het bestuursorgaan voor een bepaald resultaat functiegebonden is en ook schuldneutraal kan zijn, alsmede op de gedachte dat voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ het element schuld geen constitutief vereiste vormt.³³² Het dient bij collectieve verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’ kortom in de eerste plaats te gaan om het localiseren van ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’. Die verantwoordelijkheid zal wel samenvallen met schuld wanneer het ‘onjuiste beleid’ of ‘wanbeleid’ is gebaseerd op schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag.³³³

Tevens benadrukt de Hoge Raad dat de Ondernemingskamer ex art. 2:354 BW een geheel of gedeeltelijk kostenverhaal kan toelaten, waarbij heeft te gelden dat van iedere persoon op wie kosten verhaald kunnen worden zal moeten worden vastgesteld of hij voor het geheel dan wel voor een bepaald gedeelte van de kosten aansprakelijk is.³³⁴

Uit de *Skipper Club Charter*-beschikking³³⁵ en de *Bobel*-beschikking³³⁶ van de Hoge Raad komt, voor zover in dit verband relevant, hoewel op zichzelf van belang niet veel meer naar voren dan dat voor kostenverhaal ex art. 2:354 BW

329 In HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.6 verwijst de Hoge Raad ook naar ‘persoonlijke verwijtbaarheid’. Hieronder lijkt schuld te worden verstaan. Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 3 bij HR 21 februari 2003 (HBG) die opmerkt “[o]fschoon persoonlijke verwijtbaarheid van bestuurders of commissarissen niet is vereist voor een oordeel dat van wanbeleid sprake is (zie de Ogem-beschikking, ro. 7.6), wordt hier de graad van verwijtbaarheid wel bij de oordeelvorming betrokken” (waarbij hij verwijst naar opzet) en plv. P-G Mok in 5.10.2, 5.11.4 voor HR 13 september 2002 (De Vries Robbé Groep). Zie ook o.a. Van Solinge (1998), 54, 55, 59; Van der Vlis (1997), 229; en Uniken Venema (1995), 81-82.

330 Zie o.a. Geerts (2004), 231.

331 Zie o.a. Van Solinge (1998), 55.

332 Zie nummer 24.c hiervoor. Vgl. o.a. HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.1. Zie o.a. Huizink (2005), 3 en Glasz/Beckman/Bos (1994), 1-2, 7-8, 11-13 over het onderscheid tussen verantwoordelijkheid en persoonlijke aansprakelijkheid.

333 Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.26 en HR 21 februari 2003 (VIBA), 3.4.3.

334 HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.16.1.

335 HR 8 april 1998 (Skipper Club Charter), ro. 3.

336 HR 19 mei 1999 (Bobel), ro. 3.3.

HOOFDSTUK V

vereist is dat uit het onderzoeksverslag individueel en concreet blijkt van verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’.

Ik volsta met de kernoverweging uit laatstgenoemde beschikking: “De middelen nemen terecht tot uitgangspunt dat op grond van het bepaalde in art. 2:354 BW voor een verhaal van de onderhavige kosten op Niebling uit het verslag van de onderzoeker ten aanzien van Niebling individueel en concreet moet blijken dat hij verantwoordelijk is voor een onjuist beleid en dat daartoe de algemene conclusie dat de leden van de raad van commissarissen moeten hebben geweten van het geconstateerde wanbeleid niet voldoende is.”

Wanneer zich binnen betrekkelijk korte tijd diverse wijzigingen voordoen in de persoonlijke samenstelling van bijvoorbeeld het bestuur zal het vaststellen van individuele en concrete verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’ lang niet altijd mogelijk zijn.³³⁷ Ook in zijn *De Vries Robbé Groep*-beschikking³³⁸ verwijst de Hoge Raad naar de in art. 2:354 vervatte maatstaf.

29.c. Rechtspraak van de Ondernemingskamer

Uit rechtspraak van de Ondernemingskamer in de context van art. 2:354 BW en art. 2:355 lid 1 BW blijkt geen consequent gehanteerd normatief onderscheid tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. De Ondernemingskamer verkavelt door de jaren heen (zeer) ernstig tekortschietend beleid naar het lijkt vrij willekeurig over deze begrippen. Dit vind ik weinig gelukkig nu dit leidt tot verlies aan scherpheid van de in het enquêterecht opgenomen (dis)kwalificaties. Ten behoeve van de leesbaarheid breng ik een onderverdeling aan in rechtspraak tot 2000 en rechtspraak vanaf 2000.³³⁹ Ik doe een greep.

(a) Rechtspraak tot 2000

Ik wijs allereerst op de *Sekisui*-eindbeschikking³⁴⁰ van de Ondernemingskamer waarin zij oordeelt over een verzoek tot kostenverhaal.

“(…) dat de Ondernemingskamer geen termen aanwezig acht het verzoek van NV ‘B’ toe te wijzen; dat immers aannemelijk is dat niet slechts de door rapporteurs met name genoemde directeuren A en C verantwoordelijk zijn geweest voor het gevoerde onjuiste beleid, doch daarvoor ook de directeuren E en D, alsmede de commissarissen – van wie rapporteurs verklaren dat er geen aanwijzing is dat zij enige activiteiten hebben ontplooid om het wanbeleid te voorkomen dan wel te beperken – de een in meer de ander in mindere mate verantwoordelijk zijn; dat rapporteurs wel concluderen dat A mede schuldig is aan

337 Vgl. o.a. Ok. 1 december 1994 (VHS), ro. 5.7 en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding), ro. 4.12.

338 HR 13 september 2002 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.5.

339 De keuze voor het jaar 2000 als scheidslijn is ingegeven door praktische overwegingen.

340 Ok. 18 maart 1976 (Sekisui), ro. 10.

het wanbeleid, doch niet – hetgeen overigens ook niet tot hun taak moet worden gerekend – in welke mate; dat onder deze omstandigheden een uitsluitend verhaal van (een deel van) de kosten van het onderzoek op A niet redelijk voorkomt, nog daargelaten dat uit het verslag niet blijkt dat het verzoek niet op redelijke grond is gedaan en dat ook overigens niet is gebleken van een zodanig wanbeleid van A dat zulk een verhaal juist moet worden geacht (...).”

De Ondernemingskamer ziet de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ kennelijk als één onverdeelde zijde van dezelfde medaille. Zij laat deze (dis)kwalificaties in elkaar overvloeien. In haar *Ogem Holding*-eindbeschikking³⁴¹, waarin de Ondernemingskamer oordeelt over het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’, lijkt zij wel nadrukkelijk onderscheid te maken tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. Na op diverse punten tot de slotsom te zijn gekomen dat daar sprake is van ‘wanbeleid’ behandelt de Ondernemingskamer ten slotte onder het kopje ‘Andere punten van onjuist beleid’ de resterende argumenten van verzoekers.

“Verzoekers hebben ten aanzien van andere aspecten van het beleid van Ogem dat door de Commissie als onjuist beleid wordt aangemerkt, gesteld dat ook deze wanbeleid vormen. De Ondernemingskamer wijst deze stelling af. De Ondernemingskamer verenigt zich te dien aanzien met de conclusies van de Commissie op de daarvoor aangegeven gronden.”

In feite stelt de Ondernemingskamer hier ten aanzien van de resterende punten vast dat slechts sprake is van ‘onjuist beleid’ zonder dat met zoveel woorden uit te spreken. Het onderscheid tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ wordt hier door de Ondernemingskamer vrij duidelijk gemaakt. In haar twee jaar na de *Ogem Holding*-eindbeschikking gewezen *VBB*-eindbeschikking³⁴², waarin de Ondernemingskamer oordeelt over het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’, lijkt zij opmerkelijk genoeg niet een heel consequent onderscheid te maken tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’.

“Bij de beoordeling van de stelling dat het aannemen van werk in Algerije lichtvaardig is geschied en dat daarom het op het werk geleden, inderdaad zeer aanzienlijke, verlies als (een symptoom van) wanbeleid moet worden beschouwd, wordt vooropgesteld dat zich hier een geval voordoet waarbij moet worden gewaakt tegen het ten toon spreiden van wijsheid achteraf. De zeer aanzienlijke verliezen op het project doen weliswaar de vraag rijzen of de aan het project verbonden risico’s wel voldoende onder ogen zijn gezien, maar zij zijn op zichzelf onvoldoende om de conclusie te wettigen dat het aangaan van de transactie van een onjuist beleid getuigt. Het hof vindt in het verslag van de onderzoekers onvoldoende aanknopingspunten voor het oordeel dat VBB het werk in Algerije zo lichtvaardig heeft aangenomen, dat gesproken zou moeten worden van wanbeleid. (...) Daartegenover bevat het verslag onvoldoende gegevens die de slotsom zouden rechtvaardigen dat reeds ten tijde van

341 Ok. 3 december 1987 (*Ogem Holding*), ro. 4.11.

342 Ok. 7 december 1989 (*VBB*), ro. 4.2.3.1-4.2.3.2, 4.4.3.1-4.4.3.2.

HOOFDSTUK V

de aanbesteding in 1980 voorzienbaar was dat zich tegenslagen zouden voordoen in een mate als zich in de loop der jaren daadwerkelijk hebben voorgedaan of dat met dergelijke tegenslagen zo onvoldoende is rekening gehouden dat dit in strijd met verantwoord ondernemerschap zou zijn te achten. (...) Het hof heeft geconstateerd dat de vraag of VBB en Breevast beschouwd moeten worden als ondernemingen die in een groep waren verbonden met het gevolg dat de winsten op onderlinge transacties in de geconsolideerde jaarrekening van VBB geëlimineerd zouden moeten worden, door verschillende deskundigen verschillend wordt beantwoord. Dat bij deze stand van zaken is gekozen voor de opvatting dat Breevast als minderheidsdeelneming en niet als een te consolideren maatschappij van VBB diende te worden beschouwd kan naar het oordeel van het hof in ieder geval niet als wanbeleid worden aangemerkt. Het verslag van deskundigen biedt ook overigens onvoldoende aanknopingspunten voor de conclusie dat winstneming terzake van de UK-transactie door VBB om andere redenen onjuist was.”

De Ondernemingskamer lijkt ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘strijd met verantwoord ondernemerschap’ hier als uitwisselbare grootheden te beschouwen.³⁴³ Opmerking verdient dat de Ondernemingskamer verder in haar *VBB*-eindbeschikking op beleidsaspecten waarbij zij wel bedenkingen heeft – meer specifiek de wijze van informatievervalsing in de jaarstukken – bijvoorbeeld de predikaten:

- ‘onjuist’³⁴⁴;
- ‘onjuiste wijze van verantwoording’³⁴⁵;
- ‘onjuiste wijze van presentatie’³⁴⁶;
- ‘onjuiste wijze van verwerking’³⁴⁷;
- ‘misleid’, ‘misleiding’ en ‘misleidend’³⁴⁸;
- ‘ontoereikend’³⁴⁹;
- ‘onvoldoende inzicht’, ‘onvoldoende duidelijk’, ‘onvoldoende wijze van verantwoording’ en ‘onvolledige wijze van verantwoording’³⁵⁰;

plakt zonder daarmee aan te geven dat sprake is van ‘wanbeleid’. Het wanbeleidoordeel wordt door de Ondernemingskamer telkens afzonderlijk geveld. Dit wekt de indruk dat de Ondernemingskamer als opstapje naar het wanbeleidoordeel eerst vaststelt of in het geheel wel sprake is van minder ‘juist’ beleid, in de zin van ‘onjuist beleid’.³⁵¹

343 Vgl. o.a. Ok. 11 mei 1995 (Uni-Invest), 309-310 en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.5.3.1-4.5.3.2.

344 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.6.3.3.

345 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.3.3.3.

346 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.7.3.7.

347 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.8.3.1.

348 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.3.3.2, 4.4.3.4-4.4.3.5, 4.6.3.4.

349 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.7.3.3.

350 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.4.3.6, 4.5.3.4, 4.7.3.3, 4.7.3.4

351 Vgl. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.8.3.1, 4.9.3.1, 4.12.2.

In haar *KMZM*-eindbeschikking³⁵², waarin de Ondernemingskamer oordeelt over een verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’, maakt zij een expliciet onderscheid tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’.

“De ondernemingskamer is van oordeel dat het beleid dienaangaande als onjuist moet worden aangemerkt; de vraag of het beleid zozeer onjuist was dat sprake is van wanbeleid is thans echter niet meer relevant (...). (...) Anders is dat met de voorgenomen verwerving van NBZM. Terecht heeft VEB met betrekking tot die aankoop aangevoerd dat het afgaan op het rapport van Crédit Lyonnais bij de beoordeling van de juistheid van de door een groepsmaatschappij vastgestelde koopprijs als ware het een verslag van een voldoende diepgaand onderzoek door een onafhankelijke derde onjuist is; dit oordeel vindt steun in het verslag. (...) Samenvattend is de ondernemingskamer van oordeel dat voldoende voorzien is in de gesignaleerde gebreken in de uitvoering van het – op zichzelf niet als onjuist aan te merken – beleid, strekkende tot de uitzetting van de Trimetal-opbrengst bij groepsmaatschappijen in afwachting van de investering daarvan en dat – nu de verwerving van NBZM (voorshands) van de baan is – de aan dat onderdeel van het investeringsbeleid klevende gebreken niet meer relevant zijn. Mede in aanmerking nemend dat de leiding van KMZM er blijk van heeft gegeven te beseffen dat op haar uitgeoefende kritiek van de zijde van de minderheidsaandeelhouders niet ongegrond was, acht de ondernemingskamer, nu van dreigend wanbeleid geen sprake is het niet geboden voorzieningen te treffen.”

In de *Uni-Invest*-beschikking³⁵³ neemt de Ondernemingskamer – in het kader van een verzoek tot een nader onderzoek in de tweede fase – een ogenschijnlijk minder genuanceerd standpunt in dan in haar *KMZM*-eindbeschikking.

“Een enquête dient om vast te stellen wat niet deugt aan het beleid (...). Dit brengt in het onderhavige geval, waarin het (pretense) onjuiste karakter van het beleid bestaat in [sic] een onbehoorlijke belangenverstremgeling, mee dat volstaan kan worden met een analyse van enige transacties waaruit het bestaan en de uitwerking van de belangenverstremgeling blijkt. Er bestaat geen noodzaak, gelet op het doel van de enquête, te onderzoeken in welke andere transacties dat onjuiste beleid ook nog een rol heeft gespeeld die tot nadeel heeft geleid.”

Zoals Uniken Venema in hetzelfde jaar dat de Ondernemingskamer haar *Uni-Invest*-beschikking heeft gewezen nog eens bevestigt vormt ‘onbehoorlijke belangenverstremgeling’ voor de Ondernemingskamer een categorie van ‘wanbeleid’, hier geduid als “het (pretense) onjuiste karakter van het beleid” en “dat onjuiste beleid.”³⁵⁴ Ook in haar kort daarv or gewezen *VHS*-eindbeschikking³⁵⁵, waarin sprake is van een soortgelijke belangenverstremgeling, wordt door de Ondernemingskamer onder verwijzing naar de opvattingen van de onderzoekers het begrip ‘onjuist beleid’ gehanteerd, maar daarbij gaat het om een verzoek tot kosten-

352 Ok. 1 september 1994 (KMZM), ro. 4.2.2, 4.2.3, 4.3-4.4.

353 Ok. 11 mei 1995 (Uni-Invest), 309-310.

354 Uniken Venema (1995), 64.

355 Ok. 1 december 1994 (VHS), ro. 2.1-5.6.

HOOFDSTUK V

verhaal ex art. 2:354 BW, niet om de vraag of sprake is van ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW. In haar *Verto*-beschikking³⁵⁶, waarin de Ondernemingskamer oordeelt over een verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’, neemt zij ook geen glashelder standpunt in:

“Het hof is van oordeel dat geen feiten en omstandigheden zijn komen vast te staan op grond waarvan de afweging die Verto heeft gemaakt onjuist geacht moet worden. Van wanbeleid terzake blijkt niet uit het verslag van de onderzoekers.”

Mogelijk in navolging van het standpunt van Verto dat ‘onjuist beleid’ een lichtere toets oplevert dan ‘wanbeleid’, zodat ook indien er géén sprake is van ‘wanbeleid’ er sprake kán zijn van ‘onjuist beleid’, overweegt de Ondernemingskamer in haar *Verto*-eindbeschikking³⁵⁷ ter beoordeling van een verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW evenwel dat een onderscheid dient te worden gemaakt.

“Voorts voeren verweerders onder meer aan dat uit het rapport niet is gebleken van een onjuist beleid of een onbevredigende gang van zaken van Verto op grond waarvan verhaal van de onderzoekskosten gerechtvaardigd zou zijn. Bovendien blijkt – aldus verweerders – uit het rapport niet “van voldoende concrete aanknopingspunten, concrete feiten en omstandigheden, waaruit persoonlijke verantwoordelijkheid voor het beweerde onjuiste beleid volgt.” De afwijzende beschikking als hiervoor bedoeld (...) is gegrond op het oordeel van de ondernemingskamer dat van wanbeleid niet is gebleken. Daarmee is nog niet beslist over de vraag of verweerders verantwoordelijk zijn voor ‘een onjuist beleid of een onbevredigende gang van zaken in de rechtspersoon’ in de zin van artikel 2:354 BW.”

Ook in de *Vie d’Or*-eindbeschikking³⁵⁸ maakt de Ondernemingskamer ter beoordeling van een verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’ een vrij duidelijk onderscheid in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’, zij het terloops.

“Het achterwege laten van een accountantscontrole over de jaarrekeningen 1993 en 1994, alsmede het te laat deponeren van de jaarrekening 1993 (...) betreft wel het beleid en de gang van zaken van Vie d’Or. Het verweten handelen is echter – hoewel onjuist – mede in het licht van de omstandigheden onvoldoende ernstig om als wanbeleid te worden aangeduid.”³⁵⁹

356 Ok. 7 maart 1996 (*Verto*), ro. 4.3.1.

357 Ok. 7 maart 1996 (*Verto*), ro. 3.4-3.5.

358 Ok. 9 juli 1998 (*Vie d’Or*), ro. 6.8.3. In Ok. 10 december 1998 (*Spiegelburg Beheer*), ro. 3.1-3.12 verwijst de Ondernemingskamer enkel en alleen naar het begrip ‘onjuist beleid’, wat verklaard kan worden door de omstandigheid dat alleen sprake was van een door de vennootschap ingediend verzoek tot kostenverhaal en deze beschikking daarom tegen de achtergrond van alleen art. 2:354 BW dient te worden gezien. Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken dat de Ondernemingskamer, wanneer haar zou zijn verzocht ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW vast te stellen, het gevoerde beleid inderdaad als ‘wanbeleid’ zou hebben geduid.

359 In Ok. 23 april 1998 (*Bouwprojecten Brabant*), ro. 4.1 overweegt de Ondernemingskamer onder meer dat de in art. 2:354 BW aan de rechtspersoon toegekende bevoegdheid verwant is aan het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’.

Nog geen jaar later lijkt de Ondernemingskamer deze nuancering te hebben losgelaten. In haar *S.T.A.R. Nederland*-eindbeschikking³⁶⁰ scheert zij naar aanleiding van het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’ de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ over één kam, zonder een nuancerende overweging te wijden aan het onderscheid daartussen.

“Gelet op de nadere formulering door verzoekster van haar verzoeken is thans nog uitsluitend aan de orde de vraag of over het van januari 1997 tot 18 november 1997 lopende deel van de periode waarover het onderzoek zich heeft uitgestrekt sprake is geweest van wanbeleid van de vennootschap. Wat dat gedeelte van de onderzochte periode betreft heeft de onderzoeker in zijn verslag van zijn onderzoek geoordeeld dat sprake is geweest van onjuist beleid van de vennootschap. Dat oordeel is in deze procedure onbestreden gebleven. De Ondernemingskamer neemt dat oordeel over en maakt het tot het hare. Daaruit volgt dat het verzoek van verzoekster zoals dat nader is geformuleerd voor toewijzing vatbaar is. (...) De Ondernemingskamer: oordeelt dat van wanbeleid van de vennootschap is gebleken in de periode vanaf januari 1997 tot 18 november 1997 (...).”³⁶¹

Deze merkwaardige en minimaal gemotiveerde uitspraak is moeilijk met de voorgaande te rijmen. Ook in haar kort na de *S.T.A.R. Nederland*-eindbeschikking gewezen *Gucci Group*-(eind)beschikking³⁶² maakt de Ondernemingskamer geen onderscheid tussen de (dis)kwalificaties ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’.

“Gegeven die overwegingen was het aan haar om te beslissen of zij zich al of niet wenste te wapenen tegen het verkrijgen van bedoelde zeggenschap. Haar beslissing om daartoe strekkende maatregelen te nemen op die gronden kan dan ook op zichzelf beschouwd niet tot het oordeel leiden dat zij zich aan wanbeleid zou schuldig maken of hebben schuldig gemaakt. Doch in dit verband dient eveneens te worden vooropgesteld en mede in aanmerking te worden genomen de open statutaire structuur van GUCCI GROUP NV en de rechten en verwachtingen die een aandeelhouder en de bij de kapitaalmarkt betrokkenen in het algemeen in redelijkheid daaraan kan onderscheidenlijk kunnen ontleen alsook de eisen van redelijkheid en billijkheid die een vennootschap jegens een (minderheids)aandeelhouder heeft in acht te nemen. Met name tegen die achtergrond geldt dat het nemen van maatregelen als hiervoren bedoeld die op gespannen voet staan met regels van (dwingend) recht

360 Ok. 6 mei 1999 (*S.T.A.R. Nederland*), ro. 2.1-2.2, 3. Ik wijs ook op Ok. 5 februari 1998 (*Leefers Beheer*).

361 Zie o.a. Josephus Jitta in zijn noot sub 9 bij HR 19 mei 1999 (Bobel): “In paragraaf 8 van zijn oratie ‘Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid’ vraagt Van Solinge zich af wat het verschil is tussen ‘onjuist beleid’ in artikel 2:354 BW en ‘wanbeleid’ in artikel 2:355 BW. Van Solinge houdt rekening met de mogelijkheid dat ‘onjuist beleid’ een lichtere toets is dan wanbeleid. In een niet gepubliceerde beschikking van 6 mei 1999 in de zaak *S.T.A.R. Nederland B.V.* naar aanleiding van een verzoek ex artikel 2:355 BW, neemt de Ondernemingskamer het oordeel van de onderzoeker over dat bij de vennootschap van onjuist beleid sprake is geweest en stelt de Ondernemingskamer, zonder daaraan een nadere overweging te wijden op grond daarvan, vast dat van wanbeleid van de vennootschap is gebleken. Voor de Ondernemingskamer lijken ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ uitwisselbaar.”

362 Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.15 e.v.

HOOFDSTUK V

en/of in strijd zijn met de eisen van redelijkheid en billijkheid (kunnen) wijzen op een onjuist beleid. De Ondernemingskamer is (...) van oordeel dat het antwoord op de vraag of het door GUCCI GROUP NV – ter voorkoming van de door haar niet gewenste zeggenschap van LVMH – verlenen van optierechten en het vervolgens op basis daarvan emitteren van aandelen aan DE STICHTING en/of GUCCI HOLDINGS BV terwijl die aandelen zijn gefinancierd met een lening van GUCCI GROUP NV, gelet op de (ratio van de) artikelen 2:98b en 2:98c van het Burgerlijk Wetboek, toelaatbaar zijn te achten ontkennend luidt. In dit verband verdient, mede tegen de achtergrond van hetgeen hiervoren is overwogen, opmerking dat de omstandigheid dat een vennootschap de in artikel 2:98c lid 2 van het Burgerlijk Wetboek – bij wege van uitzondering – neergelegde mogelijkheid tot het zelf financieren van het verkrijgen van aandelen door of voor werknemers (mede) gebruikt ter voorkoming van ongewenste zeggenschap door (een) derde(n) op zichzelf nog geen onjuist beleid betekent. (...) Tegen de achtergrond van hetgeen hiervoren is overwogen inzake de open statutaire structuur van GUCCI GROUP NV en gelet op de omstandigheden enerzijds dat, zoals eerder overwogen, het ESOP in het leven is geroepen teneinde de rechten en invloeden van LVMH te kunnen neutraliseren en anderzijds dat GUCCI GROUP NV daartoe uitsluitend eigen middelen heeft moeten aanwenden, terwijl verder, zoals overwogen, zulks is geschied in strijd met wettelijke regels van dwingend recht, is de Ondernemingskamer van oordeel dat GUCCI terzake heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap en dat dus van wanbeleid van GUCCI sprake is (geweest).”

Gelet op de geciteerde overwegingen lijkt de conclusie gerechtvaardigd dat zij in de *Gucci Group*-(eind)beschikking de (dis)kwalificaties ‘onjuist beleid’, ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en ‘wanbeleid’ als uitwisselbaar beschouwt.³⁶³

(b) *Rechtspraak vanaf 2000*

In haar enkele jaren na de *Gucci Group*-(eind)beschikking gewezen *Zwagerman Beheer*-eindbeschikking³⁶⁴ lijkt de Ondernemingskamer wel te nuanceren, door bij de beoordeling van het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’ ook te verwijzen naar kort gezegd ‘minder juist beleid’, wat – aanzienlijk – minder ernstig lijkt dan de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’.

“Ten derde getuigt de onverplichte verhoging in 1999 door de vennootschap van de prijs die zij in 1997 aan Adrighem & Barnhoorn B.V. heeft betaald voor de overname van een aantal kranen, van fl 5.872.000,= naar fl 6.239.300,=, niet van een juist beleid. Ook indien ervan zou worden uitgegaan dat de stelling van de vennootschap dat de verhoogde prijs achteraf de juiste(re) is gebleken op goede gronden berust, neemt dat niet weg dat het onverplicht en uit eigen beweging verhogen van een twee jaar tevoren betaalde prijs niet in het belang van de vennootschap kan worden geacht te zijn. Een en ander klemt temeer nu

³⁶³ Zie ook nummer 30.b sub a hierna.

³⁶⁴ Ok. 30 november 2000 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.4. Zie hierover plv. P-G Mok in 3.4.6.5 voor HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*).

ook deze transactie heeft plaatsgevonden met een aan de directie van de vennootschap gelieerde partij. (...) Het hiervoor overwogene, in onderling verband en samenhang beschouwd, waaruit met name een frequent voorkomende ernstige belangenverstremgeling naar voren komt, leidt tot de slotsom dat in de onderzochte periode sprake is van wanbeleid van de vennootschap.”

Dat ‘minder juiste beleid’ vormt een bestanddeel – en daarmee op zichzelf een lichtere vorm van afkeuring – van de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’, nu dit oordeel gebaseerd is op de diverse in onderling verband en samenhang beschouwde kritiekpunten op het gevoerde beleid. In haar één jaar na de *Zwagerman Beheer-eindbeschikking* geweest *Naaykens’ Beheers- en Beleggingsmaatschappij-eindbeschikking*³⁶⁵ maakt de Ondernemingskamer geen duidelijk onderscheid tussen de in art. 2:354 BW en art. 2:355 lid 1 BW gehanteerde begrippen bij de beoordeling van het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’.

“De ondubbelzinnige conclusie van het verslag van de onderzoekers is dat bij NBB en NI geen sprake is geweest van wanbeleid. Hiermee is niet te rijmen de stelling van verzoeksters dat uit het verslag van wanbeleid blijkt. Die stelling moet dan ook worden verworpen. De Ondernemingskamer voegt hieraan toe dat het onderzoek evenmin aanknopingspunten bevat voor een onjuiste gang van zaken bij STAK en NLA (...) Met betrekking tot de in het verzoekschrift nader opgesomde feiten en gedragingen overweegt de Ondernemingskamer meer in het bijzonder nog als volgt. (...) Al het vorenoverwogene leidt tot de slotsom dat geen wanbeleid van NBB en NI kan worden vastgesteld – evenmin als van STAK en NLA (...).”

Het begrip ‘onjuiste gang van zaken’ wordt door de Ondernemingskamer kennelijk gehanteerd om duidelijk te maken dat ten aanzien van STAK en NLA het onderzoek evenmin aanknopingspunten biedt voor het vaststellen van ‘wanbeleid’. De Ondernemingskamer lijkt in haar *Tactron-eindbeschikking*³⁶⁶ evenmin een duidelijk onderscheid te maken tussen de in art. 2:354 BW en art. 2:355 lid 1 BW gehanteerde begrippen, waar zij overweegt dat ter redressering van – in het verleden – gevoerd ‘wanbeleid’ geen voorzieningen getroffen hoeven te worden, maar dat zij ter voorkoming van mogelijk ‘onjuist beleid’ in de toekomst wel een commissaris zal benoemen.

“Reeds op zichzelf en in ieder geval in onderling verband en samenhang beschouwd is aldus sprake – geweest – van schending van elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap des dat van wanbeleid sprake is. Er is evenwel geen aanleiding met het oog op het redresseren van het wanbeleid of anderszins met het oog op de belangen van de vennootschap de door verzoeker gevraagde voorzieningen te treffen. (...) De Ondernemingskamer acht het wel in het belang van de vennootschap dat op het bestuur toezicht wordt gehouden, mede ter voorkoming van mogelijk onjuist beleid in de toekomst en ter bevoor-

365 Ok. 10 september 2001 (*Naaykens’ Beheers- en Beleggingsmaatschappij*), ro. 3.3, 3.8, 3.19.

366 Ok. 29 april 2002 (*Tactron Holding*), ro. 3.3, 3.4, 3.8.

HOOFDSTUK V

dering van de jegens alle aandeelhouders te betrachten openheid. Zij zal daartoe een commissaris benoemen (...).”

Eenzelfde schijnbare uitwisselbaarheid van deze begrippen volgt uit de *Bosbo*-eindbeschikking³⁶⁷, waarin de Ondernemingskamer desverzocht ‘wanbeleid’ constateert en dit vervolgens duidt als een op zichzelf staande onjuiste handelwijze.

“Door dit een en ander uit het oog te verliezen heeft Bosbo te dezen gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en zich in zoverre schuldig gemaakt aan wanbeleid. De Ondernemingskamer zal op grond van hetgeen hiervoor is overwogen het besluit van – de Raad van Commissarissen en/of het bestuur van – Bosbo (...) – voor zover nodig – vernietigen. De verzoeken tot ontbinding van Bosbo en tot ontslag van (...) haar bestuurder zal de Ondernemingskamer evenwel afwijzen. Te dezen is sprake van een op zichzelf staande onjuiste handelwijze die niet tot een verdergaand ingrijpen dan hiervóór omschreven noopt.”

Sinds 2005 lijkt de Ondernemingskamer het onderscheid tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ weer nadrukkelijker te maken.

Ik verwijs allereerst naar de *EMBA*-eindbeschikking³⁶⁸ van de Ondernemingskamer waarin zij oordeelt over het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’.

“Nu Sirvana deze stellingen van EMBA niet, althans onvoldoende heeft betwist (...) kan in zoverre niet worden gezegd dat het dividendbeleid van EMBA met betrekking tot Financiële onjuist was. (...) Dat in rechtsoverweging 3.9 van de beschikking van 24 april 2003 in deze zaak in zoverre – op het vlak van de communicatie met Sirvana – tot een andere conclusie is gekomen, doet aan het voorgaande niet af. De bedoelde rechtsoverweging kan immers niet worden losgemaakt van de context waarin zij is geformuleerd, dat wil zeggen van de beoordeling van de vraag of gegronde redenen aanwezig waren om te twijfelen aan een juist (dividend)beleid van EMBA. Redenen voor een dergelijke twijfel zijn in die rechtsoverweging inderdaad uitgedrukt, doch thans is niet (meer) die twijfel aan het beleid, doch het beleid als zodanig onderwerp van beoordeling. Dat dat beleid, op het vlak van de communicatie met Sirvana als minderheidsaandeelhoudster zodanig onjuist is geweest dat reeds daarom sprake is van wanbeleid van EMBA, is niet gebleken.”

De Ondernemingskamer overweegt expliciet dat het beleid niet ‘zodanig onjuist’ is dat sprake is van ‘wanbeleid’. Kennelijk maakt zij een onderscheid tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. Dit doet sterk denken aan de door de Ondernemingskamer in haar *KMZM*-eindbeschikking gehanteerde systematiek. In dit verband is ook relevant de vrij kort na de *EMBA*-eindbeschikking gewezen *Projectontwikkeling Friesland*-eindbeschikking³⁶⁹ van de Ondernemingskamer, waarin zij oordeelt over het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’.

367 Ok. 1 mei 2003 (*Bosbo*), ro. 3.12-3.14.

368 Ok. 15 maart 2005 (*EMBA*), ro. 3.7, 3.33.

369 Ok. 28 januari 2005 (*Projectontwikkeling Friesland*), ro. 3.6.

“Tegenover de stelling van de vennootschap dat de makelaar in kwestie handelde in haar opdracht, welke stelling steun vindt in het verslag van de onderzoeker, en dat het, anders dan DVJ heeft gesteld, geen beleid van de vennootschap was geen makelaars in te schakelen, heeft DVJ haar andersluidende stellingen niet waargemaakt. Betaling van courtage door de vennootschap wijst daardoor niet op onjuist beleid van de vennootschap. (...) In zijn verslag heeft de onderzoeker ten aanzien van dit punt, dat ziet op door Wijbenga Architecten aan de vennootschap doorberekende kosten, onder meer het volgende opgemerkt: “(...) door gebrek aan functiescheiding, interne controle en normstelling kan ik geen kwalitatief oordeel geven over de juistheid van de urenverantwoording, die de basis was voor bedoelde declaraties. De opzet van de administratie voldoet overigens aan de eisen, zoals een relatief kleine organisatie als Wijbenga Architecten die normaliter zal stellen. Bij de beoordeling van de urenverantwoording heb ik overigens geen onregelmatigheden geconstateerd, doch door accountantscontrole is door de bovenvermelde omstandigheden niet vast te stellen of de uitkomsten geheel juist zijn. Van onjuistheden is dus niet gebleken.” DVJ heeft vraagtekens bij de conclusie van de onderzoeker geplaatst, maar deze zijn enkel gebaseerd op de stelling dat controle niet (goed) mogelijk is. Dit is evenwel onvoldoende om de conclusie van de onderzoeker te ontcrachten en *a fortiori* om bij te dragen tot het oordeel dat bij de vennootschap sprake zou zijn van een onjuist beleid of wanbeleid.”

Hier spreekt de Ondernemingskamer over “onjuist beleid of wanbeleid”, waarmee zij ogenschijnlijk een gradatie aanbrengt. Van een nevenschikking lijkt geen sprake, maar geheel duidelijk wordt dit uit de beschikking niet.³⁷⁰ Opmerkelijk genoeg neemt de Ondernemingskamer in de – kort na de *EMBA*- en *Projectontwikkeling Friesland*-eindbeschikkingen geweest – *Van Doorn Corporate Development Group*-eindbeschikking³⁷¹ weer een enger standpunt in dat doet denken aan de zojuist besproken *Tactron*-eindbeschikking van de Ondernemingskamer. Twee aspecten van die beschikking zijn hier van belang. Allereerst de overwegingen van de Ondernemingskamer die zien op het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’.

“Dit alles rechtvaardigt op zichzelf het oordeel, dat van wanbeleid van Van Doorn Group sprake is geweest. Voor het treffen van voorzieningen in verband daarmee ziet de Ondernemingskamer echter geen aanleiding, nu in het licht van het verslag van het onderzoek en hetgeen partijen over en weer hebben gesteld voldoende aannemelijk is geworden dat het onjuiste beleid van Van Doorn Group tot het verleden behoort en in zoverre als ‘geheeld’ mag worden beschouwd. (...) De omstandigheid dat ten gevolge van in het verleden

370 Vgl. o.a. HR 9 januari 1998 (N./Tribuleet), ro. 3.4 waarin de Hoge Raad de begrippen ‘ernstige verwijtbaarheid’ en ‘opzet of bewuste roekeloosheid’ door hantering van het woordje ‘of’ verbindt. Of de Hoge Raad hiermee een nevenschikking aanbrengt is mij niet geheel duidelijk. Zo ziet Maeijer dit kennelijk wel in zijn noot sub 3 bij HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma).

371 Ok. 22 maart 2005 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.6-3.8.

HOOFDSTUK V

gevoerd onjuist beleid van Van Doorn Group nog altijd een verschil van mening bestaat (...) noopt op zichzelf niet tot het treffen van voorzieningen.”

Hetzelfde feitencomplex dat door de Ondernemingskamer in eerste instantie als ‘wanbeleid’ wordt ge(dis)kwalificeerd (“dit alles”), te weten onder meer het niet plaatsvinden van algemene vergaderingen van aandeelhouders van 1998 tot 2003, het niet tijdig hebben plaatsgevonden van de verplichte jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders in 2003, het te laat vaststellen en publiceren van de geconsolideerde jaarrekeningen over 2001 en 2002, het ontbreken van stukken met betrekking tot de vaststelling van de jaarrekening over 2000, wordt vervolgens door de Ondernemingskamer tot tweemaal toe geduid als – het in het verleden gevoerde – ‘onjuiste beleid’.³⁷² Kennelijk acht zij in de *Van Doorn Corporate Development Group*-eindbeschikking de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ uitwisselbaar. Ik word in deze opvatting gesterkt door de overwegingen van de Ondernemingskamer in dezelfde beschikking die zien op het verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW, waarin zij naar het lijkt terugkomt van het door haar omtrent kostenverhaal overwogene in de *Verto*-eindbeschikking.

Door de vennootschap is bij verweerschrift (tevens zelfstandig verzoekschrift) onder meer verzocht verzoekster IFS en Saunders (commissaris bij de vennootschap) “hoofdelijk dan wel ieder voor zich of een van hen te veroordelen in de kosten van het onderzoek.” De Ondernemingskamer overweegt als volgt: “(...) het verzoek van Van Doorn Group is niet voor toewijzing vatbaar omdat, voorzover het zich richt tegen IFS, niet valt in te zien (...) dat het initiële verzoek van IFS tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van Van Doorn Group niet op redelijke grond is gedaan, en voorzover het zich richt tegen Saunders reeds omdat in dit onderdeel van het verzoek wordt miskend dat voor toewijzing ervan minst genomen noodzakelijk is dat sprake is van wanbeleid en dat Saunders daarvoor verantwoordelijk is te achten.”³⁷³

Als geen sprake is van ‘wanbeleid’ komt een verzoek tot kostenverhaal in ieder geval niet voor toewijzing in aanmerking, aldus de Ondernemingskamer. Deze slotsom volgt wellicht ook uit haar *Dolphin Watercompany*-eindbeschikking, zij het dat hier de nadruk meer ligt op het vaststellen van individuele verantwoordelijkheid.³⁷⁴

“Het verzoek van zowel Dolphin als WCN, voorzover dat betrekking heeft op de vaststelling van verantwoordelijkheid voor wanbeleid, zal de Ondernemingskamer afwijzen. Toewijzing daarvan vindt noch in het verslag noch – zoals reeds volgt uit hetgeen hiervoor is overwogen – in overigens gebleken feiten of omstandigheden grond. Evenmin bestaat

372 Vgl. o.a. Ok. 18 juli 2002 (Willem III Meubilerij Beheer), ro. 3.5 waarin de Ondernemingskamer een soortgelijk feitencomplex als ‘wanbeleid’ bestempelt.

373 In o.a. Ok. 19 juni 2006 (Meepo Holding), ro. 3.1 e.v. over het verzoek tot kostenverhaal verwijst de Ondernemingskamer simpelweg naar het bepaalde in art. 2:354 BW.

374 Ok. 27 april 2005 (Dolphin Watercompany), ro. 3.13-3.14.

grond – het volgt ook reeds uit hetgeen in 3.13 (de vorige zinnen, BFA) is overwogen – het verzoek van Dolphin toe te wijzen dat de vennootschap de kosten van het onderzoek kan verhalen op WCN (de statutair bestuurder, BFA).³⁷⁵

Geerts merkt op dat het ook zo kan zijn dat de Ondernemingskamer in haar *Van Doorn Corporate Development Group*-eindbeschikking “wat onzorgvuldig in haar woordkeuze is geweest en in plaats van onjuist beleid, wanbeleid heeft opgeschreven.”³⁷⁶ Dit is niet ondenkbaar maar dat blijft gissen en laat onverlet dat voor de Ondernemingskamer kennelijk geen duidelijk verschil bestaat tussen deze twee enquêterechtelijke kernbegrippen. Mocht van een *slip of the pen* geen sprake zijn dan komt de Ondernemingskamer klaarblijkelijk tegemoet aan de door onder anderen Maeijer voorgestane interpretatie van art. 2:354 BW: in praktische zin zal alleen in geval van individuele verantwoordelijkheid voor vastgesteld ‘wanbeleid’ sprake kunnen zijn van kostenverhaal.³⁷⁷

Uit de praktijk, waarin art. 2:354 BW verzoeken niet bepaald aan de orde van de dag zijn, blijkt dat de Ondernemingskamer zich vrij terughoudend opstelt waar het gaat om het individualiseren van de verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’ (of ‘wanbeleid’).³⁷⁸ De enkele vaststelling dat sprake is van ‘onjuist beleid’ (of ‘wanbeleid’) brengt nog niet mee dat de vennootschap de onderzoekskosten op bijvoorbeeld de bestuurders kan verhalen. Het onderzoeksverslag biedt voor een dergelijk individualisering vaak onvoldoende grondslag.³⁷⁹

Voor het in art. 2:354 BW genoemde begrip ‘onjuist beleid’ dient aldus bezien te worden gelezen: ‘wanbeleid’.³⁸⁰

Het is in het licht van het voorgaande weinig opmerkelijk te noemen dat de Ondernemingskamer in haar *Beheermaatschappij Trial*-beschikking³⁸¹ bij de beoordeling van het verzoek tot vaststelling van ‘wanbeleid’ weer wél onderscheid lijkt te maken in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’.

375 In o.a. Ok. 4 april 2006 (Dyna Music Systems), ro. 3.3 is van een dergelijke verantwoordelijkheid volgens de Ondernemingskamer wél sprake.

376 Geerts (2006), 63.

377 Asser/Maeijer (2000), 807: “Ofschoon het woord wanbeleid in art. 354 niet wordt gebezigd, acht ik het ondanks Ok. 7 maart 1996 (Verto) (...) niet erg voor de hand liggend dat tot een kostenveroordeling zou kunnen worden gekomen zonder dat van wanbeleid is gebleken” en zijn noot sub 3 bij HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding). Zie o.a. Van Solinge in zijn noot sub 8 bij HR 8 april 1998 (Skipper Club Charter). Terecht wijst Geerts (2006), 63 erop – onder verwijzing naar Ok. 10 december 1998 (Spiegelenburg Beheer) – dat wanneer ook voor kostenverhaal ex art. 2:354 BW ‘wanbeleid’ vereist zou zijn de vraag rijst “of een art. 2:354 BW-procedure nog kan plaatsvinden zonder (voorafgaande) art. 2:355 BW-procedure waarin de Ondernemingskamer tot een wanbeleidoordeel is gekomen. Als dat niet mogelijk is, dan is dat ook een breuk met het verleden.” Reden te meer een dergelijke koers niet te volgen.

378 Zie o.a. Geerts (2006), 61-63 en Geerts (2004), 224, 233.

379 Vgl. o.a. Ok. 27 april 2005 (Dolphin Watercompany), ro. 3.13-3.14.

380 Zie o.a. Van Solinge (1998), 53.

381 Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.5.

HOOFDSTUK V

“De Ondernemingskamer is van oordeel dat MGC gelet op hetgeen zich in de jaren 1995 en nadien tussen partijen heeft afgespeeld (...) alsook gelet op het feit dat voldoende aan- nemelijk is geworden dat MGC over de jaren vanaf 1995 onvoldoende inzicht heeft kunnen verkrijgen in de wijze waarop (en de voorwaarden waaronder) de verschillende transacties tussen Trial en haar dochtervennootschappen onderling en tussen die vennootschappen en Pensioen nu precies hebben plaatsgevonden onderscheidenlijk plaatsvinden, inderdaad – op de voet van art. 2:8 BW – recht kan doen gelden op de enkelvoudige jaarrekeningen van Distributie en Snack. (...) Trial heeft dan ook onjuist gehandeld door de enkelvoudige jaar- rekeningen van Distributie en Snack sinds 1995 aan MGC te onthouden. De kwalificatie wanbeleid acht de Ondernemingskamer hier echter te zwaar en bovendien niet oppor- tuun.”³⁸²

Ik wijs er ook op dat de Ondernemingskamer vervolgens in haar *Meepo Holding- beschikking*³⁸³ – waarin zij een nader onderzoek gelast – kort gezegd rept over het verzoek vast te stellen “of sprake is van onjuist (financieel) beleid” zoals door verzoeker bedoeld, terwijl verzoeker aan haar verzoek ten grondslag heeft gelegd dat uit het onderzoeksverslag van ‘wanbeleid’ van de vennootschap is gebleken.

“Klein Duin Beheer B.V. (...) heeft (...) de Ondernemingskamer verzocht – zakelijk weer- gegeven en naar de Ondernemingskamer begrijpt – 1) vast te stellen dat uit het verslag van wanbeleid van Meepo is gebleken en dat met name J. Post (...) en J. Meefout (...) daarvoor verantwoordelijk zijn (...). (...) Klein Duin heeft aan haar verzoek ten grondslag gelegd dat uit het verslag van het onderzoek van wanbeleid van Meepo is gebleken. Er is volgens haar sprake van ernstige gebreken in de financiële administratie en het debiteurenbeheer van Meepo en de financiële administratie van Meepo is bovendien gedurende vele jaren wel- bewust door Wagteveld (de administrateur van de vennootschap tevens schoonzoon van Meefout, BFA), op instructie dan wel instigatie van de toenmalige bestuurders (Post en Meefout), gemanipuleerd, althans hebben zij in het handelen van Wagteveld bewilligd en dat bevorderd, althans hierop onvoldoende controle uitgeoefend. Aldus geven de (gecon- solideerde) jaarrekeningen van Meepo over de onderzoeksperiode geen getrouw beeld van het vermogen en de samenstelling daarvan, zijn dientengevolge door de algemene verga- dering van aandeelhouders diverse onverantwoorde besluiten – tot vaststelling van die jaar- rekeningen, tot decharge van het bestuur, tot uitkering van dividenden en tot afstorting van pensioenkapitaal – genomen en is Meepo terstond althans kort na de overname in 2001 in liquiditeitsproblemen gekomen, aldus nog steeds Klein Duin. (...) Naar het oordeel van de Ondernemingskamer biedt het verslag van het onderzoek in het licht van het debat zoals dit na de neerlegging van het verslag tussen partijen heeft plaatsgevonden onvoldoende grond- slag om te kunnen vaststellen of sprake is van onjuist (financieel) beleid van Meepo zoals door Klein Duin bedoeld en, indien daarvan sprake zou zijn, van wanneer dit onjuiste

382 Vgl. o.a. Ok. 2 augustus 2006 (B Wise Holding), ro. 3.11: “(...) als in deze zaak een onderzoek zou worden bevolen en als dat zou leiden tot een andere beoordeling van het beleid en de gang van zaken van B Wise dan hiervoor is geschied en wel zelfs aldus dat van wanbeleid zou moeten worden gesproken (...)”

383 Ok. 19 juni 2006 (Meepo Holding), ro. 1.4, 3.1, 3.4.

beleid dateert en wie daarvoor verantwoordelijk is. (...) De Ondernemingskamer deelt (...) vooralsnog niet de opvatting van Post en ATP dat het verkrijgen van méér duidelijkheid (...) omtrent het (financiële) beleid van Meepo en haar dochtervennootschappen en de verantwoordelijkheid voor de eventuele onjuistheid daarvan niet mogelijk is.”

Dit is een curieuze samenvatting van de stellingen van verzoeker, nu deze expliciet geplaatst en feitelijk uitgewerkt zijn in de sleutel van ‘wanbeleid’.

De ene keer zijn de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ voor de Ondernemingskamer uitwisselbaar, de andere keer weer niet. Het is kennelijk maar net hoe het haar uitkomt.

30. Het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’

30.a. *Rechtspraak van de Hoge Raad*

Op hetgeen de wetsgeschiedenis vermeldt over het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ben ik hiervoor kort ingegaan.³⁸⁴ De kern daarvan luidt dat de verzoeker in de eerste fase niet hoeft te kunnen aantonen dat sprake is van bijvoorbeeld een falend ondernemingsbeleid of dat een crisis in de onderneming gaande is dan wel dreigt te ontstaan, dat puur externe oorzaken geen grond kunnen vormen om een enquête in te stellen en dat voor toewijzing van een enquêteverzoek een vermoeden van ‘wanbeleid’ niet vereist is.

Bij mijn weten heeft de Hoge Raad zich nooit direct uitgelaten over de vraag wat precies onder ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ dient te worden verstaan, in de zin van ook een vermoeden van ‘onjuist beleid’ of slechts een vermoeden van ‘wanbeleid’. Uit zijn *Transom Management*-beschikking³⁸⁵ volgt alleen dat conform de tekst van de wet de Ondernemingskamer een verzoek tot enquête slechts kan toewijzen wanneer blijkt van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Daarbij moet aan de Ondernemingskamer, aan wie de afweging van de bij de zaak betrokken belangen is voorbehouden, een ruime beoordelingsmarge worden gelaten. Zo heeft een geconstateerde overtreding van ‘het bepaalde in art. 2:248 lid 2 BW’ niet het directe gevolg dat een enquêteverzoek moet worden toegewezen. De discretionaire bevoegdheid die de Ondernemingskamer dienaangaande toekomt is door de Hoge Raad expliciet bevestigd in zijn *Louder Holdings*-beschikking.³⁸⁶ Bij de uitoefening van de aan de Ondernemingskamer gegeven bevoegdheid een enquête te bevelen dient een afweging van de betrokken belangen plaats te vinden op basis van alle omstandigheden van het geval. Het betrekken van de met de aangevoerde redenen aan de orde gestel-

384 Zie nummer 25 hiervoor.

385 HR 26 juni 1996 (*Transom Management*), ro. 3.4.

386 HR 20 november 1996 (*Louder Holdings*), ro. 3.3.1 e.v.

HOOFDSTUK V

de belangen van de verzoeker in de belangenafweging laat onverlet dat de Ondernemingskamer aan andere belangen zwaarder gewicht kan hechten.

Wat opvalt is dat de Ondernemingskamer een enquêteverzoek kennelijk zelfs mag afwijzen zonder te beoordelen of de vastgestelde (i.e. aannemelijk gemaakte) feiten in het licht van alle omstandigheden van het geval in het geheel wel ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ opleveren.³⁸⁷ Dit lijkt mij haaks te staan op het vereiste van een geïnformeerde beoordeling door de Ondernemingskamer of, gelet op *alle* omstandigheden van het geval, toewijzing van een enquêteverzoek gerechtvaardigd is.

Uit de *YVC Holding*-beschikking³⁸⁸ van de Hoge Raad blijkt daarnaast dat een oordeel van de Ondernemingskamer in het kader van art. 2:350 lid 1 BW in cassatie in beperkte mate kan worden getoetst, verweven als het is met waarderingen van feitelijke aard. Dit oordeel heeft als eindbeslissing niet een voorlopig karakter. Mede in het licht van de *Transom Management*- en *Louder Holdings*-beschikkingen bezien lijkt alleen bij een onduidelijke of ontoereikende motivering door de Ondernemingskamer een cassatieberoep enige kans van slagen te hebben. Dit blijkt eveneens uit de *Unilever*-beschikking van de Hoge Raad, waarover ik hierna kom te spreken, en uit zijn recente *ATR Leasing IV*-beschikking.³⁸⁹ In laatstgenoemde beschikking overweegt de Hoge Raad, kort gezegd en voor zover relevant, dat de Ondernemingskamer een onderzoek niet mag bevelen zonder dat daaraan een daartoe strekkend verzoek ten grondslag ligt, maar dat als zij gebruik maakt van haar wettelijke bevoegdheden de Ondernemingskamer een ruime mate van vrijheid in haar beoordeling heeft. Het is in beginsel aan haar oordeel overgelaten het enquêteverzoek al dan niet toe te wijzen, met dien verstande dat op de voet van art. 2:350 lid 1 BW het verzoek slechts toewijsbaar is wanneer blijkt van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. De Ondernemingskamer moet daarbij zowel op de belangen van verzoekers tot een enquête letten, als op die van andere bij de – onderneming van de – rechtspersoon betrokken belanghebbenden. Daarbij staat het belang van de rechtspersoon voorop, aldus de Hoge Raad.

In zijn *Scheipar*-beschikking³⁹⁰ laat de Hoge Raad in het midden hoe de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf dient te worden verstaan. Hetzelfde geldt voor de *European Bulk Services*-, *Forward Business Parks*- en *Landis Group*-beschikkingen³⁹¹ van de Hoge Raad. In zijn *Gucci Group*-beschikking³⁹² merkt de Hoge Raad slechts op dat de Ondernemingskamer na verwijzing opnieuw moet beoordelen of het oorspronkelijke verzoek tot het instellen van een onderzoek op grond

387 Vgl. o.a. Ok. 5 juli 2002 (*Hussen's Beheer*), ro. 3.2-3.6.

388 HR 6 juni 2001 (*YVC Holding*), ro. 3.3 e.v.

389 HR 30 maart 2007 (*ATR Leasing IV*), ro. 4.4.

390 HR 6 juni 2003 (*Scheipar*), ro. 3.3.3.

391 HR 14 juli 2000 (*European Bulk Services*), ro. 3.1-3.6; HR 27 september 2000 (*Forward Business Parks*), ro. 3.2; en HR 4 februari 2005 (*Landis Group*), ro. 4.3.

392 HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 5.1.

van de in de wet vervatte maatstaf al dan niet toewijsbaar is. Zoals ook uit de *Backers en Zoon-* en *CallActive*-beschikkingen³⁹³ van de Hoge Raad blijkt wenst hij de contouren van de maatstaf ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ niet al te scherp te schetsen. Uit oudere enquêterechtspraak van de Hoge Raad volgt onder meer dat de Ondernemingskamer niet slechts dan voldoende grond om aan een juist beleid te twijfelen en een onderzoek te gelasten aanwezig mag achten, indien zij vooraf heeft vastgesteld dat de door haar aan haar beslissing ten grondslag gelegde omstandigheden niet aan de schuld of aan het toedoen van de verzoekende partij te wijten zijn geweest, omdat anders aan het bepaalde in art. 2:350 lid 1 BW een beperking wordt gesteld die daarin niet besloten ligt.³⁹⁴ Tevens valt daaruit op te maken dat de eisen die aan de motivering van de Ondernemingskamer dienen te worden gesteld niet meebrengen dat zij uitdrukkelijk van haar oordeel over elk aangevoerd argument rekenschap moet geven en dat het haar – voor zover de wet niet anders bepaalt – vrijstaat op de haar meest gedienselijke wijze de gegevens te verschaffen welke zij meent voor de beslissing nodig te hebben.³⁹⁵

Ik wijs nog op hetgeen A-G Van Soest in zijn conclusie voor de *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking³⁹⁶ van de Hoge Raad opmerkt over de – tegenwoordig – in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’: “De wettelijke eis voor het bevelen van een enquête is (...) in twee opzichten lichter dan voor het treffen van voorzieningen: a. het verkeerde beleid behoeft niet gebleken te zijn; vereist is slechts gegronde twijfel daaromtrent; b. het gaat om niet meer dan verkeerd beleid; voor het treffen van voorzieningen moet het beleid in zeer ernstige mate verkeerd zijn. (...) Veeleer moet men aannemen, dat ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ zijn: feiten die tezamen een behoorlijke kans inhouden, dat het beleid bij nader onderzoek onjuist blijkt. Deze feiten moeten ‘blijken.’”

Wel wijs ik nog op de *Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis*-beschikking³⁹⁷ van de Hoge Raad, waarin hij enkele voorbeelden geeft van omstandigheden die ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ kunnen opleveren.

“(...) van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen – een en ander in de zin van art. 2:350 lid 1 BW – [kan] onder omstandigheden niet alleen sprake zijn indien de vennootschap gedurende een aantal jaren, zonder dat het belang van de vennootschap zulks rechtvaardigt, geen of een in verhouding tot de winst slechts gering dividend uitkeert, doch tevens indien de vennootschap op grond van een statutaire bepaling gedurende een reeks van jaren de door haar gemaakte winsten niet of slechts in geringe mate bij wege van divi-

393 HR 15 december 2006 (*Backers en Zoon*), ro. 3 en HR 23 juni 2006 (*CallActive*), ro. 3.

394 HR 18 juni 1980, ro. 7. Vgl. o.a. HR 11 maart 1992 (*A. Van den Berg*), ro. 3.

395 HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*).

396 A-G van Soest voor HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*).

397 HR 9 september 1990 (*Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis*), ro. 3.3.

HOOFDSTUK V

dend aan de aandeelhouders uitkeert zonder dat zulks (nog langer) door het vennootschappelijke belang gerechtvaardigd wordt, en zij niet aan wijziging van die statutaire bepaling wenst mede te werken.”

Dat de Hoge Raad zich in het geheel niet in materiële zin over art. 2:350 lid 1 BW heeft uitgelaten kan dan ook niet worden gezegd. Wel wekt de Hoge Raad mijns inziens de indruk met bovengenoemde overweging situaties op het oog te hebben die – erg – dicht tegen een vermoeden van ‘wanbeleid’ aan zitten.

In zijn *Unilever*-beschikking³⁹⁸ gaat de Hoge Raad niet echt in op de inhoud en strekking van de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf. Hij maakt daarin wel duidelijk dat de Ondernemingskamer ook tot het oordeel heeft kunnen komen dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ vanwege mogelijke ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, zonder tevens vast te stellen dat er ernstig rekening mee moet worden gehouden dat door – het bestuur van – de vennootschap “opzettelijk of onvoldoende informatie” is verstrekt of dat er sprake zou kunnen zijn van “zeer nadelige gevolgen voor de vennootschap.” De woorden “opzettelijk of onvoldoende informatie” zijn niet geheel duidelijk, maar de Hoge Raad lijkt gelet op zijn eerdere overwegingen³⁹⁹ te doelen op de overweging van de Ondernemingskamer dat niet uit te sluiten valt dat het gesignaleerde tekortschieten van Unilever voor de vennootschap zeer nadelige gevolgen zal hebben, met name indien zou blijken dat opzettelijk onvoldoende of onjuiste informatie is verschaft. In lijn met zijn *YVC Holding*-beschikking⁴⁰⁰ maakt de Hoge Raad verder nogmaals duidelijk dat nu de aan de Ondernemingskamer toegekende bevoegdheid een enquête te gelasten een discretionaire is, in cassatie het oordeel van de Ondernemingskamer dat aanleiding bestaat tot het toewijzen van een enquêteverzoek slechts in beperkte mate kan worden getoetst.⁴⁰¹ Daarnaast werpt deze beschikking meer licht op enkele andere aspecten van het enquêterecht van meer principiële aard.⁴⁰²

Zo wordt duidelijk dat wanneer sprake is van louter een vermogensrechtelijk geschil dat aan de Ondernemingskamer in het kader van een enquêteprocedure wordt voorgelegd de Ondernemingskamer het verzoek niet-ontvankelijk dient te verklaren. De doeleinden die door het voeren van een enquêteprocedure worden gediend omvatten niet het beslechten van geschillen met enkel en alleen een vermogensrechtelijk karakter of het doen van onderzoek naar de achtergrond daarvan.

Hier lijkt de overweging van de Hoge Raad uit zijn *Gucci Group*-beschikking⁴⁰³ van toepassing dat wanneer geen aanleiding bestaat voor het instellen van een onderzoek en

398 HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 4.2 e.v.

399 HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 3.4.3.

400 HR 6 juni 2001 (*YVC Holding*), ro. 3.3 e.v.

401 HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 5.5.2.

402 Zie o.a. A-G Timmerman in 1 voor HR 18 november 2005 (*Unilever*).

403 HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 4.2.

behoefte bestaat aan voorzieningen, de gewone procedure bij de burgerlijke rechter met alle daaraan verbonden waarborgen open staat.

Daarnaast herhaalt de Hoge Raad in de *Unilever*-beschikking zijn reeds in de *Louder Holdings*-beschikking tot uitdrukking gebrachte gedachte dat de Ondernemingskamer in het kader van het enquêteverzoek een afweging dient te maken tussen de belangen van de verzoekende partij bij toewijzing en de belangen van de vennootschap bij afwijzing daarvan. De bevoegdheid van de Ondernemingskamer tot toewijzing van een enquêteverzoek is een discretionaire. Daarbij dient de Ondernemingskamer naast de doeleinden van de enquêteprocedure ook de bezwaren van de vennootschap en de aard van het tussen de verzoeker en de vennootschap bestaande geschil in aanmerking te nemen. Ik zou menen dat de Ondernemingskamer bij die afweging ook de specifieke belangen van de verzoeker dient te betrekken, los van het belang dat de verzoeker heeft bij realisering van – één van – de doeleinden van een enquêteprocedure. In dit verband overweegt de Hoge Raad dat geen reden bestaat om van de Ondernemingskamer te vergen dat zij telkens in de motivering van haar beslissing tot uitdrukking brengt dat zij de bedoelde bezwaren in haar beoordeling heeft betrokken. Daarbij is van belang, aldus de Hoge Raad, dat de afweging van de bij die bezwaren betrokken meer algemene belangen tegen de in het concrete geval bestaande belangen zich veelal niet voor een gedetailleerde motivering leent. Dit kan impliciet geschieden.⁴⁰⁴

Dit oordeel ligt in het verlengde van de *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking⁴⁰⁵ van de Hoge Raad en doet ook denken aan de conclusie van A-G Bakels voor de *VIBA*-beschikking van de Hoge Raad. Daarin overweegt A-G Bakels dat het er niet toe doet of de rechter ook zegt wat hij doet, maar alleen maar of datgene wat de rechter doet juist is.⁴⁰⁶

Ik vind dit in zoverre bezwaarlijk dat daardoor situaties kunnen ontstaan waarin onduidelijk blijft of de Ondernemingskamer in het geheel wel een dergelijke afweging heeft gemaakt als daarvan uit de beschikking niet direct blijkt. Dat zal dan uit de beschikking afgeleid moeten worden, zoals de Hoge Raad als ik het goed zie in zijn *Unilever*-beschikking⁴⁰⁷ ook heeft moeten doen. Het lijkt me niet te veel gevraagd om van de Ondernemingskamer te verlangen dat zij in ieder geval kenbaar maakt in haar beschikking – als zij daaraan toekomt – dát een afweging heeft plaatsgevonden en dat zij daarbij op hoofdlijnen tot uiting brengt

404 HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 5.5.2.

405 HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*).

406 A-G Bakels in 2.10 voor HR 21 februari 2003 (*VIBA*). Zie o.a. A-G Mok in 5.2 voor HR 9 januari 1987 (*Coöperatieve Melkleveringsverenigingen Vecolac/Coöperatieve Stoomzuivelfabriek Juliana*): “Voor marginale toetsing is ongetwijfeld het gebruik van de bekende toverformule (kort gezegd: de redelijkheidstoets, BFA) (...) niet voldoende. Anderzijds is het expliciet afwegen van de in het geding zijnde belangen niet steeds noodzakelijk. Voldoende lijkt mij dat het bereikte toetsingsresultaat herkenbaar op een dergelijke belangenafweging is gebaseerd.”

407 HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 5.5.2.

HOOFDSTUK V

waarom deze afweging tot de uiteindelijke uitkomst (i.e. toe- of afwijzing van het enquêteverzoek) heeft geleid. Tot een gedetailleerde motivering hoeft de Ondernemingskamer dan niet over te gaan, terwijl het rechterlijk besluitvormingsproces zo wel voldoende inzichtelijk en controleerbaar wordt gemaakt voor de betrokken partijen en – eventueel – de Hoge Raad.

30.b. Rechtspraak van de Ondernemingskamer

De Ondernemingskamer vaart door de jaren heen geen bestendige koers als het gaat om de invulling van de ex art. 2:350 lid 1 BW aan te leggen maatstaf bij het toe- of afwijzen van een enquêteverzoek. Ook hier breng ik ten behoeve van de leesbaarheid een onderverdeling aan in rechtspraak tot 2000 en rechtspraak vanaf 2000.⁴⁰⁸ Ik doe weer een greep.

(a) Rechtspraak tot 2000

Reeds in haar *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking⁴⁰⁹ vertaalt de Ondernemingskamer ‘daden van onjuist beleid’ als ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord beleid’, kennelijk in de zin van ‘wanbeleid’.⁴¹⁰ De Ondernemingskamer lijkt daarmee ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ terug te brengen tot de reële mogelijkheid van ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord beleid’.

De Hoge Raad overweegt dienaangaande in zijn *Verenigde HVA-maatschappijen*-beschikking⁴¹¹: “(...) dat het Hof de standpunten van pp. als volgt heeft weergegeven: van Westertoren: dat HVA de statutenwijziging slechts heeft weten te doen aannemen met behulp van de door Socfin uitgebrachte stemmen; dat de emissie aan Socfin en de daarmee geforceerde statutenwijziging zijn daden van onjuist beleid, immers betekenen, althans ten gevolge hebben, een ernstige aantasting van rechten en belangen der (andere) aandeelhouders, waarvoor geen voldoende rechtvaardiging bestaat; dat althans gegronde redenen bestaan om aan de juistheid van het besluit in dit opzicht te twijfelen. (Post alia): O. dat het Hof als volgt omtrent het verzoek heeft overwogen: O. dat geenzins aannemelijk

408 De keuze voor het jaar 2000 als scheidslijn is ingegeven door praktische overwegingen.

409 Ok. 27 maart 1974 (*Verenigde HVA-maatschappijen*), ro. 4.

410 Vgl. o.a. de in Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2 gehanteerde formulering. Ik wijs ook op Boukema in zijn noot sub 2 bij Ok. 27 maart 1974 (*Verenigde HVA-maatschappijen*): “In rechtsoverweging no. 4 gebruikt het Hof een omschrijving welke Löwensteyn heeft gegeven om het begrip ‘wanbeleid’ in artikel 54 te definiëren: ‘een door de leiding van de onderneming gevolgde gedragslijn, die in strijd komt met de elementaire beginselen van economisch verantwoord beleid’ (...). Het Hof heeft echter de term ‘economisch’ daaruit weggelaten.” Dit ligt in lijn met Ok. 15 november 1973 (*Lisman en Lisman*) waarin de Ondernemingskamer – evenals in Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2 – benadrukt dat het wettelijke begrip ‘wanbeleid’ breder is dan ‘wanbeleid’ op bedrijfseconomisch gebied alleen.

411 HR 19 maart 1975 (*Verenigde HVA-maatschappijen*).

DE – VERHOUDING TUSSEN DE – ENQUÊTERECHTELIJKE KERNBEGRIPPEN

is geworden dat de leiding van HVA te dezen een gedragslijn heeft gevolgd, welke in strijd komt met elementaire beginselen van verantwoord beleid; O. dat uit de hierboven omschreven vaststaande feiten – bezien in onderling verband en samenhang – veeleer het tegendeel is af te leiden (...); O. dat, aangezien i.c. van gegronde redenen om aan een juist beleid van HVA te twijfelen niet is gebleken, het verzoek van Westertoren dient te worden afgewezen (...).”

Hier lijkt de Ondernemingskamer, met instemming van de Hoge Raad, een binair systeem te hanteren: wel of geen vermoeden van ‘wanbeleid’ als maatstaf voor toewijzing van een enquêteverzoek. Dit blijkt ook uit haar *Sekisui*-eindbeschikking⁴¹² die weliswaar gewezen is in de tweede fase, maar waarin de Ondernemingskamer duidelijk lijkt te maken dat ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ overeenkomt met een vermoeden van ‘wanbeleid’.

“(...) dat het enquêterecht aan aandeelhouders de mogelijkheid tot opening van zaken verschaft, wanneer twijfel aan een juist beleid van de vennootschap rijst, en de mogelijkheid tot correctie, wanneer die twijfel gegrond blijkt; dat de Ondernemingskamer van oordeel is, dat het verslag van rapporteurs aan verzoekers voldoende concreet die opening van zaken verschaft, waarop zij als aandeelhouders recht hebben, alsmede dat voor het treffen van corrigerende maatregelen onvoldoende aanleiding bestaat; dat bij dit oordeel de juistheid van de conclusie van rapporteurs, dat het wanbeleid mede aan de directeur A is te wijten geweest, in het midden kan worden gelaten (...).”

Onder ‘gegrond gebleken twijfel’ verstaat de Ondernemingskamer kennelijk gebleken ‘wanbeleid’ nu alleen in dat geval de mogelijkheid bestaat tot correctie door middel van het treffen van voorzieningen als – tegenwoordig – bedoeld in art. 2:356 BW, wat de Ondernemingskamer ondanks het geconstateerde ‘wanbeleid’ niet nodig acht. In een kort voor de *Sekisui*-eindbeschikking gewezen beschikking overweegt de Ondernemingskamer dat het beleid niet ‘onjuist’ maar veeleer ‘verantwoord’ te noemen is.⁴¹³

“(...) dat o.m. in en omstreeks het begin van de zeventiger jaren van algemene bekendheid was dat een onderneming, als welke door de vennootschap gedreven werd, onderhevig was aan grote conjuncturele en structurele veranderingen, welke veelal moeilijk voorspelbaar waren; dat onder die omstandigheden niet gezegd kan worden dat de besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders om de in 1970 en 1971 door de vennootschap behaalde winsten geheel te reserveren duiden op een onjuist beleid; (...) dat uit hetgeen te dien aanzien onder de hierboven omschreven tussen pp. vaststaande feiten is vermeld veeleer valt op te maken, dat de getroffen oudedagsvoorziening alleszins verantwoord was (...).”

412 Ok. 18 maart 1976 (*Sekisui*), ro. 10.

413 Ok. 22 januari 1976.

HOOFDSTUK V

Ik wijs ook op de kort na de *Sekisui*-eindbeschikking gewezen *Westland Import*-beschikking⁴¹⁴ van de Ondernemingskamer, waarin zij herhaalt dat het recht van enquête aan aandeelhouders de mogelijkheid tot opening van zaken verschaft wanneer ‘twijfel aan een juist beleid van de vennootschap’ rijst en de mogelijkheid tot correctie wanneer die twijfel gegrond blijkt.

In haar *Heidemij*-beschikking⁴¹⁵, gewezen op de drempel van de jaren tachtig van de vorige eeuw, legt de Ondernemingskamer de lat voor toewijzing van het enquêteverzoek nog steeds vrij hoog.

“Het getuigt niet van onjuist beleid dat H zich beraden heeft over de voortdurend verliezende situatie waarin AAH verkeerde. (...) voor gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen is slechts [dan] plaats indien een ander alternatief kennelijk de voorkeur zou hebben verdiend.”

Men kan zich op goede gronden afvragen of het vereiste van een ‘kennelijk te prefereren alternatief’ niet een ‘definitieve’ toets is die beter past bij beantwoording van de vraag of uit het onderzoeksverslag al dan niet van ‘wanbeleid’ is gebleken dan bij beantwoording van de vraag of een enquêteverzoek toegewezen kan worden.

Zo signaleert Maeijer dat de Ondernemingskamer met deze overweging in wezen te kennen geeft dat de gebleken gebreken in samenhang beschouwd geen behoorlijk kans inhouden dat het beleid bij nader onderzoek ‘wanbeleid’ blijkt, maar lijkt dit oordeel te rechtvaardigen door de overweging dat een onderzoek dan ook geen zin heeft.⁴¹⁶ Hier valt tegenin te brengen dat de enquête nu juist bedoeld is om bij vermoedelijk gebrekkig beleid aanvullende feiten boven tafel te krijgen op basis waarvan uiteindelijk, in het licht van alle omstandigheden van het geval, beoordeeld kan worden of het beleid dusdanig gebrekkig is dat van ‘wanbeleid’ gesproken kan worden. Daarin schuilt nu juist de zin van het onderzoek. Frappant is overigens dat de Ondernemingskamer met de verwijzing naar het begrip ‘onjuist beleid’ in eerste instantie de indruk wekt een lichtere toets aan te leggen.

De Ondernemingskamer trekt deze lijn door in haar *Ford Nederland*-beschikking.⁴¹⁷

“Bij zijn [sic] beschouwing van het geschilpunt tussen pp. of de voorgestelde alternatieven tot herstel van de rentabiliteit van de produktie-afdeling in Amsterdam kunnen leiden, stelt de Ondernemingskamer voorop dat het (doen) opstellen van prognoses tot de taken van de ondernemingsleiding behoort. Prognoses dienen immers aan de ondernemingsleiding de

414 Ok. 23 juni 1977 (*Westland Import*). In het – kort en zakelijk – door de Ondernemingskamer samengevatte verzoekschrift wordt verwezen naar de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ op een wijze die erop duidt dat deze als onderling uitwisselbaar worden beschouwd.

415 Ok. 29 mei 1980 (*Heidemij*), ro. 8.

416 Maeijer in zijn noot sub 2 bij Ok. 29 mei 1980 (*Heidemij*).

417 Ok. 10 december 1981 (*Ford Nederland*), ro. 2 e.v.

uitgangspunten te verschaffen waarop zij haar beleid voor de toekomst baseert. In de onderhavige procedure waarin dit beleid door de Ondernemingskamer dient te worden getoetst aan de maatstaf of er gegronde redenen zijn om aan de juistheid daarvan te twijfelen, betekent dit dat de Bonden aannemelijk moeten maken dat Ford Nederland bij het (doen) opstellen van haar prognoses niet verantwoord is te werk gegaan. Daarin zijn zij niet geslaagd.⁴¹⁸

De door de Ondernemingskamer gehanteerde term ‘niet verantwoord’ doet, mede gelet op de enkele jaren daarvoor gewezen *Batco Nederland*-eindbeschikking en het daarin gehanteerde wanbeleidcriterium ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’, sterk denken aan de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’.⁴¹⁹ Daarnaast stelt de Ondernemingskamer onder meer vast dat Ford Nederland ten aanzien van twee beleidsaspecten is tekortgeschoten in het verschaffen van informatie, maar dat zij dit tekortschieten niet van zodanig gewicht acht dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Ook hieruit spreekt een vermoeden van ‘wanbeleid’ als toegangsvereiste voor een enquête. In haar *Hyster*-beschikking⁴²⁰ benadrukt de Ondernemingskamer dat het antwoord op de vraag of sprake is van ‘wanbeleid’ – of: handelen in ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ – gebaseerd dient te zijn op het onderzoeksverslag. Of de Ondernemingskamer daarmee eveneens kenbaar maakt dat een vermoeden van ‘wanbeleid’ niet vereist is voor toewijzing van een enquêteverzoek is onduidelijk. Waarschijnlijk bedoelt zij niet meer te zeggen dan datgene wat in de beschikking tot uiting is gekomen, namelijk dat het wanbeleidoordeel op basis van het ter griffie gedeponeerde onderzoeksverslag geveld dient te worden en dat daarover in de eerste fase nog niets definitiefs gezegd is.⁴²¹ Toewijzing van het enquêteverzoek betekent niet automatisch dat sprake is van ‘wanbeleid’. Dit is niet opzienbarend.

Ik plaats een relativiserende kanttekening bij de genoemde beschikkingen van de Ondernemingskamer. De stelligheid waarmee zij telkens de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf concretiseert dient te worden beoordeeld tegen de achtergrond van het tijdsgewricht waarin de onderhavige zaken spelen. Een periode waarin de behoefte van werknemers aan invloed op het te voeren ondernemingsbeleid wellicht wat groter was dan tegenwoordig (al lijkt een kentering gaande, mede ingegeven door de gevolgen van toegenomen aandeelhoudersactivisme).

418 Vgl. deze overweging met de in het kader van art. 26 WOR gewezen beschikking Ok. 27 mei 1982, ro. 5.

419 Vgl. Ok. 27 maart 1974 (Verenigde HVA-maatschappijen) over ‘strijd met elementaire beginselen van verantwoord beleid’ en Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2 over ‘strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’.

420 Ok. 23 juni 1983 (*Hyster*), ro. 5.

421 Een standpunt dat zij zestien jaar later verlaat in Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.11 (gecasseed in HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 4.1-4.3). Vgl. o.a. Ok. 30 december 1999 (*G.S.T. Vastgoed*), ro. 4.3. Zie reeds A-G Van Soest in zijn conclusie voor HR 30 oktober 1974 (*Schenkkan*).

HOOFDSTUK V

Bovengenoemde overwegingen van de Ondernemingskamer lijken voor een niet onbelangrijk deel van principiële aard: het bestuur bestuurt, niet de werknemers. Ook daarbij past echter een relativiserende kanttekening. Uit een eerste fase beschikking van de Ondernemingskamer die vrij kort vóór haar *Ford Nederland*-beschikking geweest is⁴²² blijkt dat zij in die periode ook buiten de context van bovengenoemde controverse tussen het bestuur en werknemers vrij strenge eisen stelt aan de toewijzing van een enquêteverzoek.

“Uit de vaststaande feiten (...) blijkt dat tussen de Aandeelhouders (...) diepgaande conflicten zijn gerezen. (...) Deze gang van zaken doet ernstige twijfel rijzen aan de continuïteit in de leiding van de vennootschap. De vraag rijst voorts of de leiding van de vennootschap in voldoende mate zicht heeft op de gevolgen van de genomen besluiten. Niet buiten beschouwing kan daarbij blijven het besluit tot het verbreken van de relaties met het confectie-atelier Y BV (...). Ook kan in dit verband niet buiten aanmerking blijven het stichten van een atelier te O. Dit besluit immers heeft tot ernstige verliezen voor de vennootschap geleid, terwijl men inmiddels – amper twee jaar na het besluit tot stichting – tot sluiting heeft moeten besluiten. (...) De statutair voorgeschreven raad van commissarissen kan (...) niet functioneren. (...) Mede gelet op het feit dat thans geen commissarissen in de raad van commissarissen fungeren, zijn er voor de toekomst geen waarborgen ten aanzien van de continuïteit in de leiding van de vennootschap noch ten aanzien van bescherming van de belangen van een minderheidsaandeelhouder als verzoeker. Gesteld noch gebleken is dat thans nog een wijziging in de structuur van de vennootschap (...) is te verwachten. Een en ander in onderling verband en samenhang beschouwd, voert tot de slotsom dat gegronde redenen aanwezig zijn om aan een juist beleid van de vennootschap te twijfelen.” Ondanks de diverse door de Ondernemingskamer gesignaleerde vrij ernstige tekortkomingen in het beleid en de gang van zaken binnen de vennootschap baseert zij de toewijzing van het enquêteverzoek en de aanwezigheid van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ op deze gebreken in onderling verband en samenhang beschouwd.

Wat de Ondernemingskamer in onder meer haar *Ford Nederland*-beschikking wellicht ook had kunnen doen is constateren dat weliswaar sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid van Ford Nederland te twijfelen’, maar uiteindelijk concluderen dat zij in het licht van de omstandigheden van het geval en op basis van een afweging van de belangen van verzoekers enerzijds en Ford Nederland anderzijds toch geen gebruik maakt van de haar toekomende discretionaire bevoegdheid het enquêteverzoek toe te wijzen. Hetzelfde resultaat wordt daardoor bereikt, maar de eigenlijk aan de afwijzing van het enquêteverzoek ten grondslag liggende redenen zouden op die manier duidelijker tot uitdrukking zijn gekomen.⁴²³

422 Ok. 1 mei 1980.

423 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.9. Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 5 bij Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland).

Ook in de jaren negentig van de vorige eeuw geeft de Ondernemingskamer er blijk van een vermoeden van ‘wanbeleid’ te vereisen voor toewijzing van een enquêteverzoek, hoewel ook uitzonderingen op die lijn bestaan. Op een vrij duidelijke uitzondering ga ik eerst in, waarbij ik doel op de *KMZM*-beschikking⁴²⁴ van de Ondernemingskamer. Daarin hanteert de Ondernemingskamer expliciet de vraag of sprake kan zijn van ‘onjuist beleid’ wat dan mede gelet op hetgeen zij overweegt in haar *KMZM*-eindbeschikking⁴²⁵, waarin de (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ expliciet naast de zwaardere (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ wordt gezet, dient te worden onderscheiden van ‘wanbeleid’.

“Voorts verwerpt het hof de stelling van *KMZM* dat een beslissing die in de algemene vergadering van aandeelhouders wordt genomen door toedoen van de meerderheidsaandeelhouder veeleer aan deze dan aan de vennootschap moet worden toegerekend, zoals in casu de bestemming van de winst, wanneer het gaat om de vraag of sprake kan zijn van een onjuist beleid. Het gaat immers niet om een beslissing van die aandeelhouder, maar van de algemene vergadering van aandeelhouders, een orgaan van de vennootschap.”

Het uitzonderlijke karakter van de *KMZM*-beschikking wordt onder meer geïllustreerd door de *Transom Management*-beschikking⁴²⁶ van de Ondernemingskamer, waarin zij een voor de verzoeker ogenschijnlijk strenger standpunt inneemt door onder meer te verwijzen naar ‘hetgeen een behoorlijk ondernemer betaamt’.

“Met betrekking tot het onder J.c. vermelde hebben verweersters gesteld dat dit voorwerp is van een nog met *Bailiff* te treffen regeling. Kennelijk zijn daarover nog onderhandelingen gaande tussen partijen. Het hof kan niet beoordelen of en in hoeverre verweersters daarbij een zo evident onjuist standpunt innemen dat geoordeeld moet worden dat zulks niet kan stroken met hetgeen een behoorlijk ondernemer betaamt. (...) Ook het bezwaar dat geen inzicht zou bestaan in de criteria op grond waarvan nieuwe deelnemingen worden verdeeld over *Transom* en *IVM* enerzijds en *Intercapital Management BV* anderzijds, geeft geen reden aan een juist beleid ter zake te twijfelen. Verweersters hebben onweersproken gesteld dat dit beleid mede wordt bepaald door de aandeelhouders in de onderliggende fondsen. Dat bij de vaststelling van dit beleid verweersters de belangen van de niet meer met haar samenwerkende *Bailiff* op onaanvaardbare wijze zouden hebben verontachtzaamd is niet aannemelijk geworden. Al het voorgaande in aanmerking nemend is het hof van oordeel dat het bestaan van gegronde redenen om aan een juist beleid van verweersters te twijfelen niet aannemelijk is geworden.”

Hier lijkt de Ondernemingskamer weer meer op het spoor te zitten van een vermoeden van ‘wanbeleid’ als ondergrens voor toewijzing van een enquêteverzoek.

424 Ok. 14 januari 1993 (*KMZM*), ro. 5.

425 Ok. 1 september 1994 (*KMZM*), ro. 4.2.2, 4.2.3, 4.3-4.4.

426 Ok. 10 november 1994 (*Transom Management*), ro. 4.2.4, 4.2.6-4.2.7.

HOOFDSTUK V

In haar *Verto*-beschikking⁴²⁷ laat de Ondernemingskamer zich ogenschijnlijk wat minder streng uit. Dit strookt met de *KMZM*-beschikking.

“In het algemeen zal kunnen gelden dat het enkele feit dat (de onderneming van) een rechtspersoon verlies lijdt geen grond behoeft te zijn om aan de juistheid van het gevoerde beleid te twijfelen en hetzelfde geldt voor een ongelukkig uitgevallen beslissing. Tevens geldt echter dat de uitkomst van een beleid c.q. beslissing zodanig kan zijn dat al vanwege die uitkomst gegronde twijfel rijst aan de juistheid van het beleid, ook zonder dat reeds concrete fouten of nalatigheden van de betrokkenen bij de totstandkoming van het beleid of van de beslissing zijn aan te wijzen. Ook in zo’n geval kan een enquête gerechtvaardigd zijn, juist om ten behoeve van belanghebbenden als aandeelhouders opheldering te verkrijgen over de gang van zaken. Zo’n situatie doet zich voor wanneer een beleid of een beslissing een zeer groot verlies heeft opgeleverd; dan ligt het trouwens voor de hand om aan te nemen dat omstandigheden of te verwachten gevolgen wel zeer onjuist zijn geschat en afgewogen.”⁴²⁸

Op het vermoeden van ‘wanbeleid’ spoor zit de Ondernemingskamer ook in haar *Exploitatiemaatschappij Boommarkt*-beschikking.⁴²⁹ Nadat het art. 2:349 BW verweer van de vennootschap is gehonoreerd en de verzoeker niet-ontvankelijk is verklaard, begeeft de Ondernemingskamer zich ten overvloede nog in een inhoudelijke beoordeling van het enquêteverzoek waarbij zij concludeert dat het verzoek zou zijn afgewezen omdat er onvoldoende gronden aanwezig zijn die het toewijzen van een enquête kunnen rechtvaardigen.

“Ten overvloede overweegt het hof dat, ook als verzoeker wel ontvankelijk zou zijn geweest, zijn verzoek, zoals thans toegelicht, zou zijn afgewezen. Immers de vragen 1, 3, 5, 7, 22 en 23 hebben alle direct of indirect te maken met de al dan niet opeisbaarheid van de vordering op J.J. de Jong (...). De omstandigheid dat het standpunt van de vennootschap, dat niet reeds op voorhand onhoudbaar voorkomt, in dezen Ronald niet bevredigt, levert geen vermoeden van wanbeleid op. Vraag 6 ziet op de voldoening van een schuld aan de echtgenote van J.J. de Jong die niet in de stukken (...) is terug te vinden. Daarop is geantwoord dat die schuld door de vennootschap is voldaan. Achteraf is gebleken dat het hier ging om de schuld aan de echtgenote van Ronald in plaats van de echtgenote van J.J. de Jong. Deze persoonsverwisseling, die geen materiële gevolgen heeft gehad, geeft geen aanleiding tot het vermoeden van wanbeleid. De vragen 2, 8, 9, 10 en 12 betreffen de rekening-

427 Ok. 5 januari 1995 (*Verto*), ro. 4.2.2.

428 Vgl. o.a. Ok. 12 augustus 2002 (*Topficie Associates*), ro. 3.4-3.5; Ok. 21 oktober 1999 (*Navemar*), ro. 2.1; Ok. 8 oktober 1998 (*European Bulk Services*), ro. 4.4; en Ok. 20 april 1995 (*Noro-Nachtegaal*), ro. 5.1. Opmerkelijk is ook Ok. 31 december 1998 (*Forward Business Parks*), ro. 4.2-4.3 waarin de Ondernemingskamer rept over een “zeer opmerkelijke avalanche van rechtsgedingen” tussen de grootaandeelhouder van de vennootschap en de vennootschap alsmede tussen hierbij betrokken personen onderling in diverse configuraties, op grond waarvan zij het enquêteverzoek toewijst.

429 Ok. 13 februari 1997 (*Exploitatiemaatschappij Boommarkt*), ro. 3.2.1.

courant van Ed (en Loes). Het standpunt dat de vennootschap ten aanzien van deze vragen inneemt, komt het hof niet als evident onjuist voor. De beantwoording geeft thans geen aanleiding te twijfelen aan een juist beleid. De vragen 9 en 21 betreffen de rekening-courant van Ronald. Ook de hierop gegeven antwoorden zijn voldoende duidelijk en geven geen aanleiding tot twijfel aan een juist beleid. De vragen 17 en 14 handelen over de aan Ed en Loes toegekende bestuurdersbeloning. De gegeven antwoorden zijn duidelijk. (...) De door Ronald gestelde belangenverstrengeling acht het hof niet aannemelijk gemaakt. Vraag 20, handelende over de afdrachten van huren die Ronald toekomen, is eveneens duidelijk beantwoord. (...) Dat Ronald een andere opvatting is toegedaan en over deze affaire een procedure tegen Boommarkt voert, leidt het hof niet tot het vermoeden van wanbeleid. De vragen 11 en 16 betreffen de hoogte van administratiekosten en de kosten van juridische bijstand. De op deze vragen gegeven antwoorden en de nader in het verweerschrift verstrekte toelichting op die antwoorden geven op zich genomen geen aanleiding om aan een juist beleid te twijfelen. De vragen 18 en 26 betreffen de vooruitzichten van de vennootschap. Het antwoord op deze vragen komt er op neer dat gelet op de hoge (financierings-)kosten boekhoudkundige verliezen worden verwacht. Het hof acht deze prognose (...) niet onjuist. Op zich geven deze antwoorden geen aanleiding tot het vermoeden van wanbeleid. De overige vragen (...) zijn eveneens voldoende beantwoord. Ook hier is geen reden aanwezig om aan een juist beleid te twijfelen.”⁴³⁰

De Ondernemingskamer beschouwt de maatstaf ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ hier met zoveel woorden volkomen uitwisselbaar met een vermoeden van ‘wanbeleid’. Ik wijs voorts op de *VTI*-beschikking⁴³¹ van de Ondernemingskamer, waarin het college eveneens een minder genuanceerd standpunt lijkt in te nemen.

“De Ondernemingskamer is van oordeel dat verzoekster onvoldoende aannemelijk heeft gemaakt dat het beleid van de vennootschap van dien aard is dat er redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid van vennootschap. Hetgeen verzoekster (...) heeft gesteld leidt niet tot het oordeel dat sprake is van onverantwoord ondernemerschap. Niet valt in te zien in welk opzicht de beleidsbeslissingen van de vennootschap uit een oogpunt van ondernemersbeleid de toets der kritiek niet zouden kunnen doorstaan.”⁴³² De term ‘verantwoord

430 Vgl. o.a. Ok. 12 juli 2006 (Becq & Millan Europe), ro. 3.8, 3.10. Hierin verwijst de Ondernemingskamer niet alleen naar “*voldoende* (cursief, BFA) gegronde redenen (...) om aan een juist beleid van de desbetreffende vennootschap te twijfelen” maar plaatst zij de ratio van het instellen van een onderzoek naar een bepaald aspect – hier: de reikwijdte van de *joint venture* – expliciet in de sleutel van mogelijk blijvend ‘wanbeleid’. Vgl. o.a. Ok. 21 januari 1993 (Houdijker Holding).

431 Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.2.

432 Vgl. o.a. Ok. 25 mei 2005 (Florimarx), ro. 3.5 waarin de Ondernemingskamer overweegt dat ten aanzien van de beëindiging van een overeenkomst voorshands niet van ‘onverantwoord beleid’ gesproken kan worden. In Ok. 19 januari 2004 (Virtual Affairs Holding), ro. 3.7 rept zij over ‘zakelijk onverantwoord’ en in Ok. 28 juni 2002 (Blokland Techniek), ro. 3.5 over ‘zakelijk verantwoord’.

HOOFDSTUK V

ondernemerschap' wordt vrij algemeen als de basisnorm van het enquêterecht beschouwd.⁴³³ Uniken Venema spreekt in dit verband over de toonsoort van het enquêterecht.⁴³⁴

Ik wijs tevens op de *Gucci Group*-(eind)beschikking⁴³⁵ van de Ondernemingskamer, waarin zij deze lijn principiëler uitwerkt in een stellige overweging die vooraf gaat aan de inhoudelijke behandeling van het verzoek.

“Het verzoek tot het gelasten van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon is toewijsbaar wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen. Niet van belang is uit welke gedragingen zodanig onjuist beleid bestaat of om welke aspecten van het beleid het gaat in die zin dat een verzoek alleen maar zou kunnen worden toegewezen indien het zou gaan om gedragingen of om het beleid van de rechtspersoon van een bepaalde soort. Voorts gaat het om het handelen of nalaten van de organen van de rechtspersoon en andere personen of instanties binnen de rechtspersoon die krachtens wet, statuten of anderszins het beleid van de rechtspersoon kunnen bepalen. (...) De vraag of een tot een onderzoek strekkend verzoek wordt toegewezen dient te worden beantwoord aan de hand van de maatstaf of van twijfel als hiervoren weergegeven sprake is en derhalve aan de hand van de – nadere – vraag of voorshands voldoende aanwijzingen bestaan dat sprake is van wanbeleid en dus of de rechtspersoon handelt of heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld. In beginsel zijn enkel handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid die de rechtspersoon en de bij haar betrokkenen – jegens elkaar – in acht hebben te nemen dan wel een enkele misslag met betrekking tot het beleid van de rechtspersoon, op zichzelf en zonder méér dus onvoldoende om tot het gelasten van een onderzoek over te gaan.”

Deze overwegingen laten mijns inziens aan duidelijkheid niet veel te wensen over. Dit standpunt komt in essentie overeen met de kort vóór de *Gucci Group*-(eind)beschikking door de Ondernemingskamer gewezen *Breevast*-beschikking.⁴³⁶ Weliswaar is de *Gucci Group*-(eind)beschikking door de Hoge Raad in zijn *Gucci Group*-beschikking⁴³⁷ gecasseerd, van belang blijft het inzicht dat de Onder-

433 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (*Vie d'Or*), ro. 6.3.9; Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.2; en Ok. 21 juni 1979 (*Batco Nederland*), ro. 2, 3a. In Ok. 2 april 1992 (*Vrieland Holding*) wordt zowel overwogen dat de aanzienlijke voorraadstijging voorshands niet als een aanwijzing voor 'onjuist beleid' is te beschouwen en dat de beslissing tot nieuwbouw geen blijk geeft van 'onjuist beleid', als dat niet aannemelijk is geworden dat de begroting voor de nieuwbouw financieel onverantwoord was.

434 Uniken Venema (1998), 44. Zie o.a. Mok (2006), 409: “Verantwoord ondernemerschap is ondernemerschap dat men verantwoord kan, waarvan men bevredigend verantwoording kan afleggen” en Smit (2002), 47.

435 Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.5-3.8.

436 Ok. 11 maart 1999 (*Breevast*), ro. 4.1-4.8. Vgl. o.a. Ok. 30 augustus 2006 (*MS Beheer*), ro. 3.4; Ok. 22 februari 2006 (*Carboply*), ro. 3.3; en Ok. 23 juli 2001 (*Flora Beheer*), ro. 3.5.

437 HR 27 september 2000 (*Gucci Group*), ro. 4.1-4.3.

nemingskamer hiermee geeft in de door haar gegeven invulling aan de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf.⁴³⁸

Gegeven de door de Ondernemingskamer getoonde stelligheid is het standpunt dat Willems op persoonlijke titel in 2000 betreft opmerkelijk. Willems overweegt dat ten aanzien van de vraag of een onderzoek wordt gelast geenszins een vermoeden van ‘wanbeleid’ behoeft te rijzen. ‘Twijfel aan een juist beleid’ is voldoende, hoezeer daarvan volgens Willems al gauw gesproken kan worden.⁴³⁹

(b) *Rechtspraak vanaf 2000*

De Hoge Raad heeft zich in zijn *Gucci Group*-beschikking niet uitgelaten over de door de Ondernemingskamer in haar *Gucci Group*-(eind)beschikking gehanteerde invulling van art. 2:350 lid 1 BW. Sindsdien is de Ondernemingskamer hiervan niet expliciet teruggekomen. Integendeel. Uit recentere beschikkingen van de Ondernemingskamer lijkt te volgen dat zij nog steeds vaak een vermoeden van ‘wanbeleid’ vereist om een enquêteverzoek toe te kunnen wijzen.

Ik wijs allereerst op de *VIBA*-beschikking⁴⁴⁰ van de Ondernemingskamer. Daarin overweegt zij eerst dat kort gezegd ernstig rekening gehouden moet worden met de mogelijkheid dat verzoekers als minderheidsaandeelhouders op onaanvaardbare wijze zijn benadeeld. Het bestaande risico op – wat zij noemt – ‘belangenverstremgeling’ brengt volgens de Ondernemingskamer mee dat, waar reeds in het algemeen geldt dat een vennootschap tegenover haar minderheidsaandeelhouders de nodige zorgvuldigheid in acht dient te nemen, de vennootschap in het onderhavige geval een verhoogde zorgplicht heeft mogelijke verstremgeling van belangen van de vennootschap met die van een haar controlerende aandeelhouder te voorkomen en dat de vennootschap in verband daarmee naar behoren opening van zaken dient te geven. Volgens de Ondernemingskamer is de vereiste opening van zaken in onvoldoende mate verschaft.

438 Vgl. o.a. Ok. 21 oktober 1999 (*YVC Holding*), ro. 4.4: “De Ondernemingskamer deelt de zienswijze van FNV dat het welbewust afstevenen op een beëindiging van IJsselwerf, mede in het licht van de ter gelegenheid van de overname van Wilton-Feijenoord aan het personeel gegeven werkgelegenheidsgarantie voor de duur van twee jaren met ingang van begin maart 1999, in strijd zou zijn met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap. De Ondernemingskamer is het ook met FNV eens dat er zodanige krachtige aanwijzingen zijn dat van een dergelijk voornemen bij verweersters sprake is geweest, althans dat er zodanige klemmende vragen naar een juist beleid zijn gerezen, dat het instellen van een onderzoek gerechtvaardigd is” en Ok. 4 november 1999 (*Holding Agrarische Fossilisatie*), ro. 3.3-3.8.

439 Willems (2000 b), 35. Zie o.a. Mok (2004), 57: “Het criterium voor toewijzing (van een enquêteverzoek, BFA) is dat ‘blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. De vraag is of de daartoe strekkende beslissing een voorlopige vorm van de vaststelling wanbeleid is: een vermoeden van wanbeleid, waarvan de feitelijke grondslag nog moet worden onderzocht. De redactie van art. 350 levert een argument op voor de stelling dat de wetgever het zo bedoeld heeft. (...) Als de feiten zo zijn als vermoed wordt, dan houden zij wanbeleid in.” Dit lijkt mij niet juist. Zie nummer 25 hiervoor.

440 Ok. 18 januari 2001 (*VIBA*), ro. 3.6.

HOOFDSTUK V

“Het hiervoor overwogene, dit mede in onderling verband en samenhang beschouwd, leidt tot de slotsom dat van een vermoeden van belangenverstrengeling moet worden gesproken alsmede dat VIBA onvoldoende openheid heeft betracht ten opzichte van haar minderheidsaandeelhouders, en wel zodanig dat blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid van VIBA te twifelen die een onderzoek rechtvaardigen.”

Gelet op de vaststelling van de Ondernemingskamer dat *in casu* sprake is van onder meer “een zodanig” vermoeden van onaanvaardbare benadeling van minderheidsaandeelhouders dat gesproken kan worden van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twifelen’ die een onderzoek rechtvaardigen, wekt zij hier sterk de indruk in feite een vermoeden van ‘wanbeleid’ te vereisen voor toewijzing van een enquêteverzoek.⁴⁴¹ Ik word hierin gesterkt door de overweging van de Ondernemingskamer in haar *VIBA*-eindbeschikking⁴⁴² dat daadwerkelijke belangenverstrengeling “volstrekt onaanvaardbaar” is.

Hoewel de *VIBA*-eindbeschikking is gecasseerd door de Hoge Raad in zijn *VIBA*-beschikking⁴⁴³ en deze in zoverre achterhaald is, neemt dit niet weg dat de Ondernemingskamer hiermee duidelijk maakt hoe zij invulling geeft aan de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf.⁴⁴⁴

Opmerkelijk is de vervolgoverweging die de Ondernemingskamer in het kader van de toewijzing van het enquêteverzoek in haar *VIBA*-beschikking wijdt aan het betoog van VIBA dat op de door de Ondernemingskamer beoordeelde onderwerpen van het beleid van VIBA niet van ‘wanbeleid’ gesproken kan worden.

“Zulk een oordeel is met het vorenoverwogene immers niet gegeven en bovendien is de vraag of daarvan al of niet kan worden gesproken thans ook niet aan de orde. Het gaat in dit stadium van het geding immers – slechts – om de vraag of een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken dient te worden bevolen.”

De gelijkenis met de overweging van de Ondernemingskamer in haar *Hyster*-beschikking dat het wanbeleidoordeel gebaseerd dient te zijn op het onderzoeks-

441 Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (Dialoc ID Holdings), ro. 3.5, 3.8, 3.10-3.11; Ok. 28 februari 2007 (ITPreneurs Beheer), ro. 3.6, 3.9-3.10; Ok. 28 juni 2006 (Van Lennep Verkerke Vermeij Holding), ro. 3.3-3.4; en Ok. 22 maart 2001 (Duo Staal), ro. 3.1-3.2 en hierover Mok (2004), 59: “(...) lijkt tezamen voldoende om, mits dit juist blijkt, de kwalificatie wanbeleid te dragen.” Vgl. evenwel o.a. Ok. 23 juli 2004 (Costa Rica Project Management), ro. 3.7-3.12 en Ok. 1 augustus 2002 (Mali Zevenaar Beheer), ro. 3.4-3.5 waarin de Ondernemingskamer het enquêteverzoek wat sneller lijkt toe te wijzen. Vgl. ook o.a. Ok. 2 december 2002 (Microcash), ro. 3.9 en Ok. 26 november 2002 (De Ark Groep), ro. 3.4. Vgl. daarentegen o.a. Ok. 15 november 2005 (Global Green), ro. 3.3.

442 Ok. 10 januari 2002 (*VIBA*), ro. 3.8.

443 HR 21 februari 2003 (*VIBA*), ro. 3.4.3.

444 Vgl. o.a. Ok. 2 december 2002 (Intersong Basart Publishing Group), ro. 3.5, 3.7, 3.11 en Ok. 25 juli 2002 (Crescendo Leisure Concepts), ro. 3.3.

verslag is vrij treffend. Waarschijnlijk bedoelt de Ondernemingskamer ook hier te zeggen dat toewijzing van het enquêteverzoek niet automatisch betekent dat sprake is van ‘wanbeleid’ en dat het wanbeleidoordeel pas na deponering van het onderzoeksverslag ter griffie aan de orde kan komen. Maar daarmee is mijns inziens nog niets gezegd over het ingangsvereiste dat de Ondernemingskamer hanteert.⁴⁴⁵

Zo rept de Ondernemingskamer in haar *Easy World Airline Holdings*-beschikking⁴⁴⁶ weer over eventuele verantwoordelijkheid voor eventueel te constateren ‘onjuist beleid’, wat erop duidt dat zij onder de (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ niet iets anders verstaat dan ‘wanbeleid’, nu het vaststellen van verantwoordelijkheid voor eventueel blijvend ‘wanbeleid’ – niet: ‘onjuist beleid’ – volgens de Hoge Raad tot de doeleinden van de enquête behoort.⁴⁴⁷

“Er zijn immers ook gegronde redenen tot twijfel aan de juistheid van het beleid vóór 11 juni 2001, althans is een beoordeling van het beleid nadien niet mogelijk zonder ook het beleid van vóór die datum in het onderzoek te betrekken. In die periode zijn de financiële problemen ontstaan. De vennootschappen, en de overige betrokken partijen, hebben belang bij duidelijkheid omtrent – de juistheid van – het voor en na 11 juni 2001 gevoerde beleid en omtrent de eventuele verantwoordelijkheid voor eventueel te constateren onjuist beleid.”

Ik wijs verder op de vrij kort na de *VIBA*-beschikking gewezen *Hercules Bennekom*-beschikking⁴⁴⁸ van de Ondernemingskamer. Daarin oordeelt de Ondernemingskamer niet alleen dat sterke aanwijzingen bestaan dat de enig bestuurder/medeaandeelhouder meer zijn persoonlijk belang dan het belang van de vennootschap dient, maar ook dat deze bestuurder onvoldoende informatie verschaft aan de medeaandeelhouder en dat deze bestuurder in gebreke blijft de statutair vereiste aandeelhoudersvergaderingen bijeen te roepen. Dit alles ‘in onderling verband en samenhang beschouwd’ levert volgens haar ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ op. De Ondernemingskamer stelt daarmee betrekkelijk zware eisen aan vervulling van de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf.⁴⁴⁹ In lijn daarmee ligt de *HBG*-beschikking⁴⁵⁰ van de Ondernemings-

445 Vgl. o.a. Ok. 23 juli 2002 (IMD-International Market Development), ro. 3.9; Ok. 15 november 2001 (RNA), ro. 2.2: “(...) indien na onderzoek zou blijken – hetgeen thans uiteraard slechts bij wege van hypothese wordt geformuleerd – dat van wanbeleid van RNA gesproken zou moeten worden (...)”; en Ok. 4 januari 2001 (Beheersmaatschappij Linssen Best), 3.1. In dezelfde zin Ok. 2 november 2000 (Cohere Holding), ro. 3.1. Vgl. ook o.a. Ok. 20 april 2000 (De Vries Robbé Groep) en Ok. 31 december 1998 (Forward Business Parks), ro. 4.4 sub c.

446 Ok. 31 december 2002 (Easy World Airline Holdings), ro. 3.4.

447 Zie nummer 24.a hiervoor.

448 Ok. 1 maart 2001 (Hercules Bennekom), ro. 3.2-3.4.

449 Vgl. o.a. Ok. 1 november 2005 (ATR Leasing IV), ro. 3.7; Ok. 23 januari 2001 (Tactron Holding), ro. 3.1-3.6; en Ok. 3 november 2000 (Houthandel C. van Duijn & Zonen), ro. 3.2-3.5. Ik wijs ook op o.a. Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.4.

450 Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.21-3.22.

HOOFDSTUK V

kamer waarin zij onder meer verwijst naar de ‘niet als verantwoord te kwalificeren kwaliteit’ van de besluitvorming van HBG en ‘onverantwoorde besluitvorming’. Het begrip ‘onjuist beleid’ wordt door haar niet gehanteerd.

“De conclusie uit het vorenoverwogene is dat de kwaliteit van de besluitvorming van HBG niet als verantwoord kan worden beoordeeld alsmede dat die besluitvorming, minstgenomen voor een gedeelte, lijkt te hebben plaatsgevonden op basis van irrationele argumenten. Hoewel dat op zichzelf niet doorslaggevend is te achten valt in dit verband niet buiten beschouwing te laten dat, naar verzoekers voldoende aannemelijk hebben gemaakt, een niet onbelangrijke meerderheid van de aandeelhouders van HBG haar beleid op niet mis te verstane wijze afwijst. Ook daarin is grond gelegen voor de vaststelling dat de besluitvorming in verbinding met de daarvoor gegeven redenen onaanvaardbaar is te achten, ook al – de Ondernemingskamer wijst daar nog eens nadrukkelijk op – is de uiteindelijke beslissing omtrent aangelegenheden als in deze zaak aan de orde niet aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Aan de orde is echter wel dat naar de normen die gelden vanwege opvattingen omtrent wat pleegt te worden aangeduid met *corporate governance* aandeelhouders, mede in aanmerking genomen hun als zodanig te respecteren belangen, aanspraak kunnen maken op een kenbare en toetsbare weging van alle in aanmerking te nemen belangen, deze mede gezien de voorhanden alternatieven van beleid. Verzoekers hebben voldoende aannemelijk gemaakt dat de motivering van het door HBG voorgestane beleid, die heeft geresulteerd in de keuze voor een samenwerking met Ballast Nedam, te kort is geschoten. Gelet op al het vorenoverwogene, dit mede gezien in onderling verband en samenhang, moet worden geoordeeld dat sprake is van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid van HBG en wel zodanig dat een onderzoek daarnaar, voor zover dit beleid in deze zaak aan de orde is, gerechtvaardigd is te achten. De Ondernemingskamer zal het doen plaatsvinden van een zodanig onderzoek dan ook bevelen.”

In feite stelt de Ondernemingskamer hier al vast dat de besluitvorming door HBG niet door de beugel kan, maar ondanks de door haar gesignaleerde en als zodanig geduide ernstige tekortkomingen in het beleid van en de gang van zaken binnen de vennootschap baseert de Ondernemingskamer toewijzing van het enquêteverzoek en de aanwezigheid van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ hier op een en ander ‘mede in onderling verband en samenhang beschouwd’.⁴⁵¹ In haar *AND International Publishers*-beschikking⁴⁵² stelt de Ondernemingskamer onder meer vast dat in strijd is gehandeld met “het (rechtens geldende) beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders” en concludeert zij dat de in de beschikking uiteengezette miskennis van de aanspraken van aandeelhouders zodanig is dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Ook deze uitwerking van de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf wijst op een door de Ondernemingskamer gehanteerd vermoeden van

451 Vgl. o.a. Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.6-3.7; Ok. 2 juli 2002 (Engineering Systems International), ro. 3.3-3.5; Ok. 21 december 2001 (Eggbouw Holding), ro. 3.1-3.4; en Ok. 3 november 2000 (Tikus Holdings), ro. 3.3-3.6.

452 Ok. 19 december 2001 (AND International Publishers), ro. 3.2, 3.7.

‘wanbeleid’ voor toewijzing van een enquêteverzoek. In dit verband is ook haar *Best Advice Financiële Dienstverlening*-beschikking⁴⁵³ relevant.

“(…) de omstandigheid (…) dat tussen aandeelhouders – ernstige – geschillen zijn gerezen, is op zichzelf en zonder méér niet voldoende om tot de conclusie te – kunnen – komen dat sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van de vennootschap. Aannemelijk moet immers zijn dat die geschillen de gang van zaken in de vennootschap belemmeren of dat vennootschapsrechtelijke normen worden overtreden.”

Als de Ondernemingskamer hiermee doelt op een vermoeden van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ hanteert zij in wezen een vermoeden van ‘wanbeleid’ toets. Ik wijs tevens op de *Virtual Affairs Holding*-beschikking⁴⁵⁴ van de Ondernemingskamer.

“In het kader van haar stelling dat sprake is van belangenverstremming heeft UPR voorts geageerd tegen het besluit om de managementvergoeding van Haringvliet weer op € 10.000 per maand terug te brengen. Bij de beoordeling van dit bezwaar stelt de Ondernemingskamer voorop dat de hoogte van de vergoeding haar niet onredelijk voorkomt, althans niet zodanig onredelijk dat reeds op grond daarvan zou moeten worden getwijfeld aan een juist beleid van de vennootschap. Dit neemt niet weg dat bij het besluitvormingsproces wel enige vraagtekens zijn te plaatsen, nu van een ingevolge artikel 19 lid 4 van de statuten van de vennootschap genomen aandeelhoudersbesluit geen sprake is geweest. Ook indien de stelling van de vennootschap juist is, dat een aandeelhoudersbesluit niet nodig was omdat de ‘terugverhoging’ zijn grondslag vindt in de door partijen gemaakte afspraken toen zij de managementvergoeding van € 10.000 terugbrachten tot € 7.700, bracht in ieder geval de jegens UPR ingevolge artikel 2:8 BW te betrachten redelijkheid en billijkheid mee dat de ‘terugverhoging’ niet buiten medeweten van UPR zou zijn geschied. Van een patroon van (dreigende) belangenverstremming is de Ondernemingskamer evenwel niet gebleken. (...) In dit licht bezien, moet de gang van zaken bij de ‘terugverhoging’ worden aangemerkt als een incidentele tekortkoming die, op zichzelf bezien, onvoldoende grond oplevert om te twijfelen aan een juist beleid.”

De Ondernemingskamer stelt vast dat vraagtekens te plaatsen zijn bij het besluitvormingsproces en dat onvoldoende transparantie is betracht binnen de vennootschap, in een context waarin sprake is van een tegenstrijdig belang, maar dat ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ontbreken nu haar niet van “een patroon van (dreigende) belangenverstremming” is gebleken. Waarom een eenmalige miskennis van hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd geen vermoeden van ‘onjuist beleid’ – of zelfs ‘wanbeleid’ – zou kunnen opleveren is mij niet duidelijk, mede gelet op wat door de Hoge Raad is overwogen in zijn *Zwagerman Beheer*-beschikking.⁴⁵⁵

453 Ok. 28 november 2003 (*Best Advice Financiële Dienstverlening*), ro. 3.6.

454 Ok. 19 januari 2004 (*Virtual Affairs Holding*), ro. 3.8.

455 HR 1 maart 2002 (*Zwagerman Beheer*), ro. 3.4, 3.6.

HOOFDSTUK V

Ik acht het bijvoorbeeld goed voorstelbaar dat het opzettelijk bewerkstelligen van onvoldoende transparantie in een situatie waarin van een substantieel tegenstrijdig belang⁴⁵⁶ sprake is de toets der kritiek in de enquêteprocedure uiteindelijk niet zal kunnen doorstaan en zelfs als ‘wanbeleid’ zal kunnen (dis)kwalificeren. Of van een dergelijk oogmerk sprake is geweest kan, mede gelet op de realiteit dat dit doorgaans uit het feitencomplex afgeleid zal moeten worden, bij uitstek onderwerp zijn van een onderzoek. Voor ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ is mijns inziens dan ook niet een patroon van – dreigende – belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap vereist, zoals de Ondernemingskamer in deze beschikking impliceert. Een vermoeden van ‘onjuist beleid’, zoals een vermoeden dat onvoldoende transparantie is betracht in een situatie waarin van een substantieel tegenstrijdig belang sprake is, volstaat. Op dit spoor zit de Ondernemingskamer, naar het lijkt, niet.

Als de Ondernemingskamer in gevallen als de onderhavige – mede gelet op het beperkte geldelijk belang – van mening is dat een onderzoek een te zwaar middel is en de uitkomst van de *Virtual Affairs Holding*-beschikking eigenlijk in dat licht moet worden bezien, lijkt het mij zuiverder dat zij de oplossing zoekt in een belangenafweging na vaststelling van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ dan in het oneigenlijk hanteren van een vermoeden van ‘wanbeleid’ als ingangsvereiste voor toewijzing van een enquête, of in het incorporeren van de belangenafweging in de constatering dat geen sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.⁴⁵⁷ Hetzelfde geldt voor de *Mega Electra Groep*-beschikking⁴⁵⁸ van de Ondernemingskamer. Van 1996 tot en met 2001 zijn de statutair voorgeschreven algemene vergaderingen van aandeel- en certificaathouders niet – op de voorgeschreven wijze – bijeengeroepen, de jaarrekeningen over de jaren 1996 tot en met 2000 zijn telkens niet overeenkomstig de wettelijke en statutaire bepalingen vastgesteld dan wel goedgekeurd en het bestuur van de – nauw bij de vennootschap betrokken – Stichting AK is niet op de statutair voorgeschreven wijze samengesteld. De Ondernemingskamer hanteert als uitgangspunt dat deze omstandigheden op zichzelf niet, althans niet zonder meer of steeds, ‘gegronde redenen’ behoeven te vormen ‘om aan een juist beleid te twijfelen’, maar dat deze wel kunnen bijdragen aan het oordeel dat daarvan sprake

456 Waaronder ik versta een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang dat van voldoende gewicht is om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten.

457 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.5, waarin de Hoge Raad onderscheid maakt tussen enerzijds een enkele gedraging in de zin van een ‘incident’ of een ‘als incident te beschouwen beleidsfout’ en anderzijds een enkele gedraging die als ‘wanbeleid’ (dis)kwalificeert. Kennelijk is de Ondernemingskamer in Ok. 19 januari 2004 (*Virtual Affairs Holding*), ro. 3.8 van mening dat van een enkele gedraging sprake is die in de eerste categorie valt (i.e. ‘een incidentele tekortkoming’) en dat dáárom geen sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ in de zin van art. 2:350 lid 1 BW. Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.8.

458 Ok. 22 mei 2002 (*Mega Electra Groep*), ro. 3.3-3.4.

is.⁴⁵⁹ Ik zou juist het tegenovergestelde uitgangspunt willen hanteren: deze omstandigheden leveren op zichzelf in beginsel⁴⁶⁰ ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ op, maar gelet op het gewicht dat toekomt aan de te maken belangenafweging en op het feit dat alle omstandigheden van het geval ook in de eerste fase dienen te worden betrokken bij de beoordeling betekent dit niet automatisch dat het enquêteverzoek voor toewijzing gereed ligt.⁴⁶¹

Een voorbeeld van de kennelijke uitwisselbaarheid voor de Ondernemingskamer van de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ volgt ook uit de vrij kort na elkaar gewezen *Interieurbouw Tom*-beschikking⁴⁶² en *Van Doorn Corporate Development Group*-beschikking.⁴⁶³ In de eerste beschikking rept de Ondernemingskamer over mogelijke verantwoordelijkheid voor ‘onjuist beleid’.

“Het hiervoor overwogene, dat mede gezien in onderling verband en samenhang, leidt tot het oordeel dat sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van de vennootschap die een onderzoek daarnaar rechtvaardigen. Daaraan doet niet af dat – naar de vennootschap heeft gesteld – (ook) Van Ierland B.V. verantwoordelijk zou zijn voor (eventueel) onjuist beleid, reeds niet omdat zulks mede voorwerp kan zijn van het te verrichten onderzoek.”

In de tweede beschikking verwijst de Ondernemingskamer in een woordelijk vrijwel gelijke overweging naar mogelijke verantwoordelijkheid voor ‘wanbeleid’.

“Het hiervoor in 3.5 tot en met 3.8 overwogene, een en ander mede gezien in onderling verband en samenhang, leidt tot het oordeel dat sprake is van gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid van de vennootschap die een onderzoek (...) daarnaar rechtvaardigen. Daaraan doet niet af dat – naar de vennootschap en belanghebbenden hebben gesteld – (ook) IFS dan wel Saunders verantwoordelijk zou(den) zijn voor (eventueel) wanbeleid, reeds omdat zulks mede voorwerp kan zijn van het te verrichten onderzoek.”

459 Vgl. o.a. Ok. 25 mei 2005 (Audilux), ro. 3.2 en Ok. 23 januari 2001 (Tactron Holding), ro. 3.1.

460 Afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan dit anders zijn. Vgl. o.a. Ok. 8 augustus 2006 (Raad Registeraccountants & Belastingadviseurs), ro. 3.3 en Ok. 24 april 2003 (EMBA), ro. 3.5. Ik wijs ook op o.a. Ok. 7 juli 2003 (Beheersmaatschappij Johema), ro. 3.4-3.6; Ok. 4 februari 1993 (Meubelhuis Heijmans Oss); Ok. 21 januari 1993 (Houdijker Holding); en Ok. 27 juni 1991 (Beheer- en Exploitatiemaatschappij Jonk de Rooij).

461 Dit strookt met o.a. Ok. 16 november 2005 (UMI Beheer), ro. 3.7; Ok. 31 oktober 2002 (ZDS Trading and Real Estate), ro. 3.3; Ok. 2 juli 2002 (Engineering Systems International), ro. 3.2; en Ok. 3 november 2000 (Houthandel C. van Duijn & Zonen), ro. 3.2. Vgl. o.a. Ok. 14 februari 2005 (Blue Strawberry Media), ro. 3.5 en Ok. 30 juli 2002 (A.J. Janson Holding), ro. 3.3. Ik wijs ook op o.a. Ok. 22 maart 2005 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.6, waarin de Ondernemingskamer een soortgelijk feitencomplex als ‘wanbeleid’ betitelt, en Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.8.3. Daarop ga ik in hoofdstuk 6 – nummer 37 verder in.

462 Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.7.

463 Ok. 5 december 2003 (Van Doorn Corporate Development Group), ro. 3.9.

HOOFDSTUK V

De *Interieurbouw Tom*-beschikking⁴⁶⁴ is ook om een andere reden relevant, een reden die ik al eerder signaleerde. De Ondernemingskamer stelt onder meer vast dat sprake is van ‘ernstig feilen’ van het door de vennootschap gevoerde – financiële – beleid, van tekortkomingen in verband met de jaarrekening over 2001, van handelingen die niet – zonder meer – in het belang van de vennootschap kunnen worden geacht, van gebrekkige informatieverschaffing aan een minderheidsaandeelhouder en van een ontoelaatbare vermenging van belangen. Ondanks de diverse door de Ondernemingskamer gesignaleerde vrij ernstige tekortkomingen in het beleid van en de gang van zaken binnen de vennootschap baseert zij de toewijzing van het enquêteverzoek en de aanwezigheid van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ op deze gebreken ‘mede gezien in onderling verband en samenhang’. Dit veronderstelt dat art. 2:350 lid 1 BW vrij zware eisen stelt aan de gronden voor toewijzing van een enquêteverzoek. Eenzelfde achtergrond heeft de *Van Doorn Corporate Development Group*-beschikking⁴⁶⁵ van de Ondernemingskamer, waarin inmiddels door haar ‘wanbeleid’ is vastgesteld op de gronden die in haar eerste fase beschikking – “een en ander mede gezien in onderling verband en samenhang” – ten grondslag zijn gelegd aan toewijzing van het enquêteverzoek.

Daarnaast springt in dit verband de *Getronics*-beschikking⁴⁶⁶ van de Ondernemingskamer in het oog. Daarin hanteert zij bij herhaling het begrip ‘onjuist beleid’⁴⁶⁷, wat in ieder geval de indruk wekt dat hier door haar een lichtere ingangstoets wordt gehanteerd dan in bijvoorbeeld de *Gucci Group*-(eind)beschikking⁴⁶⁸ van de Ondernemingskamer het geval is. Maar is dat ook daadwerkelijk zo? Ik loop de zinsnedes langs waarin de Ondernemingskamer dit begrip hanteert.

“In het licht van het vorenstaande ten overvloede, merkt de Ondernemingskamer (...) nog op dat in kwesties als hier (...) aan de orde gesteld (...) de leiding van een onderneming een ruime beleidsvrijheid toekomt. Het gaat immers om kwesties waarover, ook door verstandige bestuurders, verschillend gedacht kan worden. Dat betekent dat ter zake van dergelijke aangelegenheden niet snel van (tekenen van een) onjuist beleid zal kunnen worden gesproken. (...) Waar de verdere inkoop van obligaties een belangrijk element vormde in de scenario’s die in de tweede helft van 2002 voorlagen ter herstructurering van de schuldenlast en ook het bezwaar van Getronics tegen de bestaande kredietfaciliteit (aangegaan met vijftien banken) dat zij onvoldoende flexibiliteit bood niet onredelijk voorkomt, is de Ondernemingskamer van oordeel dat niet als onjuist beleid betiteld kan worden dat Getronics in het najaar van 2002 besloot een nieuwe kredietfaciliteit aan te gaan (...). (...) Dat die nieuwe faciliteit op een aantal punten mogelijk als minder gunstig bestempeld kan

464 Ok. 4 juni 2003 (*Interieurbouw Tom*), ro. 3.4-3.7.

465 Ok. 22 maart 2005 (*Van Doorn Corporate Development Group*), ro. 3.5-3.9.

466 Ok. 2 september 2004 (*Getronics*), ro. 3.9, 3.13, 3.24.

467 Vgl. Ok. 29 september 2004 (*Duofor*), ro. 3.5-3.7.

468 Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.7.

worden dan de eerdere, maakt – tegen voornoemde achtergrond – nog niet dat de bewuste vervanging als onjuist beleid zou moeten worden bestempeld. (...) Op grond van een en ander onderschrijft de Ondernemingskamer niet (...) dat het aangaan van het Nieuwe Krediet een grond oplevert om te twijfelen aan een juist beleid. (...) Het feit dat Getronics in november 2002 bij de afdeling Bijzondere Kredieten van ABN AMRO Bank N.V. was ondergebracht acht de Ondernemingskamer niet van zodanige importantie dat het niet naar buiten treden daarmee als onjuist beleid moet worden betiteld en doet ook overigens onvoldoende aan het vorenoverwogene af.”

De vraag is wat de Ondernemingskamer in dit geval nu precies onder ‘onjuist beleid’ verstaat. Is dit in de huidige opzet een lichtere toets dan ‘wanbeleid’ of vloeien beide begrippen in dusdanig sterke mate in elkaar over dat eigenlijk geen zinvol onderscheid te maken valt? Ik neig naar het laatste, en wel om de volgende redenen. Zoals blijkt uit het voorgaande is door de Ondernemingskamer in het kader van het wanbeleidoordeel naast de formule van de ‘elementaire beginselen’ ook wel de redelijkheidstoets gehanteerd, bijvoorbeeld in haar *HBG*-eindbeschikking.⁴⁶⁹

Daarin luidt de eerste van de twee hamvragen – kort gezegd – of het bekritiseerde beleid van HBG en het aangevallen besluit naar de inhoud genomen als ‘wanbeleid’ (dis)kwalificeren, meer specifiek of HBG in redelijkheid heeft kunnen besluiten zoals zij heeft gedaan.

Door in de tweede fase de redelijkheidstoets als wanbeleidmaatstaf te hanteren verwordt de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf automatisch tot een ‘vermoeden van wanbeleid’ toets wanneer de Ondernemingskamer in de eerste fase het bestuurlijk gedrag aan een ‘vermoeden van onredelijkheid’ toets onderwerpt, hetgeen in de *Getronics*-beschikking het geval is.⁴⁷⁰

Anders dan Olden en Soerjatin zie ik overigens niet direct dat de ‘beleidsfoutmarge’ die de Ondernemingskamer in de eerste fase toestaat minder groot is dan de ‘beleidsfoutmarge’ die zij in de tweede fase toestaat.⁴⁷¹ In beide fases is naar het lijkt de redelijkheidstoets maatgevend waar het gaat om toetsing van bestuurlijk gedrag waarbij het bestuur een zekere mate van beleidsvrijheid toekomt⁴⁷², zij het dat in de eerste fase de Ondernemingskamer bij een vermoeden van onredelijk gedrag een onderzoek kan gelasten, terwijl zij in de tweede fase pas bij daadwerkelijk uit het onderzoeksverslag blijkend onredelijk gedrag het oordeel ‘wanbeleid’ kan vellen. Dit doet aan de gehanteerde maatstaf en daarmee de toegestane ‘beleidsfoutmarge’ echter niet af.

469 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v. Vgl. o.a. Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.23-3.24.

470 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9, 3.16. Vgl. o.a. Ok. 24 maart 2005 (A.C.I. Beheer), ro. 3.6 en Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.66.

471 Olden in zijn noot sub 23 bij Ok. 2 september 2004 (Getronics) en Soerjatin (2005), 71.

472 Zie hoofdstuk 1 – nummers 4.a-4.c.

HOOFDSTUK V

Hiervan kan nog worden gezegd dat dit noodzakelijkerwijs voortvloeit uit de wijze waarop de rechter in de tweede fase bestuurlijk gedrag toetst waarbij een zekere mate van beleidsvrijheid gerespecteerd dient te worden. Het alternatief is een voor het bestuur strengere toetsing in de eerste fase en dat verhoudt zich slecht met de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag⁴⁷³, waardoor de rechter in de huidige leer – in deze context – niet veel anders kan dan een ‘vermoeden van onredelijkheid’ toets aanleggen in de eerste fase. Het vereiste van een vermoeden van ‘wanbeleid’ volgt mijns inziens echter los daarvan ook uit de overweging van de Ondernemingskamer dat een onjuiste perceptie door het bestuur van de werkelijkheid geen ‘gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen’ oplevert, maar dat daarvan wél sprake zou zijn bij voldoende aanwijzingen dat het bestuur bewust de bezorgdheid bij klanten van Getronics heeft opgeklopt.⁴⁷⁴ Het bewust verschaffen van onjuiste informatie is doorgaans een vorm van ‘wanbeleid’, zoals blijkt uit onder meer de *VBB*-eindbeschikking⁴⁷⁵ van de Ondernemingskamer en de *Ogem Holding*-beschikking⁴⁷⁶ van de Hoge Raad.⁴⁷⁷ Aan die gedachtegang draagt ook bij het oordeel van de Ondernemingskamer dat hoewel Getronics niet naar buiten is getreden met het feit dat zij in november 2002 bij de afdeling Bijzondere Kredieten van de ABN AMRO Bank is ondergebracht, dit tekortschieten niet dusdanig ernstig moet worden geacht dat sprake is van ‘onjuist beleid’ (en – zo lees ik de beschikking – het enquêteverzoek op dat punt voor toewijzing vatbaar is, afgezien van de te maken belangenafweging).⁴⁷⁸ De Ondernemingskamer lijkt een vermoeden van vrij zware fouten te eisen wil sprake kunnen zijn van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Dit volgt tevens uit haar overweging dat voor zover al zou moeten worden aangenomen dat de administratieve organisatie van Getronics bepaalde tekortkomingen vertoonde (de stukken bieden volgens het college enige aanleiding voor de veronderstelling dat relevante informatie soms later dan wenselijk was ter beschikking kwam van het bestuur), niettemin niet is gebleken van zodanige gebreken dat het besturen van de vennootschap daardoor zo ernstig werd bemoeilijkt dat tijdig ingrijpen niet mogelijk was.⁴⁷⁹ Ook de verwijzing van de Ondernemingskamer naar mogelijke strijd met ‘beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur’ wegens het uitvoering geven aan een eerder gemaakte ‘gouden handdruk’ afspraak terwijl de beëindiging van de relatie met de bestuurder gegrond is op beleid dat de toets der kritiek niet kan doorstaan wijst daarop, ervan uitgaande dat de Ondernemingskamer deze van de ‘elementaire beginselen’ afge-

473 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

474 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.28. Vgl. o.a. Ok. 21 maart 2007 (Kel Development), ro. 3.6.

475 Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.3, 4.9.3-4.9.3.9.

476 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 10.6.

477 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.4.3 en Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.9-3.14.

478 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.30. Vgl. o.a. Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.16.

479 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.34.

leide formule hanteert ter invulling van het begrip ‘wanbeleid’. Van een onderzoek daarnaar rechtvaardigende twijfel aan de juistheid van het beleid dienaangaande, vanwege het nakomen door Getronics van de eerder gemaakte afspraken, is volgens de Ondernemingskamer evenwel geen sprake.⁴⁸⁰

In de *Unilever*-beschikking⁴⁸¹ overweegt de Ondernemingskamer dat als sprake is van het negeren door Unilever van door haar gewekte gerechtvaardigde verwachtingen als bedoeld door de verzoekers, dit negeren zodanig ernstig onzorgvuldig of laakbaar handelen oplevert dat ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ geschonden zijn. Daarmee lijkt de Ondernemingskamer alvast een voorschot te nemen op het in de tweede fase te vellen oordeel over de daadwerkelijke aan- of afwezigheid van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en dus ‘wanbeleid’. Als moet worden vastgesteld of redelijkerwijs valt aan te nemen dat dergelijke verwachtingen niet zijn gewekt en de ‘elementaire beginselen’ daarmee niet zijn geschonden, bestaan volgens de Ondernemingskamer geen ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.

“Indien komt vast te staan dat dat vertrouwen is gewekt of indien daarmee ernstig rekening moet worden gehouden, is daarentegen een onderzoek geïndiceerd.”

Volgens de Ondernemingskamer moet er ernstig rekening mee worden gehouden dat dergelijke verwachtingen zijn gewekt.⁴⁸² Naar het begrip ‘onjuist beleid’ wordt niet verwezen, wel vervullen de ‘elementaire beginselen’ een sleutelrol.⁴⁸³

480 Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.38.

481 Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9.

482 Gelet op HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.2 is het zeer de vraag of vast had kunnen komen te staan dat dat vertrouwen was gewekt, nu dit in feite zou neerkomen op de vaststelling in de eerste fase dat sprake is van strijd met de ‘elementaire beginselen’ en daarmee van ‘wanbeleid’. Hierop is de Hoge Raad in HR 18 november 2005 (Unilever) niet ingegaan. Wel blijkt uit HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 3.4.3 hoe de Hoge Raad de *in casu* door de Ondernemingskamer aangelegde art. 2:350 lid 1 BW-toets verstaat. Vgl. Ok. 9 mei 2006 (TriQorp), ro. 3.4 in de eerste fase over het treffen van onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW: “Er is dus alle reden voor de veronderstelling dat TriQorp en twee van haar drie (aanvankelijke) aandeelhouders handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap (...).”

483 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.6, 3.52: “De Ondernemingskamer stelt voorop dat indien komt vast te staan of indien er ernstig rekening mee moet worden gehouden dat sprake is geweest van misleiding van het beleggende publiek door of namens KPNQwest als door verzoekers bedoeld, een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van KPNQwest zonder meer is geïndiceerd. Echter, ook in het geval dat wordt vastgesteld of redelijkerwijs valt aan te nemen dat van misleiding geen sprake is, kunnen (nog wel) gegronde redenen bestaan voor twijfel aan een juist beleid van KPNQwest, nu die redenen in andere oorzaken van (mogelijk) onjuist beleid dan misleiding kunnen zijn gelegen. (...) De onderzoekers mogen het tot hun taak rekenen om (...) zich een mening te vormen omtrent de vraag wie voor eventueel te constateren misleiding van het beleggend publiek onderscheidenlijk (ander) mogelijk wanbeleid, als van het een onderscheidenlijk het een en het ander huns inziens sprake is, verantwoordelijk is of zijn te houden.” Of de Ondernemingskamer hier onderscheid maakt tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ is niet erg duidelijk, maar zij lijkt misleiding van het beleggend publiek uiteindelijk te duiden als ‘wanbeleid’.

HOOFDSTUK V

De hiermee door de Ondernemingskamer in feite gehanteerde tweedeling géén vermoeden van ‘wanbeleid’/wél een vermoeden van ‘wanbeleid’ past bij onder meer haar *Gucci Group*- en *Exploitatiemaatschappij Boommarkt*-(eind)beschikkingen.⁴⁸⁴

Interessant is in dit verband ook de kort na de *Unilever*-beschikking gewezen *Koninklijke Ahold*-beschikking⁴⁸⁵ waarin de Ondernemingskamer weer wel naar het begrip ‘onjuist beleid’ verwijst.

“Voorzover overigens Ahold bedoeld mocht hebben wél te betwisten dat met betrekking tot het hier behandelde onderwerp sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen, strandt dat betoog. Reeds de hiervoor in 2.4 tot en met 2.10 weergegeven feiten doen twijfelen aan een juist beleid. Daar komt bij dat de Ondernemingskamer de volgende passage uit het jaarverslag 2002 (op pagina 30) niet anders kan lezen dan dat Ahold inmiddels heeft ingezien dat terzake ook daadwerkelijk van onjuist beleid sprake is geweest.” De Ondernemingskamer verwijst naar de volgende passage uit het jaarverslag over 2002: “Vóór 2002 consolideerden wij ICA, DAIH, Bompreço en Paiz Ahold (hierna ‘de joint ventures’) op basis van afspraken (Control Letters) tussen de aandeelhouders van elk van deze joint ventures die ons ogenschijnlijk overwegende zeggenschap over de joint ventures gaven. We hebben vervolgens vastgesteld dat er Side Letters waren afgegeven door de aandeelhouders van elk van de joint ventures die deze afspraken tenietdeden. Dientengevolge is het management tot de slotsom gekomen dat Ahold geen overwegende zeggenschap over deze joint ventures had. Verder werd JMR vóór 2002 in de consolidatie betrokken. In het kader van de evaluatie van de verantwoording van joint ventures hebben we ook de verantwoording van JMR beoordeeld en geconcludeerd dat we weliswaar invloed van betekenis, maar geen overwegende zeggenschap over JMR hadden. We zijn tot de conclusie gekomen dat consolidatie van de joint ventures en JMR niet toegestaan was volgens NL GAAP en US GAAP, aangezien wij er geen overwegende zeggenschap over hadden.”

Waar de Ondernemingskamer in haar *Getronics*-beschikking nog enkele malen overweegt dat niet blijkt van ‘onjuist beleid’ overweegt zij in haar *Koninklijke Ahold*-beschikking met zoveel woorden dat daadwerkelijk van ‘onjuist beleid’ sprake is. Niet onvoorstelbaar is dat zij het begrip ‘onjuist beleid’ hier hanteert om aan te geven dat sprake is van een vermoeden van ‘wanbeleid’, nu zij het daadwerkelijke wanbeleidoordeel dient te vellen op basis van het onderzoeksverslag.⁴⁸⁶

484 Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.7 en Ok. 13 februari 1997 (*Exploitatiemaatschappij Boommarkt*), ro. 3.2.1.

485 Ok. 6 januari 2005 (*Koninklijke Ahold*), ro. 3.13.

486 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (*Gucci Group*), ro. 3.5, 3.7: “Het verzoek tot het gelasten van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon is toewijsbaar wanneer blijkt van *gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen*. Niet van belang is uit welke dragingen *zodanig onjuist beleid* bestaat (...). (...) De vraag of een tot een onderzoek strek-

→

31. De opmaat naar de hoofdstukken 6-7

31.a. Nuancering van het materiële enquête-instrumentarium

Uit de wettelijke systematiek en de wetsgeschiedenis van het enquêterecht vloeit voort dat ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ex art. 2:350 lid 1 BW zowel een vermoeden van ‘onjuist beleid’ als een vermoeden van ‘wanbeleid’ omvat. In de eerste fase van de enquêteprocedure gaat het bij de toetsing van bestuurlijk gedrag om niet meer dan een al dan niet sterk vermoeden van – schuldig – ondermaats beleid dat op zichzelf een onderzoek rechtvaardigt. Aan definitieve (dis)kwalificaties van het bestuurlijk gedrag, anders dan ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, dient de Ondernemingskamer dan niet toe te komen. Of daadwerkelijk van ‘wanbeleid’ in de zin van art. 2:355 lid 1 BW sprake is dient ten minste te worden beoordeeld op basis van het ter griffie gedeponeerde onderzoeksverslag. De Ondernemingskamer lijkt de maatstaf van art. 2:350 lid 1 BW echter nogal eens te beperken tot een vermoeden van ‘wanbeleid’. De indruk ontstaat dat zij met het daarvan te onderscheiden enquêterechtelijke

kend verzoek wordt toegewezen dient te worden beantwoord aan de hand van de maatstaf of van twijfel als hiervoren weergegeven sprake is en derhalve aan de hand van de – nadere – vraag of voorshands voldoende aanwijzingen bestaan dat sprake is van wanbeleid en dus of de rechtspersoon handelt of heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap (cursief, BFA) zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld” en Ok. 3 maart 1999 (Gucci Group), ro. 3.2: “Naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer is er enerzijds reden te twijfelen aan een juist beleid van GUCCI GROUP NV. Ook indien ervan moet worden uitgegaan dat het GUCCI GROUP NV vrij staat maatregelen te nemen teneinde te voorkomen dat een haar onwelgevallige aandeelhouder een overwegende of belangrijke mate van zeggenschap verkrijgt, dan geldt niettemin dat het nemen van maatregelen die op gespannen voet staan met regels van (dwingend) recht (kunnen) wijzen op een onjuist beleid. Bij dat oordeel dient mede in aanmerking te worden genomen de open statutaire structuur van GUCCI GROUP NV en de rechten en verwachtingen die een aandeelhouder en de bij de kapitaalmarkt betrokkenen in het algemeen in redelijkheid daaraan kan onderscheidenlijk kunnen ontlenen alsook de eisen van redelijkheid en billijkheid die een vennootschap jegens een (minderheids)aandeelhouder heeft in acht te nemen. Voorshands bestaat gegronde reden voor twijfel omtrent het antwoord op de vraag of het door GUCCI GROUP NV – ter voorkoming van door haar niet gewenste zeggenschap van LVMH – verlenen van optierechten en het vervolgens op basis daarvan emitteren van aandelen aan DE STICHTING en/of GUCCI HOLDINGS BV terwijl die aandelen zijn gefinancierd met een lening van GUCCI GROUP NV, gelet op de (ratio van de) artikelen 2:98b en 2:98c van het Burgerlijk Wetboek, toelaatbaar is te achten. In dit verband verdient opmerking dat de omstandigheid dat een vennootschap de in artikel 2:98c lid 2 van het Burgerlijk Wetboek – bij wege van uitzondering – neergelegde mogelijkheid tot het zelf financieren van het verkrijgen van aandelen door of voor werknemers (mede) gebruikt ter voorkoming van ongewenste zeggenschap door (een) derde(n) op zichzelf nog geen onjuist beleid betekent. Met name doet zich echter de vraag voor of in dit geval kan worden gesproken van het verkrijgen van aandelen door of voor de betrokken werknemers van GUCCI GROUP NV in de zin van artikel 2:98c lid 2 van het Burgerlijk Wetboek.” Vgl. ook o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.6; Ok. 2 augustus 2005 (Denkers TNG Beheer), ro. 3.7; en Ok. 4 februari 1993 (Het Meubelhuis Heijmans Oss), ro. 4.2.

HOOFDSTUK V

begrip ‘onjuist beleid’ niet goed uit de voeten kan en dat de grens tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ in hoge mate is vervaagd.⁴⁸⁷ Bovendien (dis)kwalificeert de Ondernemingskamer het beleid soms in de eerste fase als ‘onjuist’. Waar de Ondernemingskamer in de eerste fase niet de mogelijkheid toekomt het beleid als ‘wanbeleid’ te duiden, zou mijns inziens hetzelfde moeten gelden voor de (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’.

Men kan de Ondernemingskamer toegeven dat de eis van een vermoeden van ‘wanbeleid’ recht doet aan het uitgangspunt dat niet ieder akkefietje binnen de vennootschap aanleiding moet kunnen geven tot toewijzing van een enquêteverzoek. Van lichtvaardige toewijzing van een enquêteverzoek zal dan niet snel sprake zijn. Toch bevredigt deze benadering niet. Door het vereisen van een dergelijk vermoeden wordt de lat voor toewijzing namelijk aanzienlijk hoger gelegd dan door de wetgever is bedoeld, te meer nu het exclusieve karakter van de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ in 2003 bij herhaling door de Hoge Raad is benadrukt. Het is niet ondenkbaar dat enquêteverzoeken op oneigenlijke gronden sneuvelen als de Ondernemingskamer strikt de hand houdt aan een vermoeden van ‘wanbeleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ daarmee gelijkschakelt. De eis van een vermoeden van ‘wanbeleid’ miskent ook dat de Ondernemingskamer, ondanks ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, op basis van een belangenafweging – waaraan geen hoge motiveringseisen worden gesteld – het enquêteverzoek kan afwijzen. Een dergelijke verhoging wringt voorts met het – hoewel niet consequent – ook door de Ondernemingskamer in het verleden gesignaleerde normatieve onderscheid tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ en leidt tot een ‘alles of niets’ (i.e. wel of geen ‘wanbeleid’) benadering in het enquêterecht, tot een uitgekleed binair systeem dat in feite bestaat uit de begrippen ‘vermoeden van wanbeleid’ en ‘wanbeleid’.

Ik erken dat een zekere elasticiteit eigen is aan het recht van enquête, maar dit zou mijns inziens niet mee moeten brengen dat daardoor afdoende consistentie ontbreekt in de wijze waarop de Ondernemingskamer invulling geeft aan de bouwstenen waaruit het recht van enquête door de wetgever is opgebouwd.⁴⁸⁸ Consequente hantering van een genuanceerde maatstaf in de eerste fase, consequente aandacht voor de daarbij door de Ondernemingskamer te maken belan-

487 Ik stipte dit aan in mijn noot sub 20-21 bij Ok. 21 december 2004 (Unilever).

488 Illustratief in Delaware is *Nixon v. Blackwell* (Del. 1993): “We are mindful of the elasticity inherent in equity jurisprudence and the traditional desirability in certain equity cases of measuring conduct by the ‘conscience of the court’ and disapproving conduct which offends or shocks that conscience. Yet one must be wary of equity jurisprudence which takes on a random or *ad hoc* quality.” Daarna vervolgt *Chief Justice* Veasey met het volgende citaat: “Equity is a roughish [sic] thing. For Law we have to measure, know what to trust to; Equity is according to the conscience of him that is Chancellor, and as that is larger or narrower, so it Equity. ‘Tis all one as if they should make the standard for the measure we call a ‘foot’ a Chancellor’s foot; what an uncertain measure would this be! One Chancellor has a long foot, another a short foot, a third an indifferent foot. ‘Tis the same thing in the Chancellor’s conscience. John Selden, 1584-1654 ‘Equity,’ Table-Talk, 1689, *The Quotable Lawyer* 97 (David S. Shrager and Elizabeth Frost eds., 1986).”

genafweging en een zinvolle gefaseerde normatieve invulling van de tweede fase – buiten de context van kostenverhaal ex art. 2:354 BW – lijken de geëigende middelen om aan deze bezwaren tegemoet te komen. Dit vereist onder meer een praktisch en zinvol onderscheid tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’, een verschil dat ook zijn weerslag vindt in de maatstaf van de ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’: een nuancering van het materiële enquête-instrumentarium.

31.b. *Ontwikkelingen in de literatuur*

Tot voor kort leek de algemene opvatting in de literatuur te luiden – conform het bepaalde in enquêterechtspraak van de Hoge Raad – dat de Ondernemingskamer zich in de tweede fase desverzocht heeft te beperken tot het wanbeleidoordeel en de vraag of reden bestaat voor het treffen van voorzieningen ex art. 2:356 BW. Alleen bij een eventueel verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW komt de (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ dan in beeld.⁴⁸⁹ In de literatuur is in dat verband een interessante discussie ontstaan over de mogelijkheden die de Ondernemingskamer in de tweede fase ten dienste zouden moeten staan het beleid op meer genuanceerde wijze in normatief opzicht te duiden.

Bartman heeft in dat verband, en naar aanleiding van de *HBG*-beschikking van de Hoge Raad, de vraag opgeworpen of het ‘grof geschut karakter’ van het enquêterecht genuanceerd kan worden door het dictum ‘onzorgvuldig beleid’ als tussencategorie in te voeren.⁴⁹⁰ Aldus wordt, zo begrijp ik Bartman, rekening gehouden met het diverse grijstinten tellende schemergebied van beleid dat al dan niet dicht tegen het meer zwart-witte ‘wanbeleid’ aanschurkt. Hierdoor krijgt de enquêteprocedure een minder groot alles of niets (i.e. wel of geen ‘wanbeleid’) karakter. Zijn suggestie prikkelt, maar neigt ook vrij sterk naar een weinig geclausuleerde verruiming van het toetsingsbereik van de Ondernemingskamer: zij moet meer kanttekeningen kunnen maken.⁴⁹¹ Dit laatste vind ik een zorgwekken-

489 Een typisch voorbeeld is Ok. 10 december 1998 (Spiegelenburg Beheer) waarin na deponering van het onderzoeksverslag ter griffie alleen een verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW is gedaan.

490 In zijn noot sub 3 bij HR 21 februari 2003 (HBG): “Hier wreekt zich het ‘grof geschut-karakter’ van het enquêterecht. Is men het toegangspoortje van de ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ eenmaal gepasseerd, dan is het wanbeleid of niet. Het enquêterecht kent geen andere smaken. Aldus beschouwd is het enquêterecht een wonderlijk ongenueanceerd instrument dat nauwelijks door juristen lijkt vormgegeven. Misschien is het een idee om het dictum ‘onzorgvuldig beleid’ als tussencategorie, zonder de mogelijkheid tot treffen van voorzieningen, te introduceren? Ik veronderstel dat de OK wel de laatste zal zijn die meent dat daarvoor een wetwijziging noodzakelijk is.” Zie voorts Bartman (2003), 467 en zijn noot bij Ok. 18 januari 2006 (Laurus).

491 Vgl. o.a. Ok. 28 januari 2005 (Projectontwikkeling Friesland), ro. 3.7. Hoewel de Ondernemingskamer eerder in deze beschikking naast ‘wanbeleid’ ook het begrip ‘onjuist beleid’ hanteert worden de geconstateerde onzorgvuldigheden door haar niet als zodanig geduid. Vgl. ook o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 13.2.

HOOFDSTUK V

de gedachte, gelet op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.⁴⁹² Willems etaleert een soortgelijke voorkeur als Bartman voor het introduceren van een (dis)kwalificatie die lichter is dan ‘wanbeleid’.⁴⁹³ Ook Raaijmakers heeft zich in dit opzicht inmiddels niet onbetuigd gelaten.⁴⁹⁴ Raaijmakers komt tot een concreter voorstel tot nuancering van het materiële enquête-instrumentarium, waarin naast het onderscheid in ‘strijd’ en ‘*ernstige* strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ ook aandacht wordt besteed aan het introduceren van een ‘afkeuring’ van het beleid door de Ondernemingskamer: de laagste sport op de door hem bepleite ‘(dis)kwalificatieladder’.⁴⁹⁵ Los van het feit dat ik niet goed begrijp waaruit Raaijmakers nu precies afleidt dat de Ondernemingskamer niet meer toetst aan ‘*ernstige* strijd’ met de ‘elementaire beginselen’⁴⁹⁶ en nog afgezien van het feit dat Raaijmakers in het midden laat wat de formule van de ‘elementaire beginselen’ in zijn optiek nu precies omvat, is het voor mij niet helder waar Raaijmakers nu precies de grens trekt tussen (1) ‘afkeuring’ van het beleid, (2) ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ en (3) ‘*ernstige* strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ (en dus ‘wanbeleid’). Bij gebreke aan handvatten die het geïntroduceerde onderscheid hanteerbaar maken blijft deze werkmethode goeddeels een woordenspel. Mok maakt een drieslag die naar mijn idee sterk in het verlengde ligt van het betoog van Raaijmakers.⁴⁹⁷ De aanbeveling van Slagter aan de Ondernemingskamer vaker te volstaan met de expliciete (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ lijdt mijns inziens aan hetzelfde euvel als het door Bartman in zijn betoog gelanceerde voorstel, dat door Slagter overigens als ‘onjuist’ wordt bestempeld.⁴⁹⁸

Mede gelet op de wettelijke systematiek en de wetsgeschiedenis van het enquêterecht meen ik dat het voor de Ondernemingskamer mogelijk moet zijn in de tweede fase van de enquêteprocedure en buiten de context van art. 2:354 BW het – aan de vennootschap toe te rekenen – bestuurlijk gedrag genuanceerder te duiden dan alleen aan de hand van het begrip ‘wanbeleid’. Wel vraag ik me af of het zinvol en wenselijk is die ruimte te zoeken in een weinig geclausuleerde verruiming van het toetsingsbereik van de Ondernemingskamer, bijvoorbeeld door

492 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

493 Willems (2003 b), 15. Zie voorts Willems (2003 a), 53 en hierover ook Winter (2003), 341.

494 Naar aanleiding van HR 10 januari 1990 (Ogem Holding) stond Raaijmakers nog een andere interpretatie van het enquêterecht in de tweede fase voor getuige zijn noot sub 1 bij HR 10 januari 1990 (Ogem Holding). Zie ook zijn noot sub 2 bij HR 9 juli 1990 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis).

495 Raaijmakers (2003), 1378-1379. Zie hierover ook Willems (2004 a), 438.

496 Zie nummer 28.a hiervoor.

497 Mok (2004), 79.

498 Slagter (2003), 466-467. Slagter verwijst dienaangaande naar het voordien reeds door hem ingenomen standpunt. Zie ook Slagter (2005), 554 e.v. en Slagter (2004), 980. Zie over het door Slagter voorgestane ‘schandpaaleffect’ bij gebleken ‘onjuist beleid’ dat niet als ‘wanbeleid’ kan worden ge(dis)kwalificeerd door openlegging van het onderzoeksverslag Geerts (2004), 196. Geerts is een terinzagelegging door de Ondernemingskamer van het onderzoeksverslag met dat doel niet tegengekomen in de jurisprudentie. Ik evenmin.

introductie van het dictum ‘onzorgvuldig beleid’ zoals Bartman betoogt of door de mogelijkheid te scheppen de Ondernemingskamer het beleid te laten ‘afkeuren’ – nog afgezien van de mogelijke (dis)kwalificaties ‘strijd’ en ‘*ernstige* strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ – zoals Raaijmakers betoogt. De in dit *intermezzo* gesignaleerde opvattingen in de literatuur maken ook niet duidelijk hoe de rechter daaraan concreet nadere invulling dient te geven.

Tegen de achtergrond van het voorgaande werk ik mijn gedachten over nuancing van het materiële enquête-instrumentarium in het volgende hoofdstuk in zes (denk)stappen scherper uit, waarbij ik tevens gebruik maak van elementen uit het vennootschapsrecht van Delaware, waaronder de rechtsfiguur *business judgment rule*.

HET VIERDE LUIK

Nuancering van het materiële enquête-instrumentarium

“(...) our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs.”¹

32. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

33. inleiding bij de nuancering van het materiële enquête-instrumentarium;
34. stap 1: de twee pijlers van verantwoord bestuur: de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht;
35. stap 2: de primaire voor het bestuur geldende gedragsnormen;
 - 35.a. algemene omlijning van de bestuurlijke taakopdracht;
 - 35.b. specifiek bij het verstrekken van informatie en het verkrijgen van goedkeuring/instemming/advies;
 - 35.c. specifiek bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen;
36. stap 3: de verhouding tussen schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’;
37. stap 4: de verhouding tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’;
38. stap 5: de Nederlandse *business judgment rule* in het enquêterecht;
 - 38.a. mogelijke divergentie van de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in de context van zakelijke beleidsafwegingen;
 - 38.b. *prima facie* loyaal en neutraal bestuur en de rationaliteitstoets: algemeen kader;
 - 38.c. de inhoud van de zakelijke beleidsafweging;
 - 38.d. de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging;
 - 38.e. niet-neutraal bestuur en de billijkheidstoets/redelijkheidstoets;
 - 38.f. mogelijke correctie op de billijkheidstoets/redelijkheidstoets: neutraliserende goedkeuring;
 - 38.g. de werkmethode geschematiseerd;
39. stap 6: het primaat van de redelijkheidstoets in een beperkt aantal gevallen;
 - 39.a. bij het treffen door het bestuur van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname;
 - 39.b. bij achterstelling door het bestuur van één of meer deelbelangen;

1 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (Del. 1985).

HOOFDSTUK VI

- 39.c. bij ongelijke behandeling door het bestuur van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders;
- 39.d. bij schending door het bestuur van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen;
- 39.e. afronding.

33. Inleiding bij de nuancering van het materiële enquête-instrumentarium

Mijns inziens wordt het inzicht in de wijze waarop rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dient plaats te vinden in het enquêterecht bevorderd, door daarbij een beperkt aantal uitgangspunten te hanteren. Het bestuur zal bij al zijn gedragingen aan de dan voor hem geldende normen dienen te voldoen. De Ondernemingskamer zal die normen in acht moeten nemen bij de toetsing – achteraf – van het bestuurlijk gedrag. Welke normen in het concrete geval spelen is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Ook het antwoord op de vraag welk bestuurlijk gedrag die normen in het concrete geval minimaal vereisen – of: hoever de rechterlijke toetsing in dat verband reikt – is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, met dien verstande dat de inhoud en strekking van de voorliggende norm daarbij ook van belang zijn.

Zo zal in het geval de vennootschap beursgenoteerd is het bestuur mede rekening te houden hebben met het belegend publiek.² Wanneer het daarentegen gaat om een klein familiebedrijf zal de gang van zaken binnen de vennootschap doorgaans een veel informeler karakter hebben.³ Ook de ontstaansgeschiedenis van de vennootschap kan daarbij een factor van belang zijn.⁴

Dit dient uiteindelijk door de Ondernemingskamer te worden vastgesteld.

De vraag of het bestuur zich in het voorliggende geval al dan niet – schuldig – normoverschrijdend heeft gedragen maakt deel uit van de bredere vraag die in de tweede fase van de enquête centraal staat: is sprake van ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW en dienen in verband daarmee, zo daarom is verzocht, één of meer voorzieningen ex art. 2:356 BW te worden getroffen? Dat ‘wanbeleid’ de kern vormt van het enquêterechtelijke begrippenapparaat wil mijns inziens niet zeggen dat ‘wanbeleid’ het enige relevante begrip is in de tweede fase van de enquêteprocedure. Het komt mij zinvol voor in de analyse of sprake is van ‘wanbeleid’ het begrip ‘onjuist beleid’ te betrekken. Dit begrip kan eveneens een rol spelen in de eerste fase van de enquêteprocedure. Daarbij gaat het onder meer om de vraag of

2 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.2; Ok. 7 augustus 2002 (Exploitatiemaatschappij De Rotte Bergen), ro. 3.5; Ok. 8 mei 2002 (Broadnet Holdings), ro. 3.3; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4; en Ok. 18 oktober 2001 (Heineken Holding), ro. 3.3, 3.8.

3 Vgl. o.a. Ok. 3 januari 2006 (Backers en Zoon), ro. 3.3 e.v.

4 Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.29-3.31.

sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ex art. 2:350 lid 1 BW, oftewel van een vermoeden van ‘onjuist beleid’ of zelfs ‘wanbeleid’.

Bij het formuleren van een werkmethode voor beantwoording van de vraag of sprake is van – vermoed – (schuldige) normoverschrijdend bestuurlijk gedrag in de context van zakelijke beleidsafwegingen, en daarmee van – vermoed – ‘onjuist beleid’ of zelfs ‘wanbeleid’, zoek ik inspiratie bij het vennootschapsrecht van Delaware. Allereerst bij de *business judgment rule*. De kern van deze rechtsfiguur is mijns inziens dat als het bestuur niet geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang⁵ (dit ziet op de *duty of loyalty*), de rechter het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging in voorbereidend opzicht slechts mag toetsen op grove nalatigheid/irrationaliteit (dit ziet op de *duty of care*) en in inhoudelijk opzicht slechts mag toetsen op de afwezigheid van subjectieve *bona fides*, althans het ontbreken van ieder rationeel zakelijk doel (dit ziet op de *duty of good faith*). Deze toetsen zijn voor het bestuur bepaald mild. Het bestuur heeft dan een royale mate van beleidsvrijheid. Daartegenover staat de *entire fairness test*, die in beginsel van toepassing is wanneer het bestuur wél geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang. De kern van deze rechtsfiguur is mijns inziens dat de rechter het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging in voorbereidend én inhoudelijk opzicht mag toetsen op billijkheid, althans op redelijkheid wanneer het bestuur enige manoeuvreerruimte moet worden gegund. Deze toetsen zijn voor het bestuur bepaald streng. Het bestuur heeft dan in beperkte mate of zelfs geen beleidsvrijheid. Daartussenin bevindt zich de *enhanced scrutiny test*, die voor bepaalde gevallen is gereserveerd waarin hantering van de *business judgment rule* of de *entire fairness test* niet in de rede ligt. De kern van deze rechtsfiguur is mijns inziens dat de rechter het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging in voorbereidend én inhoudelijk opzicht mag toetsen op redelijkheid. Dit is strenger voor het bestuur dan de grove nalatigheids-/irrationaliteitstoets en de afwezigheid van subjectieve *bona fides* toets (via de band van het ontbreken van ieder rationeel zakelijk doel), maar milder voor het bestuur dan de volledige billijkheidstoets.

Tegen deze achtergrond bepleit ik in zes (denk)stappen de volgende nuancering van het materiële enquête-instrumentarium.

34. Stap 1: de twee pijlers van verantwoord bestuur: de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht

Het bestuur bekleedt een fiduciaire positie nu hij een bijzondere vertrouwens- en machtspositie inneemt ten opzichte van de belanghebbenden binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en). Deze belanghebbenden, waaronder met name de aandeelhouders en de werknemers vallen, verkeren uiteinde-

⁵ Waaronder ik versta een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang dat van voldoende gewicht is om het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig te achten.

HOOFDSTUK VI

lijk in een van het bestuur afhankelijke positie. Zij vertrouwen erop dat het bestuur binnen de grenzen van zijn bevoegdheden opereert, zijn bevoegdheden op deugdelijke wijze aanwendt ter bevordering van het belang van de vennootschap en ook overigens de op hem rustende plichten vervult. Kortom: dat het bestuur zich verantwoord gedraagt.⁶ Het algemene vereiste van verantwoord bestuur valt te concretiseren in twee pijlers.

- Het op een subjectief *bona fide* wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap. Daarmee bedoel ik naar eer en geweten, met oprechte trouw en toewijding, op daadwerkelijk integere wijze. Dit noem ik *het algemene vereiste van loyaliteit*.
- Het op een objectief zorgvuldige wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap. Daarmee bedoel ik het voldoen aan de (on)geschreven normen die binnen de maatschappij als rechtsorde en de vennootschap als deelrechtsorde⁷ gelden en waarbij de subjectieve goede trouw van het bestuur niet maatgevend is. Hier kunnen naast wettelijke en statutaire bepalingen bijvoorbeeld ook de maatstaven van redelijkheid en billijkheid een rol spelen.⁸ Dit noem ik *het algemene vereiste van zorgvuldigheid*.⁹

Disloyaal gedrag kan onder omstandigheden bijvoorbeeld worden omschreven als het wilens en wetens (i.e. opzettelijk, doelbewust) schenden van een onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende norm, of als het niet wilens maar wel wetens (i.e. bewust) schenden van een onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende norm. In het eerste geval wordt de normschending ook beoogd door de normschender, in het tweede geval is dat niet zo maar weet de normschender wel dat hij normoverschrijdend handelt (en neemt hij dit op de koop toe). Binnen de door mij voorgestane bestuurlijke loyaliteitsplicht is geen sprake van objectivering van de subjectieve goede trouw, zoals bijvoorbeeld in art. 3:11 BW het geval is. Ik ga uit van de pure subjectieve *bona fides*.¹⁰

6 In die zin rust op het bestuur mijns inziens een resultaatsverplichting en niet slechts een inspanningsverplichting.

7 Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 2 e.v.

8 Zie art. 3:12 BW. Vgl. over de verhouding tussen enerzijds de maatstaven van redelijkheid en billijkheid en anderzijds de normen van maatschappelijke zorgvuldigheid o.a. HR 17 mei 1991 (Lampe/Tonnema), ro. 3.2. Zie o.a. A-G Bakels in 2.6 voor HR 21 februari 2003 (VIBA) over “de maatstaven van redelijkheid en billijkheid, die in de praktijk niet zijn te onderscheiden van de normen van maatschappelijke zorgvuldigheid.”

9 Vgl. o.a. Ok. 5 december 2006 (Bidou), ro. 3.3 over “een uiting van zorgvuldig beleid”; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4; en Ok. 21 oktober 1999 (Burggraaf Beheer), ro. 3.4. In dit verband wordt ook wel gesproken over het vereiste van handelen met de nodige prudentie, diligentie, nauwgezetheid. Vgl. o.a. Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.23. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. Arnhem 1 maart 2006 (Bouwgroep Peters/X.); HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.1; en Gh. 's-Hertogenbosch 11 juli 1995 (Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman), ro. 15.

10 Zie o.a. Eisenberg (1993), 442: “A person may be deemed to act honestly if he acts according to his own best lights, or a person may be deemed to act honestly only if he acts according to his own best lights and without transgressing the basic moral standards set by society” en Löwensteyn (1959), 177.

De bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht vormen het onderliggende stelsel waarop de in het concrete geval voor het bestuur geldende normen van verantwoord bestuur kunnen worden gebaseerd. Mijns inziens zou dat wat in de huidige leer wordt geduid als ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ niets anders moeten zijn dan een abstracte omschrijving van de normen die in het concrete geval onder de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht vallen (i.e. de normen van verantwoord bestuur).¹¹

Verantwoord bestuur is in mijn optiek een juridische kwalificatie. Het is geen economisch predikaat en het garandeert geen succesvol vennootschappelijk- en/of ondernemingsbeleid. Wel valt te verdedigen dat verantwoord bestuur daaraan in niet onbelangrijke mate bijdraagt.¹²

Dit is breder dan de ‘elementaire beginselen’ formule die, in ieder geval optisch, sterk leunt op het ondernemerschap.¹³ Daartoe is de bestuurstaak niet beperkt.¹⁴

Ik kleur de zorgvuldigheidsplicht verder in en zet de loyaliteitsplicht daartegen af. De onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende normen bestaan primair uit (on)geschreven normen die concretiseren hoe het bestuur zich dient te gedragen en die van buitenaf zijn opgelegd. Daarbij valt te denken aan normen die zelf in de wet zijn neergelegd, maar ook aan normen die voortspruiten uit de wet. De in art. 2:8 BW vervatte vennootschapsrechtelijke grondnorm van de redelijkheid

-
- 11 Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.4 en Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.2.1 sub k en l. Wellicht kan men ten aanzien van bijvoorbeeld de aandeelhouders spreken van normen van verantwoord aandeelhouderschap? Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.14-3.20; Ok. 3 februari 2004 (Headscanning Patent), ro. 3.6; Ok. 16 oktober 2001 (RNA), ro. 3.17; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.5-3.6; en Ok. 3 maart 1999 (Gucci Group), ro. 3.3. Zie over het verwarrende onderscheid tussen ‘elementaire’ en ‘gewone’ ‘beginselen’ o.a. Raaijmakers (2003), 1378; Timmerman (1988 b), 343; en Koning in zijn noot bij Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland).
- 12 Met name wanneer bijvoorbeeld geen sprake is van afdwongen, instrumentele loyaliteit door bijvoorbeeld het risico op persoonlijke aansprakelijkheid bij het ontbreken van subjectief *bona fide* gedrag, maar door spontane, authentieke loyaliteit. Zie o.a. Eisenberg (1999), 1274: “Instrumental loyalty is good, but authentic loyalty is better.”
- 13 Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 1 bij HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer) en Asser/Maeijer (2000), 817. Vgl. echter o.a. HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2. Zie o.a. Buijn/Storm (2005), 349.
- 14 Zie hoofdstuk 1 – nummer 2. Uit de wetsgeschiedenis van het enquêterecht kan worden afgeleid dat met ondernemingsleiding, de ondernemer, in feite het bestuur wordt bedoeld. Zie Handelingen (1969-1970), 2910. Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.17 e.v.; Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.14; Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.6; en Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 2. Zie o.a. Buijn/Storm (2005), 349. Vgl. echter o.a. Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.11-3.12; Ok. 9 mei 2006 (TriQorp), ro. 3.4; Ok. 6 januari 2006 (Mondoor Beheer), ro. 3.3; Ok. 4 november 2002 (Scheepswerf Groot), ro. 3.3; Ok. 25 februari 2000 (Medisch Centrum voor Esthetische Geneeskunde), ro. 3.6; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), 3.5-3.7; en Ok. 27 maart 1997 (Skipper Club Charter), ro. 3.4-3.7.

HOOFDSTUK VI

en billijkheid vormt een belangrijke wettelijke verankering van normen die voortspruiten uit de wet.¹⁵ Dit zijn algemeen toepasselijke normen.¹⁶

Dat de rechter terughoudend dient te zijn met het aannemen van een ongeschreven algemeen toepasselijke norm volgt, naast de *HBG*-beschikking¹⁷ van de Hoge Raad, reeds uit het *Nouwen/Intradal*-arrest¹⁸ van de Hoge Raad: “(...) dat immers een zo algemene regel als die waarop het Hof zijn beslissing heeft gebaseerd geen grondslag vindt in enig bij of krachtens de wet gegeven voorschrift, terwijl ook niet gesproken kan worden van het bestaan van een duidelijke rechtsopvatting dienaangaande, die het aannemen van een niet in de wet verankerde gedragsregel van zo ingrijpende aard zou kunnen rechtvaardigen (...).”¹⁹

De onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende normen kunnen daarnaast bestaan uit (on)geschreven normen die concretiseren hoe het bestuur zich dient te gedragen en die van binnenuit zijn opgelegd. Daarbij valt te denken aan aanvullende normen die zijn neergelegd in de statuten of in interne richtlijnen.²⁰ Daarbij valt ook te denken aan aanvullende normen die zijn neergelegd in het Fondsenreglement, als de vennootschap zich tot naleving daarvan verbonden heeft.²¹ Dit zijn geen algemeen toepasselijke normen maar zelf opgelegde normen. Dit zullen vaak geschreven normen zijn.

15 Vgl. o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4 over de uit art. 2:8 BW voortvloeiende zorgvuldigheidsplicht van de vennootschap jegens alle aandeelhouders. Vgl. in de context van art. 2:146/256 BW o.a. HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2 over de uit deze wettelijke bepalingen voortvloeiende, op het bestuur rustende, zorgvuldigheidsnormen bij tegenstrijdig belang. Zie o.a. A-G Timmerman in 4.15 voor HR 18 november 2005 (Unilever); A-G Bakels in 2.6-2.7 voor HR 21 februari 2003 (VIBA); en A-G Wesseling-van Gent in 2.40 voor HR 21 februari 2003 (HBG). Zie ook o.a. Doorman (2004), 405 e.v.

16 Zie nummer 35 hierna.

17 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.4.2.

18 HR 24 september 1976 (Nouwen/Intradal).

19 Vgl. o.a. Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.65 en Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.36-3.37. Vgl. in de context van art. 36 Iw. 1990 o.a. HR 26 oktober 2001 (Bogaardt/Ontvanger), ro. 4.6. Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 338-339 en Mok (2000), 305. In Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.18 e.v. zoekt de Ondernemingskamer de grenzen – weer (vgl. o.a. Ok. 21 januari 2002 (HBG)) – op door een norm ‘uit te vinden’. Zie o.a. Willems (2004 a), 437.

20 Vgl. o.a. Ok. 27 november 2006 (World Wide Staffing), ro. 3.7. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006, ro. 4.9.1, 4.10, 4.15; Rb. Haarlem 17 september 2003 (Buigcentrale Noord-Holland/T.), ro. 5.5; en HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo), ro. 3.3.1. Vgl. in verband met art. 2:130/240 BW o.a. HR 17 december 1982 (Bibolini/Antillian Mechanical Works), ro. 3.2-3.3.

21 Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.7, 3.18-3.19 en Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.30. Vgl. o.a. Ok. 23 januari 2007 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep), ro. 3.12 over een toepasselijk voorschrift van de Nederlandse Vereniging van Makelaars.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

Een mooie illustratie van het onderscheid biedt het mechanisme van art. 2:391 lid 5 BW. Uit deze bepaling vloeit voort dat het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap ervoor dient zorg te dragen, dat de vennootschap haar verplichting naleeft aan de hand van het ‘pas toe of leg uit principe’ inzichtelijk te maken in hoeverre zij de Nederlandse *corporate governance* code van toepassing verklaart. Dit is een van buitenaf opgelegde norm. Deze bepaling brengt niet mee dat het bestuur zich heeft te houden aan de aanvullende normen als neergelegd in de Nederlandse *corporate governance* code. Dat is afhankelijk van het antwoord op de vraag in hoeverre de vennootschap de Nederlandse *corporate governance* code dienaangaande van toepassing verklaart. Dan gaat het om zelf opgelegde normen.²²

Onder de zorgvuldigheidsplicht schaar ik ook het uitgangspunt dat het bestuur, gelet op zijn fiduciaire positie, vennootschapsvreemde belangen consequent op deugdelijke wijze dient achter te stellen bij het belang van de vennootschap.²³ Dit staat op zichzelf los van de subjectieve perceptie van de bestuurder. De loyaliteitsplicht beperk ik daarmee tot de essentie: het daadwerkelijk trouw en toegewijd zijn in subjectieve zin aan de jegens de vennootschap aangegane verplichtingen die samenhangen met de bestuurstaak.²⁴ Een loyaal bestuur is dan in de kern een bestuur dat de eerlijke overtuiging heeft aan zijn zorgvuldigheidsplicht jegens de vennootschap te voldoen.²⁵ Loyaal bestuur is daarmee veel breder dan

-
- 22 Zie o.a. Nota modernisering van het ondernemingsrecht (2003-2004), 21-22; Nadere Memorie van Antwoord (2003-2004), 2; en Mok (2004), 88. Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.5.2. Ik wijs ook op o.a. Veasey (2005), 1508: “Best practices must be realistic. Do not undertake to jump over an impossibly high bar of best practices. Failure to follow your own guidelines is not a good optic in court.” Het duiden van algemeen toepasselijke normen als ‘(algemeen aanvaarde) beginselen’, ‘normen’ of ‘regels’ van *corporate governance* – waarvan ik geen voorstander ben – herbergt het niet denkbeeldige gevaar dat de grens tussen algemeen toepasselijke normen en zelf opgelegde normen vervaagt. Vgl. o.a. Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3; Ok. 16 november 2005 (UMI Beheer), ro. 3.4; Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.6-3.7, 3.11-3.13; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.65; en Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.29, 3.43, 3.45, 3.46. Zie o.a. Geerts (2006), 59 en Willems (2004 a), 238. De Ondernemingskamer is niet altijd even duidelijk over de status die zij in het concrete geval toekent aan de Nederlandse *corporate governance* code. Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.5 en Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.6.
- 23 Vgl. o.a. Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.5-3.7; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4; en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4 (waarvan de kernoverweging is overgenomen in HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2). Vgl. in de context van art. 2:9 BW en ontslag van persoonlijke aansprakelijkheid o.a. HR 20 oktober 1989 (Ellem Beheer/De Bruin), ro. 3.3 waarin de Hoge Raad onderscheid maakt in het door “opzettelijk of onzorgvuldig” handelen nadeel toebrengen aan de vennootschap.
- 24 Dit is anders binnen het vennootschapsrecht van Delaware, waarin de *duty of loyalty* niet alleen ziet op het vereiste van subjectieve *bona fides* maar tevens op de tegenstrijdig belang problematiek (waarbij de subjectieve goede trouw niet maatgevend is). Zie hoofdstuk 3 – nummers 11.a en 13.b. Ook o.a. Leijten (2006), 129 en Timmerman (1992), 33 e.v. kleden de loyaliteitsplicht ruim in.
- 25 Schending van de loyaliteitsplicht, hetgeen per definitie schuld impliceert, komt mij laakbaarder voor dan schuldige – maar onbewuste – schending van de zorgvuldigheidsplicht.

HOOFDSTUK VI

het bewust vermijden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap alleen.

Stelt het bestuur in geval van een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang per saldo het belang van de vennootschap achter bij het vennootschapsvreemde belang maar is het zich dienaangaande van geen kwaad bewust, dan komt alleen schending van de zorgvuldigheidsplicht in beeld. In mijn optiek is dan toch sprake van een loyaal bestuur, hoewel het objectief gezien niet in het belang van de vennootschap heeft gehandeld. Doet het bestuur dit daarentegen (doel)bewust dan zijn zowel de loyaliteitsplicht als de zorgvuldigheidsplicht in het geding. Meent het bestuur het belang van de vennootschap achter te stellen bij het vennootschapsvreemde belang maar is van dat laatste objectief gezien geen sprake, dan speelt in beginsel alleen strijd met de loyaliteitsplicht een rol. Dit laatste zal zich niet snel voordoen.

Een norm die onder de op het bestuur rustende zorgvuldigheidsplicht ressorteert noem ik een *gedragsnorm*, zowel de van buitenaf als de van binnenuit opgelegde norm.²⁶ De onder de loyaliteitsplicht ressorterende norm, die – kort gezegd – voorschrijft dat het bestuur zijn taakopdracht jegens de vennootschap op subjectief *bona fide* wijze dient in te vullen, duid ik eveneens als gedragsnorm (waarbij zij aangetekend dat de loyaliteitsplicht welbeschouwd bestaat uit deze gedragsnorm).²⁷

35. Stap 2: de primair voor het bestuur geldende gedragsnormen

Uitgaande van een solvante vennootschap en van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid, en zonder aanspraak te maken op volledigheid, meen ik dat het volgende overzicht een adequate inventarisatie vormt van de belangrijkste van buitenaf opgelegde gedragsnormen.²⁸ Van een blauwdruk of

26 Toetsing aan ‘beginselen’ impliceert mijns inziens teveel een toetsing aan ongeschreven normen als een traject naast toetsing aan in de wet neergelegde normen. Zie o.a. Mok (2004), 87-88.

27 De loyaliteitsplicht is in een concreet geval altijd relevant. Hetzelfde geldt voor de zorgvuldigheidsplicht in algemene zin, maar niet voor de diverse daaronder ressorterende gedragsnormen. Doorgaans zullen lang niet al die gedragsnormen in een concreet geval een rol spelen, maar slechts enkele of zelfs één.

28 Onder een solvante vennootschap versta ik kort gezegd een vennootschap waarvan de betalingsverplichtingen binnen een redelijke termijn kunnen worden gedekt. Bij een insolvente vennootschap verandert binnen het Nederlandse vennootschapsrecht het decor en gaan andere regels gelden, waaronder die met een faillissementsrechtelijke signatuur. Dan spelen onder meer de vragen of – en zo ja per wanneer – het bestuur surseance van betaling dient aan te vragen of zelfs verdergaande maatregelen moet nemen, zoals het staken van de onderneming. Dit gaat het bestek van mijn studie te buiten. Zie juist daarover, onder de titel “Het schemergebied vóór faillissement”, uitgebreid Van Eeghen (2006). Zie over discontinuïteit, het – van kleur verschietend – belang van de vennootschap en het bestuur van de vennootschap voorts o.a.

→

standaardmodel zou ik niet willen spreken nu dit een zekere duurzaamheid en starheid veronderstelt. Maatschappelijke opvattingen over inhoud en strekking van gedragsnormen kunnen zich van tijd tot tijd ontwikkelen. Daarbij merk ik nog op dat lang niet alle wettelijke bepalingen een gedragsnorm bevatten, alsmede dat inhoud en strekking van sommige wettelijke bepalingen met een gedragsnormerende functie mede is vormgegeven door de rechtspraak.

Ik beperk mij tot Boek 2 BW en de WOR, nu het geheel van in de wet neergelegde en uit de wet voortspuitende gedragsnormen zich niet op zinvolle wijze laat inventariseren.²⁹ In veel gevallen waarin de wet zich direct in gedragsnormerende zin richt tot de vennootschap of de ondernemer dient dit in de praktijk te worden vertaald in een voor het bestuur geldende gedragsnorm.³⁰ Dergelijke voorschriften heb ik volledigheidshalve eveneens opgenomen.³¹ Ik noem de uit de wet voortspuitende gedragsnormen die mijns inziens in ieder geval de kern dienen te vormen van de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het ongeschreven recht, die voldoen aan het vereiste van een voldoende duidelijke algemene rechtsopvatting dienaangaande en waarvan de contouren voldoende scherp zijn.³² Daarbij breng ik een rubricering op hoofdlijnen aan en volg ik, voor zover mogelijk, de volgorde van de wet.³³

Lennarts (2006), 4 e.v. die verwijst naar “de twilight zone”; Raaijmakers (2006), 287; Borrius (2004), 27-28; en Huizink (2002), 171-172. Zie in Engeland o.a. Gower/Davies (2003), 372-373. Zie in Delaware hoofdstuk 2 – nummer 7.c en hoofdstuk 4 – nummer 17.a waaruit blijkt dat ook bij insolventie de *business judgment rule* toepassing kan vinden. Bij voortzetting van de insolvente onderneming lijkt mij dat resultaat binnen het Nederlandse vennootschapsrecht onder omstandigheden, met name in het kader van surseance van betaling, zeker niet ondenkbaar.

29 Zie voor een rechtspraakoverzicht bezien vanuit art. 26 lid 4 WOR o.a. Kemperink (2002), 88 e.v.

30 Zie o.a. Glasz/Beckman/Bos (1994), 62.

31 Verantwoord bestuur vereist normaliter onder meer dat het bestuur binnen de grenzen van zijn bevoegdheden opereert. Boek 2 BW bevat diverse bepalingen waarin bevoegdheden worden toegekend aan andere vennootschapsorganen dan het bestuur. Illustratief is art. 2:107/217 BW. Deze voorschriften laat ik verder buiten beschouwing.

32 Zie o.a. A-G Timmerman in 4.5 voor HR 1 september 2006 (EMBA) over “een plicht voor de vennootschap om uit eigen beweging aan een bepaalde aandeelhouder informatie te verschaffen (...) (de ondernemingskamer spreekt over het beginsel van een zelfstandig recht op informatie)” die “er in beginsel en onder bepaalde omstandigheden kan zijn.” Dit is mijns inziens nog te vaag om als gedragsnorm te kunnen worden geduid. Zoals A-G Timmerman ook opmerkt: “De Ondernemingskamer heeft niet aangeduid wat de precieze omvang van de op EMBA rustende spontane informatieplicht is.” Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7. Zie meer in het algemeen over ‘vage normen’ o.a. Rood (1981), 225 e.v.

33 Gelet op de algemene bewoordingen zal de rechter in het kader van de voorliggende norm nog steeds het vereiste gedrag voor het concrete geval moeten duiden. Dit is onvermijdelijk. Zie o.a. Van Dam (2000), 224. Ik juich het toe als de Ondernemingskamer verwijzingen gaat opnemen naar beschikkingen waarin dezelfde gedragsnorm onderwerp van rechterlijke toetsing is geweest. Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.17 waarin dit in algemene zin geschiedt.

HOOFDSTUK VI

35.a. Algemene omlijning van de bestuurlijke taakopdracht

- Het bestuur dient zich jegens degenen die bij de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) zijn betrokken te gedragen conform hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd (vgl. art. 2:8 BW en art. 3:12 BW).³⁴
- Het bestuur dient op subjectief *bona fide* wijze invulling te geven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap (vgl. art. 2:8 BW).³⁵
- Iedere bestuurder dient zich te weerhouden van zowel het aanwenden voor vennootschapsvreemde doeleinden van een aan de vennootschap toekomende ondernemingskans, van een aan de vennootschap toekomend vermogensbestanddeel en van aan de vennootschap toekomende vertrouwelijke informatie, als van het innemen van een positie waarin met de vennootschap wordt geconcurrereerd (vgl. art. 2:8 BW).³⁶

34 Ik erken dat deze norm eigenlijk te vaag is om rechtstreeks als gedragsnorm te kunnen dienen, maar omdat deze norm de basis vormt van vele gedragsnormen heb ik ervoor gekozen deze norm hier op te nemen en voorop te stellen. Vgl. o.a. HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4, 3.6 en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5. Zie o.a. A-G Timmerman in 4.15 voor HR 18 november 2005 (Unilever).

35 Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.29-3.31; Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.8 e.v.; Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.21 e.v.; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub a; en Ok. 31 maart 1994 (Kluft Distrifood), ro. 4.2.1-4.2.2. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Gravenhage 26 september 2006 (Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper), ro. 11 en Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2 (vanwege de objectiviteit: in deze zaak ben ik als advocaat namens de vennootschap opgetreden).

36 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.10; Ok. 27 november 2006 (World Wide Staffing), ro. 3.6; Ok. 3 mei 2006 (Bonne Route Holding), ro. 3.9 e.v.; Ok. 29 november 2005 (Dyna Music Systems), ro. 3.5-3.7; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.6-3.7; Ok. 20 april 2005 (CallActive), ro. 3.12-3.13; Ok. 25 maart 2005 (Karst Beheer), ro. 3.2-3.3; Ok. 16 april 2004 (Uit Agenda Nederland), ro. 3.5; Ok. 30 december 2003 (Nederlands Centrum voor Automatiseringsmanagement), ro. 3.8; Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.6; Ok. 2 december 2002 (Intersong Basart Publishing Group), ro. 3.9-3.10; Ok. 16 juli 2002 (ZSB Bouw), ro. 3.3; Ok. 29 april 2002 (Tactron Holding), ro. 3.2-3.3; Ok. 31 augustus 2001 (De Merwede Holding), ro. 3.7-3.9; Ok. 4 februari 1993 (Meubelhuis Heijmans Oss); Ok. 19 oktober 1989 (Van Gelder en Van Os Beheer); en Ok. 21 september 1978 (Catharina Adriana). Vgl. ook o.a. Ok. 2 juli 2002 (Sytec), ro. 3.2. Vgl. in de context van het personenvennootschapsrecht o.a. HR 19 oktober 1990 (Koghee/Akkoca), ro. 3.4. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Gravenhage 26 september 2006 (Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper), ro. 10-12. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Utrecht 1 december 1999 (Van der Goen q.q./S.), ro. 4.1 e.v. en Rb. 's-Gravenhage 3 februari 1999 (Tiethoff q.q./Wevers te Mook en Middelaar), ro. 3.1 e.v. Zie hierover o.a. de *best practice* bepalingen bij Principe II.3 van de Nederlandse *corporate governance* code. Op deze gedragsnorm lijkt mij onder omstandigheden een uitzondering denkbaar. Dan denk ik met name aan het aanwenden in privé van een aan de vennootschap toekomende ondernemingskans: daarvoor is mijns inziens adequate vrijgave van de ondernemingskans door de vennootschap vereist. De moeilijkheid van deze uitzondering is dat de contouren van dit leerstuk binnen het Nederlandse

→

- Indien het bestuur de vennootschap bestuurt die aan het hoofd staat van een concern dient het bestuur voldoende leiding te geven aan de ondernemingen die deel uitmaken van dat concern (vgl. art. 2:8 BW).³⁷
- Het bestuur dient van de vermogenstoestand van de vennootschap en van alles betreffende de werkzaamheden van de vennootschap op adequate wijze een administratie te voeren en de daartoe behorende gegevensdragers gedurende een periode van ten minste zeven jaar op adequate wijze te bewaren, zodat te allen tijde de rechten en verplichtingen van de vennootschap kunnen worden gekend (vgl. art. 2:10 BW).³⁸
- Het bestuur dient jaarlijks binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de balans en de staat van baten en lasten van de vennootschap op te maken, op papier te stellen en deze gegevensdrager gedurende een periode van ten minste zeven jaar te bewaren (vgl. art. 2:10 BW).
- Het bestuur dient het aandeelhoudersregister van de vennootschap te houden, regelmatig bij te houden, desgevraagd uittreksels daarvan te verstrekken indien verzocht door daartoe bevoegde personen en het register ter kantore van de vennootschap ter inzage te leggen aan daartoe bevoegde personen (vgl. art. 2:85/194 BW).³⁹
- Het bestuur dient aandeel- en certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op gelijke wijze te behandelen, tenzij voor het intreden van ongelijke gevolgen een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat (vgl. art. 2:92/201 BW).⁴⁰

vennootschapsrecht nog niet erg scherp zijn. Dit is wat dat betreft een grensgeval. Vgl. evenwel o.a. Ok. 24 februari 2006 (CDG Holding), ro. 3.8-3.12. Aan dit leerstuk zitten diverse haken en ogen. Dit gaat het bestek van mijn studie te buiten. Zie o.a. Eisenberg (2005), 654-677; Koelemeijer (1999), 271 e.v.; en Verdam (1995).

- 37 Vgl. o.a. Ok. 18 augustus 2005 (Dubbelhuis), ro. 3.9; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.40; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 9.1-9.3; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding). Vgl. o.a. Ok. 4 januari 2005 (Het Bouwburo Beheer), ro. 2.4, 3.1. Vgl. ook o.a. Ok. 29 augustus 1985 (Howson Algraphy Europe), ro. 2; Ok. 23 juni 1983 (Hyster), ro. 5; en Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 7. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 13 juli 2004 (Faas/Luchtman q.q.), ro. 8.10.1. Zie o.a. Bartman/Dorresteijn (2006), 98 e.v.
- 38 Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.33; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.8; Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.6; Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.7-3.8; en Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.3.12. Vgl. voor een kras geval o.a. Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub d-e. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 13 juli 2004 (Faas/Luchtman q.q.), ro. 8.11.1, onder verwijzing naar HR 11 juni 1993 (Brens q.q./Bülent Sarper), ro. 3.5, en Rb. Zutphen 5 maart 1998 (Van Rootselaar q.q./Kruitwagen), ro. 7.2.
- 39 Vgl. o.a. Ok. 26 mei 2005 (Parkeer Groep Nederland), ro. 3.10 en Ok. 1 augustus 2003 (NIBO), ro. 3.9.
- 40 Vgl. o.a. Ok. 4 juni 2004 (Cabarra), ro. 3.3-3.7 en Ok. 20 juli 2001 (Bosbo), ro. 3.3-3.4. Vgl. in de context van art. 2:92/201 BW o.a. HR 31 december 1993 (Van den Berge/Verenigde Bootlieden), ro. 4.3.1-4.3.5. Hierna verwijs ik korthedshalve alleen naar aandeelhouders. Vgl. over het bepaalde in art. 2:92 lid 1 BW uitvoerig Ok. 28 maart 2007 (Koninklijke DSM), ro. 3.11-3.13.

HOOFDSTUK VI

- Het bestuur dient in beginsel bij inbreng in natura op aandelen na oprichting van de vennootschap zorg te dragen voor een adequate beschrijving van wat wordt ingebracht, voor ondertekening hiervan en voor adequate deponering van de voorgeschreven stukken in dit verband (vgl. art. 2:94b/204b BW; zie ook de verwante regeling vervat in art. 2:94c/204c BW).
- Het bestuur dient bij uitgifte van aandelen door de vennootschap na oprichting, bij inkoop door de vennootschap van eigen aandelen, bij het nemen of verkrijgen door derden van aandelen in het kapitaal van de vennootschap in welk verband de vennootschap steun verleent, bij inkoop van aandelen in de vennootschap door een dochtermaatschappij, alsmede bij vermindering van het geplaatste kapitaal van de vennootschap, toe te zien op naleving door de vennootschap van de wettelijke regelingen dienaangaande en de daarvoor vereiste handelingen te verrichten (vgl. art. 2:96/206 e.v. BW).
- Het bestuur dient slechts zijn medewerking te verlenen aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders en andere gerechtigden tot de voor uitkering vatbare winst voor zover het eigen vermogen van de vennootschap dit toelaat en na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat dit geoorloofd is, met inachtneming van de statuten. Het bestuur dient slechts zijn medewerking te verlenen aan het doen van tussentijdse uitkeringen indien de statuten dit toelaten en het eigen vermogen van de vennootschap daarvoor toereikend is, hetgeen bij de naamloze vennootschap moet blijken uit een tussentijdse vermogensopstelling die door het bestuur is ondertekend (vgl. art. 2:105/216 BW).⁴¹
- Het bestuur dient erop toe te zien dat jaarlijks ten minste één algemene vergadering van aandeelhouders wordt gehouden (vgl. art. 2:108/218 BW).
- Het bestuur dient van alle ter algemene vergadering van aandeelhouders genomen besluiten aantekening te houden, deze ter inzage te leggen ten kantore van de vennootschap aan de daartoe bevoegde personen en desgevraagd uittreksels daarvan te verstrekken indien verzocht door daartoe bevoegde personen (vgl. art. 2:120/230 BW).
- Indien en voor zover niet door de statuten beperkt dient het bestuur de vennootschap daadwerkelijk te besturen en mag hij zijn bestuurstaak niet onvervuld laten (vgl. art. 2:129/239 BW).⁴²

41 Daarbij dient het bestuur telkens acht te slaan op de positie van de crediteuren. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW en art. 6:162 BW o.a. HR 6 februari 2004 (Reinders Didam Beheer/Gunning q.q.), ro. 3, daarbij met name A-G Timmerman in 2.3 voor HR 6 februari 2004 (Reinders Didam Beheer/Gunning q.q.) over een discontinuïteitssituatie die ontstaat als gevolg van een dividenduitkering, en HR 8 november 1991 (Nimox/Van den End q.q.), ro. 3.3.1 e.v.

42 Het *bestuur* is *belast* met het besturen van de vennootschap ex art. 2:129/239 lid 1 BW. Hiermee verhoudt zich in beginsel niet dat er in het geheel geen bestuur is, dat het bestuur geheel opzij gezet wordt door een derde en zelfs geen bestuurshandelingen verricht, of dat het bestuur min of meer als ‘marionet’ voor een derde fungeert en niet zelf de beslissingen neemt

→

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

- Indien en voor zover door de statuten bepaald dient het bestuur zich te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap die de algemene lijnen van het te voeren beleid betreffen (vgl. art. 2:129/239 BW).⁴³
- Het bestuur dient de vennootschap op bevoegde wijze te vertegenwoordigen (vgl. art. 2:130/240 BW en art. 2:146/256 BW).⁴⁴
- Het bestuur dient een strategisch beleid te voeren, inzicht te hebben in de algemene en financiële risico's van het beleid en aandacht te hebben voor de beheersing en controle van de vennootschap. Hieruit vloeit mijns inziens voort dat het bestuur er op adequate wijze zorg voor moet dragen dat hij tijdig van juiste en toereikende informatie wordt voorzien over de gang van zaken binnen de vennootschap, alsmede dat indien het voor het bestuur duidelijk wordt dat zich daarbinnen misstanden voor – dreigen te – doen hij tijdig zorg dient te dragen voor adequate maatregelen zoals het doen plaatsvinden van nader onderzoek (vgl. art. 2:141/251 BW).⁴⁵
- In geval van een voorgenomen fusie dient het bestuur zorg te dragen voor – een adequate schriftelijke toelichting bij – het fusievoorstel en benoeming van de accountant die het fusievoorstel moet beoordelen (vgl. art. 2:312 BW t/m art. 2:313 BW, art. 2:326 BW t/m art. 2:327 BW, art. 2:328 BW jo. art. 2:393 BW).
- In geval van een voorgenomen splitsing dient het bestuur zorg te dragen voor – een adequate schriftelijke toelichting bij – het splitsingsvoorstel en benoeming van de accountant die het splitsingsvoorstel moet beoordelen (vgl. art.

maar feitelijk slechts uitvoert wat hem wordt opgedragen. Dienaangaande heeft het bestuur een eigen verantwoordelijkheid, waarbij zij aangetekend dat de bewegingsruimte die het bestuur heeft *de facto* met name minder kan worden naarmate de vennootschap in financieel zwaarder weer terecht komt en in grotere mate afhankelijk wordt van externe financierende partijen. Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.24-3.28. Ik wijs ook op o.a. Ok. 30 augustus 2006 (MS Beheer), ro. 3.2; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub a; Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5; Ok. 29 augustus 1985 (Howson Algraphy Europe), ro. 2; en Ok. 23 juni 1983 (Hyster), ro. 5. Ook een bestuurlijke patstelling die verhindert dat er daadwerkelijk wordt bestuurd staat hier haaks op. Vgl. o.a. Ok. 10 maart 2006 (J.J.C. Eleveld Holding), ro. 3.3-3.5 en Ok. 17 november 2003 (Dolphin Watercompany), ro. 3.6. Vgl. over het (de)fungeren van de raad van commissarissen o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.47.

- 43 Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 21 december 2001 (SOBI/Hurks), ro. 5.3.8.3.
- 44 Vgl. in de context van art. 2:146/256 BW o.a. HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.), ro. 3.3.1 e.v.; HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.5.2; HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2; HR 11 september 1998 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 2.1-2.2; HR 22 maart 1996 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 3.3; en HR 14 september 1940 (Maas/Amazone). Vgl. in verband met art. 2:130/240 BW o.a. HR 17 december 1982 (Bibolini/Antillian Mechanical Works), ro. 3.2-3.3.
- 45 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.26-3.33; Ok. 24 november 2006 (Elf), ro. 3.6-3.7; Ok. 9 april 2004 (Rotomat), ro. 3.2; Ok. 7 april 2004 (Clamor Holding), ro. 3.1; en Ok. 27 november 2003 (Riant Holding), ro. 3.1-3.7. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. Zwolle 11 december 2002 (AMS Modificatie/X.), ro. 4.5. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Utrecht 9 juni 2004, ro. 4.27. Zie hierover ook de *best practice* bepalingen bij Principe II.1 van de Nederlandse *corporate governance* code.

HOOFDSTUK VI

2:334f BW t/m art. 2:334g BW, art. 2:334y BW t/m art. 2:334z BW, art. 2:334aa BW jo. art. 2:393 BW).

- Indien aan de wettelijke vereisten is voldaan dient het bestuur erop toe te zien dat conform de relevante bepalingen een ondernemingsraad wordt ingesteld (vgl. art. 2 e.v. WOR).⁴⁶

35.b. *Specifiek bij het verschaffen van informatie en het verkrijgen van goedkeuring/instemming/advies*

- Indien het bestuur informatie verstrekt dient de informatie zowel toereikend en feitelijk juist te zijn als tijdig te worden verstrekt (vgl. art. 2:8 BW).⁴⁷
- Iedere bestuurder dient bij een tegenstrijdig belang dat hem raakt tijdig toereikende openheid te betrachten tegenover zijn mede-bestuurder(s) (en de raad van commissarissen indien aanwezig) over de aard van het tegenstrijdige belang in het licht van de voorgenomen transactie en het bestuur bij de voorbereiding/besluitvorming te betrekken (voor zover dit niet al het geval is). Het bestuur dient in ieder geval nadien toereikende openheid daarover te betrachten binnen de vennootschap, waarbij met name te denken valt aan de aard van het tegenstrijdige belang alsmede de wijze van totstandkoming en de inhoud van de transactie (vgl. art. 2:8 BW en art. 2:146/256 BW).⁴⁸

46 Vgl. o.a. Ok. 23 januari 2007 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep), ro. 3.6; Ok. 10 december 2003 (ERU Beheer), ro. 3.1-3.8; en Ok. 16 april 1987 (Stolk Intercontinental), ro. 7.

47 Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (ITPreneurs Beheer), ro. 3.6, 3.9; Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.26-3.33, 3.39; Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.13 e.v.; Ok. 28 juli 2006 (TriQorp), ro. 3.5; Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.8; Ok. 2 juli 2002 (Engineering Systems International), ro. 3.3; Ok. 18 april 2002 (Mega Electra Groep), ro. 3.3; Ok. 2 november 1995 (Van Uden's Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij); HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.6, 10.1, 12.4; Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding); Ok. 29 augustus 1985 (Howson Algraphy Europe), ro. 2; Ok. 23 juni 1983 (Hyster), ro. 5; en Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 7-8. Ik wijs ook op o.a. Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.9. Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 7 november 1997 (Philips Electronics/Vereniging van Effectenbezitters), ro. 3.4.2. Zie o.a. A-G Timmerman in 3.4 e.v. voor HR 1 september 2006 (EMBA). Ter invulling van het antwoord op de vraag wanneer de door het bestuur verschaft informatie toereikend mag worden geacht, lijkt het mij goed verdedigbaar aan te knopen bij de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde materialiteitsstandaard in de context van de *duty of disclosure*. Zie hoofdstuk 3 – nummer 14. Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.47 over “zinvolle informatievervalsing.”

48 Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.9; Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8-3.9, 3.11; Ok. 13 juli 2006 (Audilux), ro. 3.7-3.10; Ok. 24 februari 2006 (CDG Holding), ro. 3.13; Ok. 18 augustus 2005 (Dubbelhuis), ro. 3.7-3.8; Ok. 20 december 2004 (S. van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.5; Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.2; Ok. 30 november 2000 (Zwagerman Beheer), ro. 3.1 e.v.; Ok. 16 november 1995 (Amstelstein), ro. 4.2; Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5; Ok. 27 juni 1991 (Jonk de Lint de Rooij Holding); Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding); en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4. Ik wijs ook op o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.5. Zoals volgt uit Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3 gaat het er daarbij om dat de aandeelhouders in

→

- Indien het bestuur een beschermingsmaatregel treft ter bewerkstelling van een *status quo* en voorlopige afwering van een vijandige overname, dient het bestuur in verband daarmee en in vervolg daarop er op adequate wijze voor zorg te dragen dat zowel de minderheidsaandeelhouder die de zeggenschap in de vennootschap tracht te verkrijgen als de overige aandeelhouders tijdig, feitelijk juist en toereikend geïnformeerd worden over de wederzijdse standpunten (vgl. art. 2:8 BW).⁴⁹
- De bestuurders dienen zorg te dragen voor inschrijving van de vennootschap in het handelsregister, adequate deponering van de voorgeschreven stukken verband houdende met oprichting van de vennootschap en tegelijkertijd opgave te doen van de in de wet aangegeven kosten verband houdende met de oprichting van de vennootschap (vgl. art. 2:69/180 BW).
- Het bestuur dient jaarlijks, binnen vijf maanden na afloop van het boekjaar van de vennootschap en behoudens verlenging, de – geconsolideerde – jaarrekening en het jaarverslag op te maken en deze voor de aandeelhouders ten kantore van de vennootschap ter inzage te leggen, waarbij ten aanzien van het jaarverslag de in de wet neergelegde uitzondering kan gelden. Het bestuur dient de jaarrekening te ondertekenen en deze bij toepassing van het structurregime aan de ondernemingsraad te zenden (vgl. art. 2:101/210 BW, art. 2:405 e.v. BW jo. art. 2:24a e.v. BW).⁵⁰ Het bestuur dient zorg te dragen voor de aanwezigheid ten kantore van de vennootschap van de opgemaakte jaarrekening, het jaarverslag en daaraan toe te voegen gegevens, vanaf de oproep voor de algemene vergadering van aandeelhouders bestemd tot hun behandeling. De daartoe volgens de wet bevoegde personen kunnen de stukken aldaar inzien en er kosteloos een afschrift van krijgen (vgl. art. 2:102/212 BW).
- Zijn aandelen, schuldbrieven of – met medewerking van de vennootschap uitgegeven – certificaten daarvan van de vennootschap beursgenoteerd, dan dient het bestuur indien de halfjaar- en kwartaalcijfers van de vennootschap niet alleen aan bestuurders, commissarissen en de ondernemingsraad worden verstrekt deze cijfers openbaar te maken zodra zij beschikbaar zijn. Het bestuur van de beursgenoteerde vennootschap dient een uitkering op aandelen of andere effecten, alsmede besluiten tot tussentijdse uitkering, onverwijld openbaar te maken (vgl. art. 2:103 BW).⁵¹

redelijkheid in staat gesteld moeten worden zich ervan te vergewissen dat de onderscheiden belangen behoorlijk uiteen worden/werden gehouden. Vgl. in de context van art. 2:146/256 BW o.a. HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2 en Gh. 's-Hertogenbosch 25 april 1990 (De Wit/Fabriek voor Auto- en Electronische producten 'White Products'), ro. 4.2.3. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2-4.8. Zie o.a. de *best practice* bepalingen bij Principe II.3 van de Nederlandse *corporate governance* code.

49 Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.12 en HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7.

50 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.4. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. HR 11 juni 1993 (Brens q.q./Bülent Sarper), ro. 3.3.

51 Deze gedragsnorm geldt strikt genomen alleen voor het bestuur van de naamloze vennootschap nu een met art. 2:103 BW vergelijkbare wettelijke bepaling voor de besloten vennootschap ontbreekt.

HOOFDSTUK VI

- Het bestuur dient de algemene vergadering van aandeelhouders alle door haar verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet (vgl. art. 2:107/217 BW).⁵²
- Het bestuur dient besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming, waaronder in ieder geval de nader in de wet omschreven besluiten, te onderwerpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders (vgl. art. 2:107a BW).⁵³
- Binnen drie maanden nadat het voor het bestuur aannemelijk is dat het eigen vermogen van de vennootschap is gedaald tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal dient het bestuur een algemene vergadering van aandeelhouders te houden ter bespreking van zo nodig te nemen maatregelen (vgl. art. 2:108a BW).⁵⁴
- De bestuurders dienen zorg te dragen voor adequate deponering van de voorgeschreven stukken verband houdende met wijzigingen in de statuten van de vennootschap (vgl. art. 2:126/236 BW).
- Het bestuur dient de raad van commissarissen tijdig de voor de uitvoering van diens taak noodzakelijke gegevens te verschaffen en ten minste eenmaal per jaar de raad van commissarissen schriftelijk te informeren over de hoofdlijnen

52 Vgl. o.a. Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.13 e.v.; Ok. 27 november 2006 (World Wide Staffing), ro. 3.3-3.5; Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.18-3.19, 3.46; Ok. 9 april 2004 (Rotomat), ro. 3.5; Ok. 1 augustus 2003 (NIBO), ro. 3.7; en Ok. 18 oktober 2001 (Heineken Holding), ro. 3.9. Vgl. ten aanzien van vragen gesteld door een individuele (minderheids)aandeelhouder o.a. Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.9 en Ok. 23 juli 2001 (Flora Beheer), ro. 3.3-3.5.

53 Deze gedragsnorm geldt strikt genomen alleen voor het bestuur van de naamloze vennootschap nu een met art. 2:107a BW vergelijkbare wettelijke bepaling voor de besloten vennootschap ontbreekt. Vgl. echter o.a. Ok. 8 februari 2007 (De Benpuck Holding), ro. 3.2; Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3; en Ok. 16 november 2005 (UMI Beheer), ro. 3.4 waarin de Ondernemingskamer – via de band van art. 2:8 BW – in wezen een *qua* inhoud aan art. 2:107a lid 1 sub a BW analoge norm voor – het bestuur van – de besloten vennootschap aanneemt. Ik wijs ook op o.a. Ok. 1 februari 2006 (S. Van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.4. In Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.18 e.v. overweegt de Ondernemingskamer in de context van art. 2:349a lid 2 BW – kort gezegd – dat de algemene vergadering van aandeelhouders ten onrechte buiten de besluitvorming aangaande een transactie is gehouden, daarbij leunend op de – door haar gesignaleerde – omstandigheden van het geval, art. 2:8 BW en de gedachte ten grondslag liggende aan art. 2:107a BW (dus niet art. 2:107a BW rechtstreeks). Hier doet zich – wederom – een geval voor waarin de Ondernemingskamer een norm ‘uitvindt’. Zie daarover Willems (2004 a), 437. Vgl. over het lot van een eerder door de Ondernemingskamer ‘uitgevonden’ norm, waarbij het ging om een verplichting tot consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders, HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.2 e.v.

54 Deze gedragsnorm geldt strikt genomen alleen voor het bestuur van de naamloze vennootschap nu een met art. 2:108a BW vergelijkbare wettelijke bepaling voor de besloten vennootschap ontbreekt. Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.22-3.23 over de ratio van art. 2:108a BW en Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.15.

- van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's en het beheers- en controlesysteem van de vennootschap (vgl. art. 2:141/251 BW).⁵⁵
- Het bestuur dient in het algemeen de algemene vergadering van aandeelhouders in geval van een tegenstrijdig belang zo tijdig hierover te informeren dat de algemene vergadering van aandeelhouders in de gelegenheid is haar wettelijke aanwijisbevoegdheid uit te oefenen (vgl. art. 2:146/256 BW).⁵⁶
 - Het bestuur dient nader in de wet omschreven besluiten ter goedkeuring aan de raad van commissarissen voor te leggen (vgl. art. 2:164/274 BW).⁵⁷
 - Het bestuur dient in geval van een voorgenomen fusie zorg te dragen voor adequate deponering/publicatie van de voorgeschreven stukken daarmee verband houdende, en zowel de algemene vergadering van aandeelhouders als de andere te fuseren rechtspersonen in te lichten over na het voorstel gebleken belangrijke wijzigingen in de omstandigheden die de mededelingen in – de toelichting bij – het fusievoorstel hebben beïnvloed (vgl. art. 2:314 BW en art. 2:315 BW).
 - Het bestuur dient in geval van een voorgenomen splitsing zorg te dragen voor adequate deponering/publicatie van de voorgeschreven stukken daarmee verband houdende, en zowel de algemene vergadering van aandeelhouders als de andere bij de voorgenomen splitsing betrokken partijen in te lichten over na het voorstel gebleken belangrijke wijzigingen in de omstandigheden die de mededelingen in – de toelichting bij – het splitsingsvoorstel hebben beïnvloed (vgl. art. 2:334h BW en art. 2:334i BW).
 - Het bestuur dient in de jaarrekening, in de door de vennootschap tussentijds bekend gemaakte cijfers en in het jaarverslag een juiste voorstelling te geven van de toestand van de vennootschap (vgl. art. 2:362 e.v. BW, art. 2:391 BW en art. 2:139/249 BW).⁵⁸

55 Vgl. o.a. Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.12; Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.6, 3.10; Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.6.2; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.5, 11.1-11.2; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding). Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. HR 28 juni 1996 (Pasma q.q./Brijder), ro. 3.5. Zie hierover ook de *best practice* bepalingen bij Principe II.1 van de Nederlandse *corporate governance* code.

56 Vgl. o.a. HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2. Ik wijs ook op HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.), ro. 3.3.2 e.v. en HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.4.2 e.v. Hier merk ik op dat wanneer de bestuurder met een tegenstrijdig belang ex art. 2:146/256 BW de vennootschap onbevoegd vertegenwoordigt, wat mede afhankelijk is van de wijze waarop de statuten in dat verband zijn ingericht, dit mijns inziens ook in een enquêteprocedure door de Ondernemingskamer kan worden signaleerd en als – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag kan worden geduid. Vgl. o.a. Ok. 14 september 1995 (Dintelmond Vastgoed). Dit neemt niet weg dat de toetsingscontexten van art. 2:146/256 BW en het enquêterecht wezenlijk verschillen.

57 Vgl. o.a. Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub b. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5.

58 Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.12; Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.15-3.25; Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.2-3.3; Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.3.5-6.3.9, 6.4.4; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.3; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 10.3-10.9; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3.1 e.v. Vgl. buiten het enquêterecht o.a. HR 10 februari 2006 (Koninklijke KPN/SOBI), ro. 5.1 e.v.

HOOFDSTUK VI

- Gaat de algemene vergadering van aandeelhouders niet over tot het verlenen van de opdracht tot onderzoek van de jaarrekening aan de in de wet bedoelde persoon, en ontbreekt de raad van commissarissen of gaat de aanwezige raad van commissarissen daartoe evenmin over, dan dient het bestuur deze opdracht te verlenen (vgl. art. 2:393 BW).⁵⁹
- Het bestuur dient de jaarrekening binnen de in de wet gegeven termijn openbaar te maken conform de daarvoor geldende voorschriften (vgl. art. 2:394 e.v. BW).⁶⁰
- Indien de door de vennootschap gedreven onderneming een ondernemingsraad kent en het bestuur de ondernemingsraad in de gelegenheid dient te stellen advies uit te brengen over een voorgenomen besluit als nader in de wet omschreven of als het bestuur de instemming van de ondernemingsraad dient te verkrijgen voor een voorgenomen besluit als nader in de wet omschreven, dient het bestuur het te nemen besluit schriftelijk aan de ondernemingsraad voor te leggen, wat betreft de adviesaanvraag op een dusdanig tijdstip dat het advies van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit. Daarbij dient het bestuur aan de ondernemingsraad een overzicht te verstrekken van de beweegredenen voor het besluit en van de gevolgen die het besluit naar te verwachten valt voor de in de onderneming werkzame personen zal hebben, alsmede wat betreft de adviesaanvraag van de naar aanleiding daarvan voorgenomen maatregelen (vgl. art. 25 WOR en art. 27 WOR).⁶¹ Indien het bestuur een voorgenomen besluit neemt waarvoor advies is gevraagd van de ondernemingsraad dient het bestuur de ondernemingsraad zo spoedig mogelijk schriftelijk van het besluit in kennis te stellen. Is het advies van de ondernemingsraad niet of niet geheel gevolgd dan dient het bestuur tevens aan de ondernemingsraad mede te delen waarom van dat advies is afgeweken. Voor zover de ondernemingsraad nog niet heeft geadviseerd over de uitvoering van het besluit dient het bestuur daarover het advies in te winnen van de ondernemingsraad. Als het besluit van het bestuur afwijkt van het advies van de ondernemingsraad dient het bestuur de uitvoering van het besluit op te schorten tot een maand na de dag waarop de ondernemingsraad van het besluit in kennis is gesteld, tenzij de ondernemingsraad het bestuur van deze plicht ontslaat (vgl. art. 25 WOR). Indien het bestuur een voorgenomen besluit neemt waarvoor instemming is gevraagd van de ondernemingsraad dient het bestuur zo spoedig mogelijk schriftelijk mede te delen aan de ondernemingsraad welk besluit hij genomen heeft en met ingang van welke datum hij dat besluit zal uitvoeren (vgl. art. 27 WOR).

⁵⁹ Vgl. o.a. Ok. 23 januari 2007 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep), ro. 3.4.

⁶⁰ Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.4 en Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.8.3. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. HR 20 oktober 2006 (Van Schilt/Jansen q.q.), ro. 4.1 e.v.; HR 2 februari 1996 (Pfenning/Niederer q.q.), ro. 3.1-3.2; en HR 11 juni 1993 (Brens q.q./Bülent Sarper), ro. 3.3.

⁶¹ Vgl. o.a. Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 12.

- Indien de door de vennootschap gedreven onderneming een ondernemingsraad kent dient het bestuur aan de ondernemingsraad – en aan de commissies van die raad – tijdig alle informatie te verstrekken als nader in de wet omschreven (vgl. art. 31 e.v. WOR).

35.c. *Specifiek bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen*

- Het bestuur dient bij het maken van een zakelijke beleidsafweging binnen de grenzen van het doel van de vennootschap te blijven (vgl. art. 2:7 BW).⁶²
- Het bestuur dient bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze te handelen (vgl. art. 2:8 BW).⁶³
- Het bestuur dient telkens die zakelijke beleidsafweging te maken, waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat (vgl. art. 2:8 BW en art. 2:140/250 BW).⁶⁴

62 Vgl. in de context van art. 2:7 BW o.a. HR 20 september 1996 (Playland/S.), ro. 3.4; HR 16 oktober 1992 (Nagtegaal q.q./Westland-Utrecht Hypotheekbank), ro. 3.2 e.v.; en HR 7 februari 1992 (Astro Holding/Pierson, Heldring en Pierson (Curaçao)), ro. 3.2 e.v. Zie voor een rechtspraak- en literatuuroverzicht o.a. Groenewald (2001), 142 e.v.

63 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.8-3.10; Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.12; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.28-3.31; Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.38; Ok. 1 augustus 2003 (VIBA), ro. 3.6; Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11 e.v.; Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.3.10-6.3.11; Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.3 e.v.; Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.2; Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding); en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 3. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 13 e.v. en HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo), ro. 3.3.1 over “de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen.”

64 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.14; Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.28; Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9, 3.13, 3.16; Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4-3.5; Ok. 1 augustus 2003 (VIBA), ro. 3.5, 3.7; Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v.; Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.4.4; HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.1-8.3; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.1-4.2.3.2, 4.7.3.2. Ik wijs ook op o.a. Ok. 18 mei 2004 (Esteves-DWD), ro. 3.3-3.6. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 13. Deze gedragsnorm kan ook een voornamelijk rol spelen in het kader van de gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging binnen de grenzen van het doel van de vennootschap dient te blijven (vgl. art. 2:7 BW). Vgl. o.a. HR 20 september 1996 (Playland/S.), ro. 3.4. Heeft het bestuur een – substantieel – tegenstrijdig belang dan dient het vennootschapsvreemde belang volledig te worden achtergesteld bij het belang van de vennootschap. Vgl. met name HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4 en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4 (waarvan de kernoverweging is overgenomen in HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2). Vgl. voorts o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.10; Ok. 20 december 2004 (S. van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.5; Ok. 23 juli 2004 (Costa Rica Project Management), ro. 3.7-3.12; Ok. 3 februari 2004 (Headscanning Patent), ro. 3.9; Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.5-3.6; Ok. 25 april 2002 (Kai San Holding), ro. 3.8-3.9; Ok. 18 april 2002 (Mega Electra Groep), ro. 3.2; en Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.2.1 sub h en j. Het bestuur dient niet alleen zijn eigen belang maar ook het belang van derden volledig bij het belang van de vennootschap achter te stellen. Vgl. o.a. Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.10; Ok. 28 april 2004 (SCUA Holding), ro. 3.3-3.4; en Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.5.

HOOFDSTUK VI

- Indien de door het bestuur te maken zakelijke beleidsafweging mede bestaat uit een voorzienbare benadeling van een in acht te nemen deelbelang dient het bestuur telkens die belangenafweging te maken welke dat deelbelang niet disproportioneel benadeelt (vgl. art. 2:8 BW).⁶⁵
- Het bestuur dient bij het maken van een zakelijke beleidsafweging een daaraan voorafgaand gewekte en te honoreren verwachting te respecteren, tenzij voor het niet honoreren van de gewekte verwachting een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat (vgl. art. 2:8 BW).⁶⁶

36. Stap 3: de verhouding tussen schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’

Mijns inziens dient in beginsel licht te schijnen tussen – schuldige – schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Ik maak een zijstap naar enquêterechtspraak van de Hoge Raad waarin de grenzen van het begrip ‘wanbeleid’ zijn afgebakend. Deze rechtspraak biedt aanknopingspunten voor mijn uitgangspunt, maar geeft ook blijk van een systematiek die ik minder gelukkig vind.

Uit deze beschikkingen kan worden afgeleid dat als sprake is van incidenteel – toerekenbaar – bestuurlijk tekortschieten, wat ik hier vertaal als – schuldige – schending van een gedragsnorm, één of meer met die eenmalige – schuldige – gedragsnormschending verband houdende aspecten de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ moeten kunnen rechtvaardigen. Als leidraad kan daarbij worden genomen dat dan sprake dient te zijn van voorzienbaar – zeer – nadelige/schadelijke gevolgen voor de vennootschap als gevolg van het ondermaatse gedrag, althans de mogelijkheid van dergelijke gevolgen, en/of van doelbewust ondermaats gedrag.

Ik noem met name de volgende overwegingen van de Hoge Raad.

Uit zijn *Ogem Holding*-beschikking⁶⁷: “Onderdeel e strekt ten betoge dat slechts van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW sprake is, indien dit een structureel karakter draagt, en verwijt de OK ten onrechte incidenten over een tijdsperiode van vele jaren als gevallen van wanbeleid te hebben beschouwd. Dit onderdeel stelt ten onrechte de eis dat het wanbeleid een ‘structureel’ karakter zou moeten vertonen, wil van wanbeleid (...) sprake kun-

⁶⁵ Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7; Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.3-3.16; en Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.6. Afhankelijk van de aan art. 2:8 BW toegekende reikwijdte kan de kring van belanghebbenden ruim of minder ruim worden getrokken.

⁶⁶ Vgl. o.a. Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.11 en Ok. 18 mei 2004 (Esteves-DWD), ro. 3.8-3.11. Vgl. ook o.a. Ok. 12 februari 2007 (VTI), ro. 3.8-3.11; Ok. 5 december 2006 (Bidou), ro. 3.4; Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.13 e.v.; en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 6. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. HR 7 juli 1982 (Enka), ro. 4.2. Ik wijs ook op o.a. A-G Timmerman in 5.14 voor HR 18 november 2005 (Unilever) en Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.5-3.9.

⁶⁷ HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.5-7.6.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

nen zijn, en ziet eraan voorbij dat ook een enkele gedraging wanbeleid kan opleveren, hetgeen met name het geval kan zijn, indien die gedraging tot voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft geleid. Alsdan kan niet worden gesproken van een incident of een als incidenteel te beschouwen beleidsfout. (...) Onderdeel f strekt ten betoge dat de OK ten onrechte persoonlijke verwijtbaarheid niet als een element van wanbeleid beschouwt, waarbij het onderdeel kennelijk verdedigt dat aan bestuurders en/of commissarissen persoonlijk wanbeleid moet kunnen worden verweten. Deze stelling vindt echter geen steun in het recht. Evenzeer is ongegrond de in onderdeel g verdedigde stelling dat van wanbeleid slechts kan worden gesproken, indien schade daarvan het gevolg is.”⁶⁸

Uit zijn *VIBA*-beschikking⁶⁹: “Zoals de Hoge Raad heeft geoordeeld in zijn beschikking van 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem) kan ook een enkele gedraging wanbeleid opleveren, met name indien die gedraging tot voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft geleid. Van een dergelijk geval is te onderscheiden het incident of de incidentele beleidsfout, gevallen die niet als wanbeleid kunnen worden beschouwd. Een enkele gedraging als hiervoor bedoeld kan bestaan in het verstrekken van onvoldoende informatie aan aandeelhouders met betrekking tot een voor de onderneming belangrijk onderwerp. Dit onvoldoende verstrekken van informatie kan echter niet als wanbeleid worden aangemerkt indien het, zoals hier, niet opzettelijk is gebeurd en tot geen ander gevolg heeft geleid dan de mogelijkheid dat bij een deel van de aandeelhouders de niet met de werkelijkheid overeenstemmende indruk bleef bestaan dat met betrekking tot het onderwerp in kwestie sprake was van volstrekt onaanvaardbare belangenverstremming.”⁷⁰

Uit zijn *HBG*-beschikking⁷¹: “De wijze waarop een beursvennootschap als HBG in haar jaarverslagen, kwartaalberichten en (andere) publicaties ten dienste van (onder meer) het belegend publiek alsmede in de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording aflegt van en informatie verschaft over de door haar gemaakte beleidskeuzen kan onder omstandigheden dusdanig gebrekkig zijn dat dit een handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap oplevert. Zulks kan in het bijzonder het geval zijn indien het bestuur van de vennootschap in dit opzicht bij herhaling en stelselmatig tekortschiet. (...) Zoals de Hoge Raad heeft geoordeeld in zijn beschikking van 10 januari 1990, nr. 21, NJ 1990, 466 (Ogem) kan ook een enkele gedraging wanbeleid opleveren, met name indien die gedraging tot voor de onderneming zeer schadelijke gevolgen heeft geleid. Van zeer schadelijke gevolgen in deze zin kan echter niet worden gesproken in een situatie waarin in een algemene vergadering van aandeelhouders een omstrede beleidskeuze wordt toegelicht en gebrekkige communicatie dienaangaande leidt tot het ontstaan van misverstanden en een vertrouwensbreuk met aandeelhouders die zich met de gemaakte keuze niet kunnen verenigen.”

68 De Hoge Raad maakt het intreden van zeer nadelige gevolgen van gevoerd beleid voor bepaalde gevallen tot voorwaarde voor het kunnen (dis)kwalificeren van het beleid als ‘wanbeleid’. Men kan zich afvragen of hiermee in art. 2:355 lid 5 BW rekening is gehouden, nu onderscheid wordt gemaakt tussen ‘wanbeleid’ en de uit ‘wanbeleid’ voortvloeiende gevolgen.

69 HR 21 februari 2003 (VIBA), 3.4.3.

70 Vgl. o.a. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3.1, 4.9.3.9 en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding).

71 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2.

HOOFDSTUK VI

En uit zijn *RNA*-beschikking⁷²: “Onderdeel 11.14 klaagt dat de Ondernemingskamer met haar door *RNA* bestreden beslissing blijk heeft gegeven van een onjuiste rechtsopvatting, althans haar oordeel niet naar de eis der wet met redenen heeft omkleed, omdat alleen strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap kan worden aangenomen, als sprake is van beleidsfouten die voldoende ernstig zijn om deze kwalificatie te rechtvaardigen en dat niet het geval kan zijn bij een incidentele beleidsfout. Ook deze klacht treft geen doel. In de eerste plaats ligt in het oordeel van de Ondernemingskamer besloten dat de door haar afgekeurde handelwijze van *RNA* ernstig verwijtbaar is en daarom de kwalificatie wanbeleid verdient. In de tweede plaats gaat het onderdeel uit van de onjuiste maatstaf dat een incidenteel besluit – als daarvan hier al sprake zou zijn – nimmer wanbeleid kan opleveren. Ten slotte is – anders dan het onderdeel veronderstelt – voor de beslissing dat van wanbeleid is gebleken niet noodzakelijk dat komt vast te staan dat het besluit ook daadwerkelijk tot nadelige gevolgen heeft geleid. Voldoende kan zijn, zoals de Ondernemingskamer hier kennelijk heeft aangenomen, dat het besluit mogelijk tot nadelige gevolgen had kunnen leiden.”⁷³

Het ligt in de rede dat wanneer het gaat om een incidentele – schuldige – gedragsnormschending, voor de vaststelling ‘wanbeleid’ hogere eisen gesteld worden aan de mate van schuld van het bestuur naarmate de voorzienbaar – mogelijk – nadelige/schadelijke gevolgen van de gedragsnormschending minder ernstig zijn:

- een onbewuste gedragsnormschending kan dan volstaan bij voorzienbaar – mogelijk – zeer nadelige/schadelijke gevolgen;
- terwijl een bewuste gedragsnormschending vereist is bij voorzienbaar – mogelijk – nadelige/schadelijke gevolgen;
- en een *doel*bewuste gedragsnormschending (i.e. opzet) bij geen voorzienbaar – mogelijk – nadelige/schadelijke gevolgen.⁷⁴

Hierdoor ontstaat een zekere balans. In de laatste twee gevallen is dan naast een onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende gedragsnorm ook de loyaliteitsplicht geschonden. Hiervan is in mijn optiek immers sprake bij een (doel)bewuste gedragsnormschending.

⁷² HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26.

⁷³ Ik wijs erop dat de Hoge Raad hier niet rept over zeer nadelige of schadelijke gevolgen maar slechts over nadelige gevolgen. Vgl. nadien o.a. HR 18 november 2005 (*Unilever*), ro. 5.4. Zie o.a. A-G Timmerman in 5.16 voor HR 18 november 2005 (*Unilever*) die korthedshalve verwijst naar “ernstige gevolgen.” Winters en Van de Weert stellen in hun noot bij HR 21 februari 2003 (*VIBA*) dat ‘wanbeleid’ zich bij een eenmalige gedraging ook kan voordoen als geen sprake is van zeer nadelige/schadelijke gevolgen voor de vennootschap en baseren zich daarbij op HR 18 april 2003 (*RNA*), ro. 3.26. Mijns inziens volgt dit reeds uit HR 21 februari 2003 (*VIBA*), ro. 3.4.3 nu de Hoge Raad daarin lijkt te stellen dat ook het opzettelijk onvoldoende informeren van de aandeelhouders op zichzelf tot ‘wanbeleid’ kan leiden. Soerjatin (2004), 111-112 ziet dit laatste anders.

⁷⁴ Vgl. o.a. Ok. 6 juli 2006 (*Taxi Centrale Amsterdam*), ro. 3.29-3.31 en Ok. 1 februari 2006 (*S. Van Baarsen Halfweg*), ro. 3.3-3.5.

Waarin nadelige gevolgen zich onderscheiden van schadelijke gevolgen is niet erg helder, zo er al een onderscheid is. Het is denkbaar dat hiermee door de Hoge Raad geen verschil tot uitdrukking is gebracht en dat de keuze toevallig is geweest. Wellicht kan worden gesteld dat het begrip ‘schadelijke gevolgen’ een financieel-economisch karakter heeft en als *species* gezien moet worden van de *genus* ‘nadelige gevolgen’. Bij zeer schadelijke gevolgen kan dan worden gedacht aan omvangrijke verliezen door ondernemingsbeleid dat niet goed uitpakt of aan ernstige reputatieschade die in financieel-economische zin doorwerkt. Van zeer nadelige gevolgen kan dan worden gesproken als de buitengewoon negatieve gevolgen van het beleid zich niet ook direct in financieel-economische zin laten vertalen. Daarbij kan de importantie van de context waarin het gewraakte bestuurlijk gedrag moet worden gezien een rol spelen.⁷⁵

Dit strookt met de verwijzing van de Hoge Raad in zijn *Ogem Holding*-beschikking⁷⁶ naar zeer nadelige gevolgen en zijn overweging daarin dat voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ schade geen constitutief vereiste is. In zijn *HBG*-beschikking⁷⁷ rept de Hoge Raad echter over ‘zeer schadelijke gevolgen’ onder verwijzing naar zijn *Ogem Holding*-beschikking.⁷⁸

Ook dit blijft vooral een theoretisch onderscheid waarvan de praktische meerwaarde nogal marginaal oogt. Waar de grenzen liggen van zeer nadelige/schadelijke gevolgen is afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

Zo is het denkbaar dat bij een grote beursgenoteerde vennootschap eerder sprake is van zeer nadelige gevolgen van ontoereikende informatieverschaffing door het bestuur aan de aandeelhouders dan bij een kleine niet-beursgenoteerde vennootschap.⁷⁹

Duidelijk is dat de Hoge Raad⁸⁰ onder zeer nadelige gevolgen niet verstaat:

- het onvoldoende verstrekken van informatie dat tot geen ander gevolg heeft geleid dan de mogelijkheid dat bij een deel van de aandeelhouders de niet met

75 Vgl. o.a. HR 21 februari 2003 (VIBA), 3.4.3: “Zoals de Hoge Raad heeft geoordeeld in zijn beschikking van 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem) kan ook een enkele gedraging wanbeleid opleveren, met name indien die gedraging tot voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft geleid. Van een dergelijk geval is te onderscheiden het incident of de incidentele beleidsfout, gevallen die niet als wanbeleid kunnen worden beschouwd. Een enkele gedraging als hiervoor bedoeld kan bestaan in het verstrekken van onvoldoende informatie aan aandeelhouders met betrekking tot een voor de onderneming belangrijk onderwerp” en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 10.2 waarin de Hoge Raad bepaalde besluiten verband houdend met de ontwikkeling van bouwprojecten “van zeer groot gewicht” bestempelt vanwege de verliezen waartoe die bouwprojecten hebben geleid.

76 HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 7.5-7.6.

77 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2.

78 Vgl. o.a. Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.4 over “(ernstig) negatieve gevolgen.”

79 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 561.

80 HR 21 februari 2003 (VIBA), 3.4.3.

HOOFDSTUK VI

de werkelijkheid overeenstemmende indruk is blijven bestaan dat met betrekking tot het onderwerp in kwestie sprake is van ‘volstrekt onaanvaardbare belangenverstrengeling’;

en dat de Hoge Raad⁸¹ onder zeer schadelijke gevolgen niet verstaat:

- een situatie waarin in een algemene vergadering van aandeelhouders een omstreden beleidskeuze wordt toegelicht en gebrekkige communicatie dienaangaande leidt tot het ontstaan van misverstanden en een vertrouwensbreuk met aandeelhouders die zich met de gemaakte keuze niet kunnen verenigen.⁸²

Kort en goed:

1. de frequentie van de – schuldige – gedragsnormschending⁸³;
2. de voorzienbaarheid en ernst van de – mogelijk – nadelige/schadelijke gevolgen daarvan voor de vennootschap⁸⁴;
3. en de zwaarte van de subjectieve laakbaarheid⁸⁵;

zijn belangrijke aspecten die het voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ vereiste reliëf kunnen geven aan – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag.⁸⁶ Dit zijn

81 HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.8.2.

82 Een treffend voorbeeld van zeer schadelijke gevolgen biedt Ok. 17 augustus 2005 (Schruns), ro. 3.2. Vgl. over ‘schade in financieel opzicht’ o.a. Ok. 1 februari 2006 (S. Van Baarsen Halfweg), ro. 3.3-3.5. Vgl. over al dan niet zeer nadelige gevolgen o.a. Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9 en Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.6-3.7.

83 Hieronder versta ik bijvoorbeeld ook het gedurende een aantal jaren niet instellen van een ondernemingsraad ondanks de bestaande verplichting daartoe. In Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9 rangschikt de Ondernemingskamer de diverse keren dat door – althans namens – Unilever informatie is verschaft onder de noemer ‘enkele gedraging’. Ik zou hier eerder willen spreken van diverse gedragingen, die ieder voor zich kunnen leiden tot – schuldige – schending van een gedragsnorm.

84 In Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.9 overweegt de Ondernemingskamer: “(...) niet valt uit te sluiten dat deze gedraging of dit besluit voor de vennootschap zeer nadelige gevolgen zal hebben, met name indien zou blijken dat opzettelijk onvoldoende of onjuiste informatie is verschaft.” Zij plaatst het oogmerk van – het bestuur van – Unilever in de sleutel van de mate van nadeligheid van de gevolgen voor de vennootschap. Hier is mijns inziens sprake van twee te onderscheiden elementen die in elkaars verlengde kunnen liggen. Vgl. o.a. Ok. 27 april 2000 (Beheersmaatschappij P. van der Wegen), ro. 4.6; Ok. 20 juli 2001 (Bosbo), ro. 3.3; en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3.7-4.9.3.8.

85 Vgl. o.a. Ok. 26 juli 2002 (Masa Transportation), ro. 3.4 en Ok. 27 april 2000 (Beheersmaatschappij P. van der Wegen), ro. 4.6. Vgl. ook o.a. Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.9.3.2, 4.9.3.9 en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding).

86 Vgl. o.a. Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.6. Timmerman (2003 c), 560 maakt onderscheid tussen schending van dwingendrechtelijke en niet-dwingendrechtelijke wettelijke voorschriften. Schending van dwingendrechtelijke wettelijke voorschriften leidt dan eerder tot de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Dat onderscheid zou ik niet willen maken. Waar het mijns inziens om gaat is of het bestuur de gedragsnorm zoals die *in casu* luidt – op schuldige wijze – heeft geschonden.

mogelijk bijkomende, verzwarende omstandigheden.⁸⁷ In situaties waarin bijkomende, verzwarende omstandigheden zich voordoen zal al snel sprake zijn van ‘wanbeleid’, al is van machinaal toepasbare grootheden geen sprake.

Zo had ik mij goed kunnen voorstellen dat de Ondernemingskamer in haar *Beheermaatschappij Trial*-beschikking⁸⁸ vanwege de structurele aard van het gesignaleerde tekortschieten (i.e. het sinds 1995 en in strijd met het bepaalde in art. 2:8 BW consequent ontoereikend verschaffen van informatie aan een aandeelhouder) wél tot ‘wanbeleid’ had geconcludeerd en niet slechts dat de vennootschap “onjuist gehandeld” heeft.⁸⁹ Waarom de Ondernemingskamer de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ hier “te zwaar en bovendien niet opportuun” vindt is mij uit de beschikking in ieder geval niet duidelijk geworden, met name nu de Ondernemingskamer andere aspecten van het gevoerde beleid wel zonder veel omhaal van woorden als ‘wanbeleid’ betitelt.⁹⁰

‘Wanbeleid’ wordt daardoor gereserveerd voor die gevallen waarin daadwerkelijk sprake is van tekortschietend beleid van dusdanige ernst dat deze (dis)kwalificatie te rechtvaardigen valt, in lijn met de bedoeling van de wetgever en de rechtspraak van de Hoge Raad.⁹¹

De gelijkschakeling door de Hoge Raad van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ met ‘wanbeleid’ en de functie van de ‘elementaire beginselen’ formule in enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer werkt in het licht van het voorgaande vertroebelend in plaats van verhelderend.⁹² Dit neemt het zicht weg op de werkelijke verhouding tussen – schuldige – schending van één of meer gedragsnormen, waarop ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ in essentie toch dient te zien, en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Een eenmalige – schuldige – gedragsnormschending leidt in mijn optiek op zichzelf tot ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ (of beter gezegd: normen van verantwoord bestuur)⁹³, maar niet noodzakelijkerwijs tot ‘wanbeleid’. Daarvoor is meer nodig. ‘Wanbeleid’ is een zelfstandige maatstaf die moet worden onderscheiden van de ‘elementaire beginselen’ formule.⁹⁴ Dit onderscheid komt in de huidige leer niet goed tot uitdrukking.

87 Zie o.a. Timmerman (2003 c), 559, 561.

88 Ok. 16 februari 2006 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.5.

89 Vgl. o.a. Ok. 9 oktober 2006 (UMI Beheer), ro. 3.3 en HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.5.1 e.v.

90 Ik wijs nog op Ok. 14 februari 2007 (Beheermaatschappij Trial), ro. 3.11.

91 Zie o.a. Maeijer in zijn noot sub 4 bij HR 21 februari 2003 (HBG). Zie hoofdstuk 5 – nummers 25 en 26.a-26.b.

92 Zie hoofdstuk 5 – nummers 27.a en 28.

93 Zie nummer 34 hiervoor.

94 Zie o.a. A-G Timmerman in 3.39 voor HR 8 april 2005 (Laurus) en plv. P-G Mok in 3.3.2.1 voor HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer).

37. Stap 4: de verhouding tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’

In de tweede fase dient in mijn optiek in de analyse van de Ondernemingskamer de eerste vraag te luiden of, gelet op alle omstandigheden van het geval, sprake is van één of meer – schuldige – gedragsnormschendingen en daarmee – schuldige – schending van de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht. Indien deze vraag bevestigend wordt beantwoord dient de tweede vraag te luiden of, gelet op alle omstandigheden van het geval, zelfs sprake is van ‘wanbeleid’. Daarvoor is een enkele – schuldige – gedragsnormschending onvoldoende. Dit vereist bijkomende, verzwarende omstandigheden. Pas als de tweede vraag bevestigend is beantwoord door de Ondernemingskamer komt zij aan de derde vraag toe: of, en zo ja welke, voorzieningen ex art. 2:356 BW getroffen dienen te worden, indien daarom is verzocht.

Hoe nu een – schuldige – gedragsnormschending binnen het enquêterecht te duiden? Het begrip ‘onjuist beleid’ vormt daarvoor mijns inziens het geëigende kader.⁹⁵ Een begrip dat de Ondernemingskamer – zij het inconsequent – in de tweede fase wel hanteert, maar waarmee zij niet goed uit de voeten lijkt te kunnen.

Hantering van het begrip ‘onjuist beleid’ strookt met de wetsgeschiedenis van het enquêterecht.⁹⁶ Als uit het resultaat van het onderzoek kan blijken dat achteraf bezien van ‘onjuist beleid’ moet worden gesproken, waarbij ‘onjuist beleid’ moet worden onderscheiden van het zwaardere begrip ‘wanbeleid’, dan ligt het in de rede dat de Ondernemingskamer dit in haar analyse kan betrekken. Ik heb daarbij het oog op het lichaam van de (eind)beschikking en niet op het dictum, omdat het nu juist de analyse van de Ondernemingskamer is waarin het begrip ‘onjuist beleid’ mijns inziens een nuttige rol kan spelen als opmaat naar het wanbeleidoordeel, waar de tweede fase volgens de wetgever en de Hoge Raad uiteindelijk om draait.⁹⁷

95 In een eerste schets van de door mij bepleite nuancering van het materiële enquête-instrumentarium, Assink (2006 c), 313, nam ik als uitgangspunt dat voor op bestuurlijk gedrag gebaseerd ‘onjuist beleid’ vereist is dat de normschending het bestuur ook valt aan te rekenen. Na verdere uitwerking vind ik dat bij nader inzien toch te weinig verfijnd. Zuiverder is het om, gelet op de toonzetting van het enquêterecht, als uitgangspunt te nemen dat bij dergelijk ‘onjuist beleid’ de nadruk ligt op de ondermaatsheid van het bestuurlijk gedrag en dat met ondermaats bestuurlijk gedrag schuld vaak gepaard gaat.

96 Zie Memorie van Toelichting (1967-1968), 6: “De ondernemingskamer onderzoekt of uit de gegevens die haar ter beschikking staan gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen zijn af te leiden en wijst, bij beantwoording in bevestigende zin, het verzoek tot de instelling van een enquête toe. Uit het resultaat van het onderzoek kan blijken dat achteraf gezien de twijfel toch ongegrond was, of dat inderdaad van een onjuist beleid moet worden gesproken. Blijkt het beleid in zeer ernstige mate te zijn tekort geschoten, zodat van wanbeleid moet worden gesproken, dan is er voldoende aanleiding tot toepassing van een of meer voorzieningen door de ondernemingskamer, voor zover niet reeds vrijwillig maatregelen zijn getroffen.”

97 Vgl. o.a. Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.3; Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 2.1 onder verwijzing naar HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.1; Ok. 2 januari 1992 (Bobel), ro. 4.2; en Ok. 22 december 1983 (Ogem Holding), ro. 7.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

Ik wijs allereerst op de *Laurus*-beschikking⁹⁸ van de Hoge Raad: “Zoals de Hoge Raad in zijn beschikking van 27 september 2000, nr. OK 80, NJ 2000, 653, heeft geoordeeld, houdt het in de wet vastgelegde stelsel van het recht van enquête twee afzonderlijke procedures in (in HR 6 juni 2003, nr. R 02/078, NJ 2003, 486 ook aangeduid als: twee fasen). Wat betreft de tweede procedure, waarin de ondernemingskamer, indien uit het verslag van de door haar benoemde onderzoekers van wanbeleid is gebleken (art. 2:355 BW), de in art. 2:356 BW genoemde voorzieningen kan treffen (...). (...) Het onderdeel is in zoverre op een juist uitgangspunt gebaseerd dat, zoals hiervoor in 3.7 werd overwogen, het in de wet vastgelegde stelsel van het recht van enquête uit twee afzonderlijke procedures bestaat. Dit betekent echter niet dat die procedures geheel los van elkaar staan. In de tweede procedure wordt immers voortgebouwd op de eerste procedure in die zin dat daarin centraal staan (het verslag van) het in de eerste procedure gelaste onderzoek en de beoordeling door de ondernemingskamer op basis van dat verslag van de vragen of sprake is geweest van wanbeleid en zo ja, welke voorzieningen dan eventueel dienen te worden getroffen.”⁹⁹

Ik wijs voorts op wat de Hoge Raad overweegt in zijn *Scheipar*-beschikking¹⁰⁰: “Gelet op de zo-even vermelde maatstaf en op het doel van een enquêteprocedure, moet worden aangenomen dat de voormalige bestuurder van de rechtspersoon die volgens het daartoe ingediende verzoek onderworpen dreigt te worden aan een onderzoek naar het in het verleden mede door deze bestuurder gevoerde beleid en de gang van zaken in de rechtspersoon, als belanghebbende kan worden aangemerkt. Deze bestuurder zal immers – voor de periode die hem aangaat – voor dat beleid verantwoordelijk kunnen worden gehouden. Er is geen reden om te dezer zake verschil te maken tussen de eerste fase van de enquêteprocedure waarin moet worden beoordeeld of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen, en de tweede fase waarin moet worden beoordeeld of van wanbeleid sprake is geweest en welke gevolgen daaraan eventueel moeten worden verbonden.”

Ook de kernoverweging van de Hoge Raad in zijn *Text Lite Holding*-beschikking¹⁰¹ is hier van belang: “De basis van het enquêterecht is het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de rechtspersoon, met het doel na te gaan of sprake is (geweest) van wanbeleid.”

De wettelijke systematiek en de rechtspraak van de Hoge Raad staan er mijns inziens niet aan in de weg dat de Ondernemingskamer het begrip ‘onjuist beleid’ betreft in haar analyse of sprake is van ‘wanbeleid’.¹⁰² Iets anders is of de Ondernemingskamer in het dictum ook kan oordelen dat wel is gebleken van ‘onjuist beleid’, maar niet van ‘wanbeleid’. Ervan uitgaande dat daarvoor een uitdrukkelijke wettelijke basis nodig is en dat die ontbreekt, nu art. 2:355 lid 1 BW alleen verwijst naar het geval waarin uit het onderzoeksverslag van ‘wanbeleid’ is

98 HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.7, 3.11.

99 Zie o.a. A-G Timmerman in 3.3 voor HR 23 juni 2006 (*CallActive*).

100 HR 6 juni 2003 (*Scheipar*), ro. 3.3.3.

101 HR 4 juni 1997 (*Text Lite Holding*), ro. 4.1.1.

102 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (*Ogem Holding*), ro. 7.3 waarin de Hoge Raad goedkeurt de door de Ondernemingskamer gehanteerde ‘twee-traps’ systematiek ter vaststelling van aan- of afwezigheid van ‘wanbeleid’.

HOOFDSTUK VI

gebleken en art. 2:354 BW – waarin het begrip ‘onjuist beleid’ wel wordt genoemd – alleen ziet op een verzoek tot kostenverhaal, ligt een ontkenning antwoord in de rede. Dit strookt met de rechtspraak van de Hoge Raad. De strekking van art. 2:355 lid 1 BW is dan dat de Ondernemingskamer in de tweede fase in het dictum alleen een wanbeleidoordeel kan vellen: uit het onderzoeksverslag is van ‘wanbeleid’ gebleken of niet. Als uit het verslag van ‘wanbeleid’ is gebleken kan zij dat in het dictum vaststellen en, indien verzocht, eventueel voorzieningen ex art. 2:356 BW treffen en kort gezegd de geldingsduur, de gevolgen en de tenuitvoerlegging ervan regelen.¹⁰³ Hierover wordt ook anders gedacht.¹⁰⁴

Door het begrip ‘onjuist beleid’ in de tweede fase consequent in de analyse te betrekken zoals door mij bepleit ontstaat meer helderheid over het normatieve onderscheid tussen dit begrip en ‘wanbeleid’. In de praktijk is dit onderscheid niet helder.¹⁰⁵ Een hanteerbaar onderscheid in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ draagt eraan bij dat de zware (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’¹⁰⁶ via de voorafgaande lichtere (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ van een deugdelijke fundering wordt voorzien. Deze benadering helpt voorkomen dat de Ondernemingskamer té snel tot ‘wanbeleid’ concludeert.¹⁰⁷ Een hanteerbaar onderscheid in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ helpt ook voorkomen dat, als gevolg van de beperkte uitleg door de Hoge Raad van het begrip ‘wanbeleid’, de Ondernemingskamer in haar analyse

103 Vgl. o.a. HR 4 november 1987, ro. 3.3. Vgl. ook o.a. Ok. 9 januari 2004 (Laurus), ro. 3.6; Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.10; Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 3.2.4; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding), ro. 4.1.6.

104 Zie o.a. Slagter (2005), 554-557: “Nu de Hoge Raad terecht heeft geoordeeld, dat de OK in de zaken HBG, VIBA en RNA het begrip ‘wanbeleid’ te ver had uitgerekt, zal er voor de OK nog meer een noodzaak ontstaan niet langer te volstaan met de keuze geen wanbeleid of wel wanbeleid, maar ervan uit te gaan, dat, zoals vaak in het recht, tussen wit en zwart grijs zit en dat in vele gevallen met het oordeel ‘onjuist beleid’ zou moeten worden volstaan”; Slagter (2004), 980; en Slagter (2003), 466-467 die stelt dat de Ondernemingskamer reeds nu kan volstaan met de uitspraak ‘onjuist beleid’ als van ‘wanbeleid’ niet gebleken is, waarbij zij dan geen art. 2:356 BW-voorzieningen kan treffen; Bartman in zijn noot sub 3 bij HR 21 februari 2003 (HBG) die oppert het dictum van ‘onzorgvuldig beleid’ als tussencategorie op te nemen, zonder de mogelijkheid tot het treffen van art. 2:356 BW-voorzieningen, en veronderstelt “dat de OK wel de laatste zal zijn die meent dat hiervoor een wetswijziging noodzakelijk is”; en Raaijmakers (2003), 1378-1379 die de indruk wekt een dergelijke systematiek (niet on)mogelijk te achten. Anders IJsselmuiden in zijn noot bij Ok. 1 september 1994 (KMZM).

105 Zie hoofdstuk 5 – nummer 29.

106 Zie o.a. Geerts (2004), 229-230 en Willems (2003 b), 15.

107 Hoewel het materiële enquête-instrumentarium meer dan één smaak behoort te kennen, dient de kwalificatie ‘juist beleid’ naar mijn mening van dit palet geen deel uit te maken. Over de ‘juistheid’ van het beleid, wat niet hetzelfde is als de afwezigheid van ‘onjuist beleid’, heeft de Ondernemingskamer zich niet uit te laten. Zover strekt de taak van de rechter zich niet uit. Met name in de context van art. 26 lid 4 WOR heeft de Ondernemingskamer dit uitgangspunt duidelijk verwoord. Vgl. o.a. Ok. 13 november 1980 (Stichting Pensioenfonds), ro. 10 en Ok. 19 februari 1981, ro. 7. In Ok. 18 oktober 2001 (Heineken Holding), ro. 3.15 lijkt zij wel haar mening te geven over hoe het beleid – dat de toets der kritiek van art. 2:350 lid 1 BW kan doorstaan – ‘beter’ had gekund. Vgl. o.a. Ok. 13 juli 2006 (Audilux), ro. 3.11; Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.8; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.65; Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.44; en Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.17.

ofwel het bestuurlijk gedrag geheel laat voor wat het is omdat van ‘wanbeleid’ geen sprake is, ofwel zonder duidelijk normatief kader ‘kanttekeningen’ bij het bestuurlijk gedrag gaat zetten waarvan de status niet erg duidelijk is.¹⁰⁸ Dit onderkent ook het belang dat kan worden gehecht aan de rechtsvorming en de mogelijke voorbeeldfunctie van de enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer.¹⁰⁹ Een hanteerbaar onderscheid in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ bewerkstelligt ten slotte dat aanwijsbare ruimte ontstaat voor kostenverhaal ex art. 2:354 BW wanneer van ‘wanbeleid’ geen sprake is.¹¹⁰

Door het begrip ‘onjuist beleid’ in de tweede fase consequent in de analyse te betrekken zoals door mij bepleit wordt het in algemene zin eveneens duidelijker wanneer bij toetsing van bestuurlijk gedrag in de eerste fase gesproken kan worden van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Daarvoor kan een vermoeden van ‘onjuist beleid’ volstaan.¹¹¹ De Ondernemingskamer is nogal eens geneigd een vermoeden van ‘wanbeleid’ als vereiste voor toewijzing van een enquêteverzoek te hanteren.¹¹² Mijns inziens bestaan in beginsel ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ indien in het licht van alle omstandigheden van het geval de reële kans aanwezig is dat bij nader onderzoek – op basis van het onderzoeksverslag – ten minste blijkt dat de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht – op schuldige wijze – zijn/is geschonden. Hoewel toewijzing van een enquêteverzoek vanwege de aanwezigheid van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ vaak gebaseerd zal zijn op meer dan één ‘verdachte’ omstandigheid, kan een vermoeden dat één of meer gedragsnormen – op schuldige wijze – zijn geschonden daarvoor mijns inziens voldoende zijn. Dit valt in mijn optiek onder het bereik van deze (dis)kwalificatie.¹¹³

Een mooi voorbeeld vormt de *Amstelstein*-beschikking¹¹⁴ van de Ondernemingskamer waarvan de kernoverweging te instructief is om niet te citeren: “Naar het oordeel van het hof zijn er gegronde redenen om aan een juist beleid van beide vennootschappen te twijfelen. Op goede gronden hebben verzoekers aangevoerd dat belangen van Joop Veenemans prive en diens Veenemans BV (...) verstrengeld zijn met, althans tegenstrijdig kunnen zijn aan belangen van de vennootschappen. (...) Wanneer zich de mogelijkheid van conflicte-

108 Illustratief is Ok. 18 oktober 2004 (NIBO), ro. 3.11-3.14. Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.8, 3.15, 3.37 en 3.41; Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.25; en Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.7-3.9. In Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.17 laat de Ondernemingskamer zich genuanceerder uit. Vgl. o.a. Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 3.4.

109 Vgl. o.a. HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 4.3.

110 Schuldige schending van een gedragsnorm is mijns inziens ernstig genoeg om als grondslag voor kostenverhaal te kunnen dienen, mits die schending te individualiseren valt en overigens de billijkheid niet meebrengt dat het verzoek tot kostenverhaal toch afgewezen dient te worden.

111 Zie hoofdstuk 5 – nummer 25.

112 Zie hoofdstuk 5 – nummer 30.b.

113 In HR 15 december 2006 (Backers en Zoon), ro. 3 en HR 23 juni 2006 (CallActive), ro. 3 lijkt de Hoge Raad – in navolging van A-G Timmerman – een andere koers te varen.

114 Ok. 16 november 1995 (Amstelstein), ro. 4.2.

HOOFDSTUK VI

rende belangen voordoet, is het van belang dat zichtbaar gemaakt wordt dat de onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze gescheiden gehouden worden. De grootst mogelijke openheid moet worden betracht en informatie moet op ruime schaal worden verschaft, al was het alleen maar om de schijn te vermijden dat het tegenstrijdig belang werkelijk een rol speelt of heeft gespeeld. Voorshands is niet aannemelijk geworden dat Joop Veenemans ook daadwerkelijk zijn eigen belang heeft behartigd ten nadele van de vennootschappen en van belangen van andere bij de vennootschappen betrokkenen, zoals de verzoekers; echter, niet miskend kan worden dat hij als bestuurder van de vennootschappen tekort geschoten is waar het gaat om een behoorlijke en tijdige informatie van verzoekers (...).¹¹⁵

Deze invulling van de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf conflicteert niet met de doeleinden van de enquête¹¹⁶, terwijl deze invulling onverlet laat dat de Ondernemingskamer op grond van haar discretionaire bevoegdheid het enquêteverzoek ondanks gebleken ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ kan afwijzen. De Ondernemingskamer dient voldoende oog te hebben voor de bezwaren tegen een ruime toepassing van het relatief zware middel van een enquête.¹¹⁷ Wanneer de maatstaven van redelijkheid en billijkheid daartoe nopen zal het enquêteverzoek afgewezen dienen te worden, ondanks de aanwezigheid van voldoende belang bij de verzoeker tot het verzoeken om een enquête en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.¹¹⁸

Zo zal toewijzing van een enquêteverzoek voor de vennootschap, met name in een *going concern* situatie, doorgaans ingrijpende gevolgen hebben. Niet alleen vereist het verweer de nodige tijd en aandacht van het bestuur en zijn daaraan de nodige – al snel aanzienlijke – kosten verbonden, de aan een enquête verbonden publiciteit zal eerder negatief dan positief uitwerken voor de vennootschap¹¹⁹, kan onrust in de markt veroorzaken en in voorkomende gevallen zelfs de beurskoers beïnvloeden, terwijl het onderzoek zelf ook de nodige tijd en aandacht van bij de vennootschap betrokkenen zal vergen.¹²⁰ Daarbij komt dat de uitkomst van een enquêteprocedure ook gevolgen kan hebben in andere procedures, waarbij met name te denken valt aan op een enquêteprocedure volgende persoonlijke aansprakelijkheidsprocedures tegen het bestuur op grond van bijvoorbeeld art. 2:9 BW.¹²¹

Dit onderkent de Hoge Raad in zijn *Unilever*-beschikking¹²²: “De bezwaren waarop Unilever zich in dit verband heeft beroepen, zijn dat het instellen van een enquête repu-

115 Vgl. o.a. Ok. 20 juli 2001 (Bosbo), ro. 3.3-3.4; Ok. 10 december 2003 (ERU Beheer), ro. 3.1-3.8; en Ok. 16 april 1987 (Stolk Intercontinental), ro. 7.

116 Het kan dan welbeschouwd al niet meer gaan om een louter vermogensrechtelijk geschil. Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.a.

117 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1. Zie o.a. A-G Timmerman in 3.8 voor HR 1 september 2006 (EMBA) en in 4.11 voor HR 23 juni 2006 (CallActive).

118 Vgl. o.a. Ok. 24 februari 2006 (CDG Holding), ro. 3.15-3.16 en Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.9. Zie hoofdstuk 5 – nummer 30.a.

119 Vgl. o.a. Ok. 2 november 1995 (Van Uden’s Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij) en Ok. 24 november 1994 (Louder Holdings), ro. 3.3.3.

120 Zie o.a. Memorie van Toelichting (1967-1968), 4.

121 Vgl. o.a. HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8.

122 HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1-4.4.2.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

tatieschade voor de betrokken rechtspersoon kan meebrengen en de beurskoers negatief kan beïnvloeden, en dat het gevaar bestaat dat de verzoekers in feite slechts hun eigen vermogensrechtelijke belangen beogen te dienen in plaats van het belang van de rechtspersoon. Daarnaast moet worden bedacht dat het onderzoek, afhankelijk van het onderwerp en de afbakening daarvan, diep kan ingrijpen in het functioneren van de rechtspersoon en dat het hier gaat om een slechts in één feitelijke instantie gevoerde procedure, waarvan de uitkomst niet alleen kan leiden tot de tweede enquêteprocedure maar ook een, zij het beperkte, betekenis in bewijsrechtelijk opzicht kan hebben in andere procedures (vgl. HR 8 april 2005, nr. R04/005, RvdW 2005, 51). Dienaangaande wordt het volgende overwogen. De aan de ondernemingskamer gegeven bevoegdheid een enquête te bevelen is een discretionaire, dat wil zeggen dat bij de uitoefening van die bevoegdheid een afweging van de betrokken belangen dient plaats te vinden, met dien verstande dat voor toewijzing van een verzoek ingevolge art. 2:350 lid 1 BW slechts plaats is, wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen. De ondernemingskamer kan de bevoegdheid om een enquête te bevelen uiteraard slechts uitoefenen ten aanzien van het concrete aan haar voorgelegde verzoek. Dit brengt mee dat een door haar gemaakte belangenafweging moet steunen op feiten en omstandigheden zoals die zich voordoen in het haar voorgelegde geval (zie HR 20 november 1996, nr. 55, NJ 1997, 188). De ondernemingskamer zal bij deze belangenafweging, ook al heeft die plaats in een concreet geval, naast de hiervoor omschreven doeleinden van het enquêterecht mede de in 4.4.1 bedoelde bezwaren moeten betrekken, en de aard van het tussen de verzoeker en de rechtspersoon bestaande geschil in aanmerking moeten nemen. Er bestaat evenwel geen grond van de ondernemingskamer te vergen dat zij telkens in de motivering van haar beslissing tot uitdrukking brengt dat zij de bedoelde bezwaren in de beoordeling heeft betrokken. Daarbij is van belang dat de afweging van de bij die bezwaren betrokken meer algemene belangen tegen de in het concrete geval bestaande belangen zich veelal niet voor een gedetailleerde motivering leent.”¹²³

Ik wijs ook op hetgeen de Hoge Raad benadrukt in zijn *ATR Leasing IV*-beschikking¹²⁴: “De ondernemingskamer mag een onderzoek als bedoeld in art. 2:345 BW niet bevelen zonder dat daaraan een daartoe strekkend verzoek ten grondslag ligt, doch als zij gebruik maakt van haar wettelijke bevoegdheden heeft de ondernemingskamer een ruime mate van vrijheid in haar beoordeling. Het is in beginsel aan het oordeel van de ondernemingskamer overgelaten het verzoek tot een enquête al dan niet toe te wijzen, met dien verstande dat ingevolge art. 2:350 BW het verzoek slechts toewijsbaar is wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid van de betrokken rechtspersoon te twijfelen (HR 20 november 1996, nr. OK55, NJ 1997, 188). De ondernemingskamer moet daarbij zowel op de belangen van verzoekers tot een enquête letten als op die van andere bij de (onderneming van de) rechtspersoon betrokken belanghebbenden. Daarbij staat het belang van de rechtspersoon voorop.”

De vaststelling ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ zou er niet toe moeten leiden dat toewijzing van het enquêteverzoek bijna onontkoombaar

123 Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.3-3.7.

124 HR 30 maart 2007 (ATR Leasing IV), ro. 4.4.

HOOFDSTUK VI

wordt. Dit zou te zeer miskennen dat de door de Ondernemingskamer te maken belangenafweging een volwaardige en separate tweede stap in het mechanisme van art. 2:350 lid 1 BW vormt, terwijl daardoor ter compensatie de ondergrens van de in art. 2:350 lid 1 BW vervatte maatstaf al snel oneigenlijk wordt verhoogd: deze componenten dienen uiteen te worden gehouden. Daarbij komt dat de Hoge Raad in zijn *Unilever*-beschikking heeft bepaald dat aan de motivering door de Ondernemingskamer omtrent de gemaakte belangenafweging geen al te hoge eisen mogen worden gesteld.¹²⁵

Naarmate sprake is van een dunner vermoeden van ‘onjuist beleid’, bijvoorbeeld omdat de controverse zich toespitst op slechts één minder in het oog springende gedragsnorm die wellicht – op schuldige wijze – geschonden zou zijn, dient de Ondernemingskamer nog nauwgezetter te bezien of de omstandigheden van het geval meebrengen dat ondanks de aanwezigheid van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ geen enquête gelast dient te worden.

Ik wijs ter illustratie op de *G&D Promotions*-beschikking¹²⁶ van de Ondernemingskamer: “Mo-Ajok heeft in zoverre gelijk dat het te laken is dat de managementvergoeding, die – zoals Mo-Ajok terecht heeft aangevoerd – door de algemene vergadering had moeten worden vastgesteld, buiten die vergadering en buiten Mo-Ajok om is verhoogd. Lettend echter op het feit dat de redelijkheid van de verhoging niet (meer) door Mo-Ajok wordt aangevochten, dat ten aanzien van de wijze van totstandkoming sprake is van een eenmalig onjuist handelen door de bestuurders van de vennootschap en in aanmerking nemende dat de verhoging van de managementvergoeding (alsnog) is geagendeerd voor de AVA van 31 mei 2000, is de Ondernemingskamer, mede in aanmerking nemende de overige omstandigheden van het geval, van oordeel dat het genoemde bezwaar een enquête niet rechtvaardigt.”¹²⁷

Als de Ondernemingskamer hier bedoelt te zeggen dat weliswaar sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’, maar dat in het licht van alle omstandigheden van het geval en gelet op de wederzijdse belangen een enquête niet geïndiceerd is, ben ik een voorstander van een dergelijke koers. Of de Ondernemingskamer dit bedoelt te zeggen is evenwel twijfelachtig gelet op de volgende¹²⁸ slotsom: “Ook overigens zijn niet zodanige feiten en/of omstandigheden gebleken of aannemelijk gemaakt die tot de conclusie kunnen leiden dat er gegronde redenen zijn te twijfelen aan een juist beleid van de vennootschap die een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de vennootschap zouden vermogen te rechtvaardigen. De conclusie moet zijn dat de door Mo-Ajok aangevoerde gronden het verzoek tot het instellen van een onderzoek niet kunnen dragen. Het verzoek zal daarom worden afgewezen (...).” Indien de Ondernemingskamer dit niet bedoelt te zeggen en zij slechts oordeelt dat geen sprake is van ‘gegronde redenen om aan

125 Illustratief is Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.16. Zie hoofdstuk 5 – nummer 30.a.

126 Ok. 6 juli 2000 (*G&D Promotions*), ro. 3.5.

127 Vgl. o.a. Ok. 7 juli 2003 (*Beheersmaatschappij Johema*), ro. 3.12.

128 Ok. 6 juli 2000 (*G&D Promotions*), ro. 3.8-3.9.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

een juist beleid te twijfelen' is zij aan de te maken belangenafweging niet toegekomen. De nadruk komt dan wel erg te liggen op de eerste stap. Dit vind ik geen zuivere benadering.

Ik kan mij voorstellen dat bij de door de Ondernemingskamer te maken belangenafweging als factor¹²⁹ onder meer een rol kunnen spelen:

- in welke mate de verzoeker deelneemt in het geplaatste kapitaal van de vennootschap¹³⁰;
- welke rol door de verzoeker is of wordt gespeeld in het gesignaleerde – schuldig – normoverschrijdend gedrag¹³¹, waarbij dient te worden bedacht dat het enkele feit dat de verzoeker – wellicht (mede) – de veroorzaker is van de gesignaleerde misstand niet automatisch meebrengt dat een enquêteverzoek niet voor toewijzing in aanmerking komt¹³²;
- wat de mogelijk voordelige¹³³ en nadelige¹³⁴ gevolgen van een enquête zijn voor de vennootschap en/of belanghebbenden;
- in welke mate voor de verzoeker alternatieve rechtsgangen open staan¹³⁵;
- de mate waarin een eerlijke procesvoering gewaarborgd is¹³⁶;
- het tussen partijen reeds aanhangig zijn van één of meer gerechtelijke procedures¹³⁷;

129 Uit de genoemde beschikkingen van de Ondernemingskamer blijkt dat zij deze factoren in de regel juist meeneemt bij het beantwoorden van de vraag of al dan niet sprake is van 'gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen'. Vgl. o.a. Ok. 2 augustus 2006 (The Mansion Amsterdam), ro. 3.4, 3.9; Ok. 2 augustus 2005 (Denkers TNG Beheer), ro. 3.12; Ok. 20 april 2005 (CallActive), ro. 3.21; en Ok. 14 januari 2000 (Solidium Group), ro. 4.9.

130 Vgl. o.a. Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 3.2-3.4.

131 Vgl. o.a. Ok. 20 april 2005 (CallActive), ro. 3.6-3.7, 3.15; Ok. 6 januari 2005 (Koninklijke Ahold), ro. 4.1; Ok. 22 april 2003 (J. en P. Wehberg Holding), ro. 3.4; Ok. 29 mei 1980 (Heidemij), ro. 8; en Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 6. Vgl. ook o.a. Ok. 21 maart 2007 (Kel Development), ro. 3.4 e.v.; Ok. 14 januari 2000 (Solidium Group), ro. 4.3 e.v.; Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.16; en HR 18 juni 1980, ro. 7.

132 Illustratief is Ok. 7 augustus 2002 (Scheipar).

133 Vgl. o.a. Ok. 14 februari 2005 (Blue Strawberry Media), ro. 3.5 en Ok. 18 mei 2004 (Esteves-DWD), ro. 3.13-3.15. Vgl. in meer algemene zin o.a. Ok. 10 december 2003 (ERU Beheer), ro. 3.9; Ok. 19 december 2001 (AND International Publishers), ro. 3.9; Ok. 19 september 2001 (Vernooijs Geelen Holding), ro. 3.6; en Ok. 8 maart 2001 (Z&K Beheer), ro. 3.1. Vgl. ook o.a. Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.23 over het treffen van onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW.

134 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1.-4.4.2; Ok. 2 november 1995 (Van Uden's Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij); Ok. 14 september 1995 (Dintelmond Vastgoed); en Ok. 24 november 1994 (Louder Holdings), ro. 3.3.3.

135 Vgl. o.a. Ok. 30 december 1999 (G.S.T. Vastgoed), ro. 4.1 en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5.

136 Vgl. o.a. Ok. 30 oktober 2003 (Landis Group), ro. 3.3-3.4.

137 Vgl. o.a. Ok. 24 februari 2006 (CDG Holding), ro. 3.4; Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.11; Ok. 11 juli 2003 (Triodass Assuradeuren), ro. 3.7; en Ok. 30 december 1999 (G.S.T. Vastgoed), ro. 4.2. Ik wijs ook op Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.1-3.4.

HOOFDSTUK VI

- wat de aard, ernst en duur is van de gesignaleerde misstand¹³⁸, waarbij een rol kan spelen de mate waarin sprake is van ‘slechts’ een vermogensrechtelijk conflict¹³⁹;
- de aanwezigheid van toezeggingen door de vennootschap aan het gesignaleerde tekortschieten vrijwillig een einde te maken¹⁴⁰;
- dat de gesignaleerde misstand door de vennootschap wordt/is onderzocht en/of gecorrigeerd¹⁴¹;
- en de aan- of afwezigheid van nog onderzoekbare beleidsaspecten.¹⁴²

De mogelijkheid van het gelasten van een enquête wordt dan niet na iedere vermoede – schuldige – gedragsnormschending reëel. Dit bevordert een genuanceerde hantering van het materiële enquête-instrumentarium.

38. Stap 5: de Nederlandse *business judgment rule* in het enquêterecht

De basis van de toetsing van het bestuurlijk gedrag door de Ondernemingskamer in de eerste en tweede fase van de enquêteprocedure wordt mijns inziens gevormd door de vraag of sprake is van een – vermoede – (schuldige) gedragsnormschending, met name in de context van ‘onjuist beleid’. Onderscheid dient te worden gemaakt in enerzijds de bestuurlijke gedragsnorm, dat wil zeggen de norm gericht aan het bestuur die voorschrijft hoe het bestuur zich dient te gedragen, en anderzijds de daarbij horende rechterlijke toetsingsnorm, dat wil zeggen de norm gericht aan de Ondernemingskamer die voorschrijft hoe zij dient vast te stellen of het bestuur in strijd met de op hem rustende gedragsnorm heeft gehandeld.¹⁴³ De

138 Vgl. o.a. Ok. 13 april 2004 (Cebepe), ro. 3.3; Ok. 9 april 2004 (Rotomat), ro. 3.4; en Ok. 10 januari 2002 (Elenses), ro. 3.9-3.10. Vgl. ook in de context van art. 2:349 BW o.a. Ok. 26 mei 2005 (Taxi Centrale Amsterdam), ro. 3.4.

139 Vgl. o.a. HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.2.

140 Vgl. o.a. Ok. 10 januari 2007 (Bierbrouwerij Gradus Nikkelsen), ro. 3.4-3.5; Ok. 1 november 2005 (ATR Leasing IV), ro. 3.3; en Ok. 24 april 2003 (EMBA), ro. 3.4-3.6.

141 Vgl. o.a. Ok. 23 januari 2007 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep), ro. 3.7-3.8; Ok. 26 mei 2005 (Parkeer Groep Nederland), ro. 3.10; Ok. 25 mei 2005 (Audilux), ro. 3.2-3.3; Ok. 13 april 2004 (Cebepe), ro. 3.4; Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.2; Ok. 30 december 2003 (Nederlands Centrum voor Automatiseringsmanagement), ro. 3.9; Ok. 2 december 2002 (Intersong Basart Publishing Group), ro. 3.6; Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.4-3.5; Ok. 20 mei 1999 (VTI), ro. 3.8; Ok. 14 september 1995 (Dintelmond Vastgoed); en Ok. 29 mei 1986 (De Stefano), ro. 4. Vgl. ook in de tweede fase o.a. Ok. 27 april 2005 (Dolphin Watercompany), ro. 3.10.

142 Vgl. o.a. Ok. 28 september 1999 (Bouwbedrijf E. Nieboer Veenendaal), ro. 4.1-4.2; Ok. 26 oktober 1995 (Bohen), ro. 3.4-3.5; Ok. 14 september 1995 (Dintelmond Vastgoed); en Ok. 10 december 1992 (Goliath/Knight). Vgl. ook o.a. HR 27 september 2000 (Gucci Group), ro. 4.2.

143 Timmerman (2003 c), 557 lijkt een wat andere benadering te kiezen. Ik wijs ook op o.a. Drion (1973), 56-57.

strengheid van de rechterlijke toets dient welbeschouwd afhankelijk te zijn van de inhoud en strekking van de voorliggende gedragsnorm, alsmede van de omstandigheden van het geval. Iedere in het concrete geval van toepassing zijnde toetsingsnorm dient te worden geplooid om de omstandigheden van het geval. Die maken de toetsingsnorm hanteerbaar.

In deze stap schets ik de buitengrenzen van een werkmethode aan de hand waarvan de Ondernemingskamer binnen de loyaliteitsplicht en de zorgvuldigheidsplicht het bestuurlijk gedrag kan toetsen dat verband houdt met een gemaakte zakelijke beleidsafweging. Daarvan maakt de door mij bepleite Nederlandse *business judgment rule* deel uit. Hier speelt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag een voorname rol.¹⁴⁴ Daarbij ga ik uit van een solvante vennootschap en van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid.

38.a. *Mogelijke divergentie van de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in de context van zakelijke beleidsafwegingen*

Waar het bestuur ten aanzien van het voldoen aan eenduidige gedragsnormen in beginsel geen beleidsvrijheid toekomt, wat in het kader van de loyaliteitsplicht onverkort geldt¹⁴⁵, oogt de bestuurlijke beleidsvrijheid bij minder eenduidige gedragsnormen in het kader van de zorgvuldigheidsplicht zoals het ‘tijdig’ verschaffen van ‘toereikende’ informatie gradueel ruimer. Die marge zit in de gedragsnorm verpakt. Toch blijft bestuurlijk ondermaats gedrag ten aanzien van deze aspecten relatief eenvoudig vast te stellen voor de Ondernemingskamer en noopt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag niet tot een terughoudende benadering.¹⁴⁶ De gedragsnorm schrijft het bestuur dan niet alleen *in abstracto* een bepaalde handelwijze voor, maar dient tevens als – aan de hand van de omstandigheden van het geval in te kleuren – norm voor de rechter om het daadwerkelijke bestuurlijk gedrag te toetsen.

Dit laat overigens onverlet dat het in het kader van de loyaliteitsplicht lang niet altijd eenvoudig zal zijn de ware bedoelingen van personen boven tafel te krijgen. Veelal zal daarvoor, bij afwezigheid van documenten of (getuigen)verklaringen waaruit de persoonlijke

144 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

145 De gedragslijn die het bestuur dienaangaande te allen tijde moet volgen is helder: op subjectief *bona fide* wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap. Een loyaal bestuur is in mijn optiek in de kern een bestuur dat de eerlijke overtuiging heeft aan zijn zorgvuldigheidsplicht jegens de vennootschap te voldoen. Of het bestuur daadwerkelijk aan zijn zorgvuldigheidsplicht heeft voldaan dient apart – en objectief – te worden getoetst. Zie nummer 34 hiervoor.

146 Voor een aangepaste toetsing bestaat dan onvoldoende aanleiding. Vgl. o.a. Ok. 23 januari 2007 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep), ro. 3.15; Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.12-3.13; en Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.4-3.5, 3.7, 3.19, 3.41-3.44.

HOOFDSTUK VI

intentie rechtstreeks blijkt, vereist zijn dat de rechter de ware bedoelingen van het bestuur uit de omstandigheden van het geval afleidt via de band van een objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit is vaak een lastige taak.¹⁴⁷ Het ontbreken van subjectieve goede trouw kan dan aangenomen worden wanneer dit gelet op de omstandigheden van het geval min of meer *self-evident* is, wanneer daarover geen redelijke twijfel kan bestaan.¹⁴⁸

De bestuurlijke gedragsnorm functioneert dan tevens als de rechterlijke toetsingsnorm.

Het convergeren van de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm geldt niet *per se* voor de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een gemaakte zakelijke beleidsafweging. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag kan tot normatieve divergentie nopen.¹⁴⁹ Daarbij doel ik telkens op de gedragsnormen die voorschrijven:

- dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen;
- en dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.

Als de gedragsnorm en de toetsingsnorm convergeren wordt het bestuur hooguit de beleidsvrijheid gelaten die in het betreffende geval in de gedragsnorm verpakt zit. Staat de gedragsnorm bijvoorbeeld in de sleutel van de redelijkheid, dan geldt hetzelfde voor de rechterlijke toetsingsnorm. Als de gedragsnorm en de toetsingsnorm divergeren wordt het bestuur meer beleidsvrijheid gelaten. Binnen het huidige Nederlandse vennootschapsrecht lijkt de grens te liggen bij de redelijkheidstoets.¹⁵⁰ Terughoudender dan dat toetst de Nederlandse rechter niet in objectieve zin.

Hoeveel beleidsvrijheid het bestuur in dit verband toekomt dient mijns inziens primair afhankelijk te zijn van het antwoord op de vraag of sprake is van een neutraal bestuur.¹⁵¹ Een neutraal bestuur ontbreekt wanneer het bestuur wordt geraakt door een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang met een dusdanig karakter, dat het objectief bezien gerechtvaardigd is om aan te nemen dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging niet goed kan maken zonder daarbij acht te slaan op het vennootschapsvreemde

147 Zie o.a. De Wulf (2002), 555 en Löwensteyn (1959), 185.

148 Vgl. o.a. Ok. 22 februari 2006 (Carbopy), ro. 3.6; Ok. 5 oktober 2005 (Smit Transformatoren), ro. 3.20; en HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.9.1.

149 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

150 Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.

151 Het redeneren vanuit een aantal standaardcasusposities werkt in dit verband verhelderend. Zie o.a. Timmerman (2004 b), 477. Dit neemt vanzelfsprekend niet weg dat zich in de praktijk niet-standaardcasusposities kunnen voordoen. Zie o.a. Timmerman (2003 c), 557: “Iedere jurist weet dat in het recht iets nooit helemaal waar is. Recht is van elastiek.”

belang, zodat het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap ontstaat. Dit noem ik een *substantieel tegenstrijdig belang*.¹⁵²

Het doet er daarbij op zichzelf niet zoveel toe welke vorm dat substantieel tegenstrijdig belang aanneemt. Daarin valt op hoofdlijnen wel een onderverdeling aan te brengen¹⁵³, maar analytisch voegt dat mijns inziens niet zoveel toe. De *crux* is de aanwezigheid van een noemenswaardig persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend, belang, ongeacht de precieze vorm waarin zich dat openbaart.

Ik ga eerst in op het geval waarin sprake is van een neutraal bestuur.¹⁵⁴ Dit is het uitgangspunt.

38.b. *Prima facie loyaal en neutraal bestuur en de rationaliteitstoets: algemeen kader*

Een neutraal bestuur komt een royale mate van beleidsvrijheid toe. De rechterlijke toetsingsvrijheid is dan evenredig krap bemeten. In de eerste plaats omdat de gedragsnorm dan in de sleutel staat van de redelijkheid. Dit past bij de minder eenduidige gedragslijn die een neutraal ondernemend bestuur in acht dient te nemen. Anders dan een niet-neutraal bestuur, dat daadwerkelijke belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap op adequate wijze dient uit te sluiten ten behoeve van de vennootschap en in die zin geen risico's dient te nemen, dient een neutraal bestuur juist risico's te nemen in het belang van de vennootschap. Risicomijdend gedrag ligt dan niet in de rede. Dit is inherent aan ondernemen.

152 De Ondernemingskamer hanteert onder meer de begrippen – ontoelaatbare – belangenverstrengeling en belangenvermenging door elkaar. Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.36; Ok. 28 juli 2006 (TriQorp), ro. 3.1, 3.4; Ok. 9 mei 2006 (TriQorp), ro. 3.4; Ok. 4 juni 2003 (Interieurbouw Tom), ro. 3.6; Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.2; Ok. 3 november 2000 (Tikus Holdings), ro. 3.4; Ok. 27 april 2000 (Beheermaatschappij P. van der Wegen), ro. 4.6; en Ok. 8 oktober 1998 (Zwagerman Beheer), ro. 4.1. Vgl. ook o.a. HR 21 februari 2003 (VIBA), ro. 3.4.3 en HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4. Men zou kunnen zeggen dat verstrengeling van belangen duidt op de aanwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang en vermenging van belangen ten detrimente van de vennootschap op het daadwerkelijk achterstellen van het belang van de vennootschap bij het vennootschapsvreemde belang. Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2007 (Gebr. Bleijlevens Heerlen), ro. 3.5. Daarvan ga ik verder uit.

153 Zie nummer 38.e hierna.

154 Ik hanteer als vertrekpunt van redenering dat zowel in geval van een neutraal bestuur als van een niet-neutraal bestuur binnen het Nederlandse vennootschapsrecht de *beslissingsbevoegdheid* bij het bestuur berust: hij maakt de zakelijke beleidsafweging. Er is veel voor te zeggen dat een niet-neutraal bestuur, zeker wanneer het gaat om een majeure transactie, bijvoorbeeld de algemene vergadering van aandeelhouders actief bij de besluitvorming betreft en daarbinnen de zakelijke beleidsafweging ter goedkeuring voorlegt. Het is denkbaar dat de statuten dit voorschrijven. Maar dit doet mijns inziens niet af aan het zojuist geformuleerde uitgangspunt.

HOOFDSTUK VI

Wat in dat geval vereist wordt door de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen zet ik hierna uiteen.¹⁵⁵ Wat in dat geval vereist wordt door de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat valt niet op zinvolle wijze uiteen te zetten.¹⁵⁶ Hooguit kan worden geconcretiseerd wat er in ieder geval niet onder valt. Dat zet ik hierna eveneens uiteen.¹⁵⁷

De vraag luidt dan of de redelijkheidssleutel voldoende recht doet aan de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag. In hoofdstuk 1 heb ik daarbij vraagtekens geplaatst.¹⁵⁸ In het licht van mijn bevindingen meen ik dat het de voorkeur verdient in dergelijke gevallen de rechterlijke toetsingsnorm te laten divergeren van de voor het bestuur geldende gedragsnorm en een voor het bestuur minder strenge maatstaf aan te leggen dan de redelijkheidstoets om vast te stellen of het bestuur de gedragsnorm geschonden heeft. Of het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging objectief gezien voldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ is, in de zin van per saldo (niet on)redelijk, dient mijns inziens dan buiten beschouwing te blijven. Zover reikt de toetsingsvrijheid van de Ondernemingskamer dan niet. Het gaat erom of het bestuurlijk gedrag logisch verklaarbaar, in de zin van (niet ir)rationeel, is. Ik noem dit de *rationaliteitstoets*.¹⁵⁹ Dit acht ik verantwoord, juist omdat het gedrag van een neutraal bestuur onderwerp van toetsing vormt. De Ondernemingskamer heeft dan een noodrem in de vorm van de rationaliteitstoets.

Wat nu wanneer reeds vaststaat dat het neutrale bestuur de loyaliteitsplicht heeft geschonden (tweede fase), althans wanneer dat vermoeden gerechtvaardigd is (eerste fase)?¹⁶⁰ Dient de Ondernemingskamer dan onverkort de rationaliteitstoets te hanteren in het kader van de zorgvuldigheidsplicht? Dit is een lastig punt.

155 Zie nummer 38.d hierna.

156 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.a.

157 Zie nummer 38.c hierna.

158 Zie hoofdstuk 1 – nummers 3 en 4.

159 Een interessante parallel vormt HR 9 januari 2004 (Nannini/SFT Bank), ro. 3.5.2. Dit ziet op de zeer beperkte mogelijkheid tot aantasting van arbitrale beslissingen. Daarvoor is vereist dat de motivering ontbreekt, waarmee op één lijn gesteld moet worden het geval dat weliswaar een motivering gegeven is maar dat daarin enige steekhoudende verklaring voor de beslissing niet te onderkennen valt. Zie o.a. De Wulf (2002), 555 en Allen/Jacobs/Strine (2002), 457.

160 Dus: de Ondernemingskamer heeft op basis van het onderzoeksverslag, dan wel documenten en/of (getuigen)verklaringen, reeds kunnen vaststellen (tweede fase) – althans het vermoeden kunnen aannemen (eerste fase) – dat het bestuur zelf meende niet conform de op hem rustende zorgvuldigheidsplicht te handelen, zonder zelf te toetsen of het bestuur objectief gezien aan de op hem rustende zorgvuldigheidsplicht heeft voldaan. Dan staat vast – althans mag worden vermoed – dat de loyaliteitsplicht is geschonden, maar – nog – niet dat de zorgvuldigheidsplicht is geschonden. In nummer 38.g hierna stip ik aan wat in dit verband de rol van de verzoeker is in de eerste en tweede fase.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

Binnen het Nederlandse vennootschapsrecht lijkt niet veel aandacht te zijn besteed aan de vraag welke objectieve toets dient te worden toegepast in het kader van de zorgvuldigheidsplicht wanneer reeds is vastgesteld – althans wanneer het vermoeden gerechtvaardigd is – dat het bestuur niet loyaal (i.e. niet subjectief te goeder trouw) heeft gehandeld. Dit is niet zo vreemd, omdat – vermoede – schending van de loyaliteitsplicht bij gebreke aan bewijsmiddelen doorgaans slechts op indirecte wijze vastgesteld kan worden, via de band van de objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit neemt niet weg dat, mede gelet op de aard van met name de ‘wanbeleid’ toets waarbij het niet slechts aankomt op de aanwezigheid van een enkele – schuldige – gedragsnormschending, het met name in de enquêteprocedure van belang kan zijn ook bij vastgestelde – althans vermoede – schending van de loyaliteitsplicht het bestuurlijk gedrag objectief te toetsen in het kader van de zorgvuldigheidsplicht.¹⁶¹ Het is niet ondenkbaar dat een dergelijke situatie zich voordoet. Een verantwoorde werkmethode voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dient ook daarin te voorzien.

Na enig wikken en wegen luidt mijn conclusie, dat als aanvullende voorwaarde voor een dergelijke normatieve divergentie in het kader van de zorgvuldigheidsplicht dient te gelden dat het bestuur *prima facie* heeft voldaan aan de loyaliteitsplicht. In die zin is normatieve divergentie voor het neutrale bestuur dan een geclausuleerd recht. Als aan die aanvullende voorwaarde niet is voldaan acht ik per saldo hantering van de redelijkheidstoets beter verdedigbaar, omdat de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag die een rationaliteitstoets rechtvaardigt welbeschouwd voor een belangrijk deel is gebaseerd op *judicial respect* voor de keuzes gemaakt door een op *prima facie* loyale en neutrale wijze ondernemend bestuur. Al met al lijkt toepassing van de redelijkheidstoets dan de meest zuivere benadering. Het ligt in de rede dat wanneer reeds vaststaat (tweede fase) – althans het gerechtvaardigde vermoeden bestaat (eerste fase) – dat het bestuur de loyaliteitsplicht heeft geschonden, er (doel)bewust met de pet naar heeft gegooid, zijn gedrag binnen de zorgvuldigheidsplicht de redelijkheidstoets niet zal kunnen doorstaan. Dit vergemakkelijkt deze objectieve toets voor de Ondernemingskamer aanzienlijk en neemt de daaraan klevende bezwaren goeddeels weg.¹⁶² Hantering van de redelijkheidstoets bij een neutraal bestuur¹⁶³ zal

161 Zie nummer 36 hiervoor.

162 Het is op zichzelf juist dat aan de redelijkheidstoets een groter gevaar van ‘rechterlijke wijsheid achteraf’ kleeft dan aan de rationaliteitstoets. Zie hoofdstuk 1 – nummers 3.c en 4.e. Dit neemt niet weg dat dan mijns inziens per saldo onvoldoende rechtvaardiging bestaat voor normatieve divergentie, te meer nu het disloyale bestuur in mijn optiek op voorhand wist althans had behoren te weten dat disloyaliteit zou kunnen leiden tot hantering van de redelijkheidstoets. Het recht op een zeer bestuursvriendelijke toets heeft het disloyale bestuur dan zelf verspeeld. Hiervan gaat wellicht ook een preventieve werking uit. Ik wijs er daarbij nog op dat in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure zoals art. 2:9 BW – waarin veel meer dan in een enquêteprocedure de financiële privé belangen van de bestuurder rechtstreeks op het spel staan – de problematiek van de *hindsight bias* dan minder speelt, omdat met de vastgestelde disloyaliteit de schuldige ondermaatsheid van het bestuurlijk gedrag (i.e. ‘onbehoorlijke taakver-

→

HOOFDSTUK VI

eerder uitzondering dan regel zijn, omdat – vermoede – schending van de loyaliteitsplicht doorgaans slechts vastgesteld kan worden via de band van de objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht: het bestuur heeft *prima facie* voldaan aan de loyaliteitsplicht, zodat de rationaliteitstoets van toepassing is. Is het bestuur in werkelijkheid niet loyaal, dan zal dit waarschijnlijk indirect kunnen worden vastgesteld via de objectieve toets.

Een objectieve rechterlijke toetsing van enige betekenis acht ik bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur onvermijdelijk. Anders raakt de balans tussen enerzijds beleidsvrijheid en anderzijds het afleggen van verantwoording verstoord. Dit doet recht aan de fiduciaire positie die het bestuur inneemt.¹⁶⁴ Hiermee ga ik bij de inhoudelijke rationaliteitstoets *gradueel* verder dan het vennootschapsrecht van Delaware, althans in theorie, nu de rationaliteitstoets daarbinnen – op papier – slechts wordt gebruikt ter vaststelling van de aan- of afwezigheid van subjectieve goede trouw bij het bestuur en daarbuiten geen zelfstandige rol vervult.

Dit hoeft niet te verbazen, nu de zorgvuldigheidsplicht in mijn optiek ook een rol vervult bij de inhoudelijke toetsing van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging. Dit is binnen het vennootschapsrecht van Delaware anders, nu de rechter in het kader van de *business judgment rule* wat betreft het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de inhoud van de zakelijke beleidsafweging niet aan de *duty of care* mag toetsen zodat dan slechts de *duty of good faith* resteert en irrationaliteit slechts tot schending van die fiduciaire plicht kan leiden. De *duty of care* is volledig gereserveerd voor de voorbereidende aspecten: heeft het bestuur op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging gemaakt?¹⁶⁵

vulling’) doorgaans gegeven zal zijn en de rechter niet meer hoeft over te gaan tot een redelijkheidstoetsing van de door de bestuurder gemaakte zakelijke beleidsafweging binnen de zorgvuldigheidsplicht. Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.b.

163 Dus: een bestuur dat niet geraakt wordt door een substantieel tegenstrijdig belang.

164 Zie o.a. Eisenberg (1993), 443: “Unlike a subjective-good-faith standard, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of director and officer accountability. (...) Although a rationality standard of review is more demanding of a director than a subjective-good-faith standard of review, it is considerably less demanding than the relevant standard of conduct, which is based on reasonableness”; Eisenberg (1990), 969: “Unlike a pure good-faith standard, a rationality standard represents an appropriate balance of the relevant considerations of fairness and policy. A rationality standard gives enormous scope to the decisions of directors and officers, so as not to discourage them from making bold decisions and not to subject them to an undue likelihood that they will unfairly be held liable simply because their decisions turn out badly. At the same time, however, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of accountability on the part of directors and officers, and allows courts to enjoin actions of fiduciaries that threaten to waste the assets of their beneficiaries by dealing with those assets in a manner that lacks a rational basis”; en Quillen (1986), 492: “(...) there can be no question that for years the courts have in fact reviewed directors’ business decisions to some extent from a quality of judgment point of view. Businessmen do not like it, but courts do it and are likely to continue to do it because directors are fiduciaries.”

165 Zie hoofdstuk 4 – nummers 17.a en 19.b-19.c.

Er vindt dus wel enige objectieve toetsing van het met de zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag plaats, zij het in uitgekledede vorm.¹⁶⁶ Hantering van de rationaliteitstoets in plaats van de voor het bestuur strengere redelijkheidstoets leidt dan niet tot een radicale koerswijziging binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

Uit irrationeel gedrag kán heel wel het ontbreken van subjectieve goede trouw – en daarmee naast onzorgvuldig gedrag tevens disloyaal gedrag – van het bestuur worden afgeleid, mits de omstandigheden van het geval welbeschouwd geen andere slotsom toelaten en de Ondernemingskamer dus niet om die conclusie heen kan.¹⁶⁷ Maar de bestuurlijke subjectieve *bona fides* is in het kader van de zorgvuldigheidsplicht niet maatgevend en van een dergelijk verband zal ook niet altijd sprake zijn, uitgaande van de daadwerkelijke overtuiging van het bestuur wiens gedrag onderwerp van toetsing vormt. Omdat dit laatste is waarop de bestuurlijke loyaliteitsplicht ziet en de zorgvuldigheidsplicht in mijn optiek ook een rol vervult waar het gaat om de inhoudelijke toetsing van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, ga ik ervan uit dat – een vermoeden van – bestuurlijke disloyaliteit wel kan worden afgeleid uit de omstandigheden van het geval maar niet kortweg kan worden ‘geconstrueerd’ aan de hand van de rationaliteitstoets.¹⁶⁸ Bij de vaststelling van irrationaliteit¹⁶⁹ (tweede fase), althans het vermoeden daarvan (eerste fase), dient de Ondernemingskamer niet meteen vast te zitten aan de vaststelling – althans het vermoeden – dat de vereiste subjectieve *bona fides* ontbreekt.¹⁷⁰ De werkelijkheid is weerbarstig.¹⁷¹ Daarbij zou ik willen waken voor een te vergaande oprekkings van de juridische en de feitelijke realiteit. Een oprechte overtuiging zal dan doorgaans een rationele overtuiging zijn (en een rationele overtuiging zal niet snel onredelijk zijn), maar niet ondenkbaar is dat daarin onderscheid valt te maken. Daarbij speelt ook mee dat het ontbreken van subjectieve *bona fides* een hoge mate van laakbaarheid meebrengt, wat in mijn optiek al snel een voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW vereiste bijkomende, verzwarende omstandigheid oplevert.¹⁷² Daartoe moet de Ondernemingskamer niet te gemakkelijk over kunnen gaan.

166 Zie nummers 38.c en 38.d hierna.

167 Dergelijke gevallen zullen niet slechts bij hoge uitzondering kunnen voorkomen. Vgl. buiten Delaware o.a. *Sam Wong & Son, Inc. v. New York Mercantile Exch.* (2nd Cir. 1984) over “the rationality of the (...) action” met daarbij in een voetnoot: “By this we mean only a minimal requirement of some basis in reason – not a showing that the (...) action constituted the optimal response. Absent some basis in reason, action could hardly be in good faith, even apart from ulterior motive. See 571 F.Supp. at 1553 (“the kind of reckless and virtually irrational (...) action that might independently support an inference of bad faith”).”

168 Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.d.

169 En daarmee schending van de zorgvuldigheidsplicht.

170 En daarmee tevens aan – vermoede – schending van de loyaliteitsplicht.

171 Zie o.a. Eisenberg (1990), 965 e.v.

172 Zie nummer 36 hiervoor.

HOOFDSTUK VI

38.c. *De inhoud van de zakelijke beleidsafweging*

Ik begin bij de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat, omdat dienaangaande naar algemeen wordt aangenomen ook door de Ondernemingskamer wel terughoudend wordt getoetst, maar op een minder vergaande wijze dan ik bepleit. Dit geschiedt traditioneel via de band van de ('marginale') redelijkheidstoets, wat het voor de Ondernemingskamer tot op zekere hoogte mogelijk maakt de 'wenselijkheid'/'verstandigheid' van de zakelijke beleidsafweging in haar toetsing te betrekken.¹⁷³ Hier dient mijns inziens bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur het primaat van de rationaliteitstoets te gelden. Ik ga daarmee een stap verder dan de huidige leer binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

De rationaliteitstoets is slechts een randvoorwaardentoets, die gekleurd wordt door onder meer de aard van de door de vennootschap uitgeoefende activiteiten, het daarmee samenhangende risicoprofiel en de daarbij betrokken deelbelangen.

Het bestuur mag het belang van het concern of de eenheid waartoe de vennootschap behoort mede in aanmerking nemen, en zal dit doorgaans wel moeten doen, zonder daaraan bij voorbaat een overheersende betekenis toe te kennen.¹⁷⁴ Die economische realiteit kleurt noodzakelijkerwijs de door het bestuur te maken zakelijke beleidsafweging. Zo kan de keuze om arbeidsplaatsen te schrappen binnen de door de vennootschap gedreven onderneming ten behoeve van de rentabiliteit van de eenheid waarvan de vennootschap deel uitmaakt, op zichzelf en vanuit die eenheid bezien niet irrationeel zijn, ook wanneer genoemde onderneming zelf winst maakt.¹⁷⁵

Zo dienen de activiteiten van een vennootschap die gericht is op – zeer – risicovol ondernemen anders te worden beoordeeld dan de activiteiten van een vennootschap die zich bezighoudt met verzekeren.¹⁷⁶ Risico's die alle omstandigheden van het geval indachtig als – kort gezegd – duidelijk absurd/schokkend groot kwalificeren¹⁷⁷ duid ik ook als irrationeel.¹⁷⁸ Anders komt een onwenselijke *carte blanche* situatie in zicht: zolang het neutrale bestuur zelf maar oprecht meent dat

173 Zie hoofdstuk 1 – nummers 4.b-4.d.

174 Vgl. o.a. Ok. 13 maart 2003 (Corus Nederland), ro. 3.4 e.v. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 13 juli 2004 (Faas/Luchtman q.q.), ro. 8.10.1 en HR 26 oktober 2001 (Bogaardt/Ontvanger), ro. 4.6. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 23 oktober 1997 (Nedlin Groep) en Ok. 10 maart 1994 (Nering Bögél).

175 Vgl. o.a. Ok. 28 november 1991 (BAT Nederland), ro. 4.1-4.5 en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 1, 4.

176 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.4.1, 6.4.4. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobiëlb企业 Venlo), ro. 3.3.1. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Utrecht 9 juni 2004, ro. 4.2.

177 Daarbij heb ik het oog op zowel de kans dat de zakelijke beleidsafweging slecht uitpakt voor de vennootschap als de – mogelijke – omvang van de nadelige gevolgen die verwezenlijking van de kwade kans meebrengt.

178 Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4-3.5 en Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.4.4, 6.9.3.

het in het belang van de vennootschap handelt heeft de Ondernemingskamer zich daarover in het geheel niet uit te laten. Dan heeft de inhoudelijke rationaliteits-toets té weinig tanden.

In dat kader vallen diverse grondslagen van, in het licht van alle omstandigheden van het geval, in beginsel irrationeel bestuurlijk gedrag te onderscheiden (die overigens niet noodzakelijkerwijs altijd even scherp van elkaar te onderscheiden zijn). Dit zijn, vanuit een *ex ante* perspectief bezien, krasse gevallen. Ik noem er enkele.

- De door het bestuur aan de gekozen koers ten grondslag gelegde feiten ontberen aanwijsbaar ieder noemenswaardig verband met de feitelijke werkelijkheid, zodat voor de gekozen koers geen enkele in de fysieke realiteit gegroundveste verklaring kan worden aangevoerd.¹⁷⁹
- Het bestuur voert aanwijsbaar zonder enige aanleiding/noodzaak daartoe bezuinigingen door in een goed renderende onderneming met toekomstperspectief, of sluit deze zelfs.¹⁸⁰
- Het bestuur laat aanwijsbaar de vennootschap in een transactie een prestatie verrichten zonder daarvoor ook maar enige tegenprestatie te bedingen, althans zonder dat het belang van de vennootschap daarmee op enigerlei wijze gebaat kán zijn.¹⁸¹
- Het bestuur gaat een transactie aan waarbij het aanwijsbaar evident is dat de wederpartij niet aan zijn (betalings)verplichting zal voldoen en geen verhaal zal bieden voor de dientengevolge door de vennootschap te lijden schade.¹⁸²
- Het bestuur continueert een verlieslatende onderneming terwijl aanwijsbaar ieder uitzicht op een rendabele exploitatie ontbreekt.¹⁸³

179 Vgl. o.a. Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.15-3.21 over “irrationele argumenten” en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.6.3.1. Ik wijs ook op o.a. Ok. 11 april 2007 (Prins Holding), ro. 3.5. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Maastricht 22 augustus 1996 (Meijs q.q./Faber), ro. 4.21-4.24. Zie o.a. De Wulf (2002), 555-556.

180 Vgl. o.a. Gh. Arnhem 29 april 1936 (Hekking/‘Sol’ Gloeilampenfabriek). Het bestuur van een op continuïteit gerichte vennootschap zal het zich doorgaans ook niet kunnen veroorloven om bijvoorbeeld de belangen van de werknemers volledig te verwaarlozen en deze belanghebbenden nodeloos tegen zich in het harnas te jagen. Dit leidt hoogstwaarschijnlijk tot kostbare – sociale – conflicten, waarbij het belang van de vennootschap niet direct gebaat lijkt. Het ligt niet voor de hand dat het ondernemende bestuur daarop zit te wachten, zodat deze situaties zich ook niet zo snel zullen voordoen. Zie o.a. Mok (2004), 84 en De Wulf (2002), 525.

181 Vgl. o.a. Ok. 21 december 2001 (Egbouw Holding), ro. 3.3 en Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.3.6. Zie o.a. De Wulf (2002), 557.

182 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. ’s-Hertogenbosch 11 april 2006, ro. 4.11-4.14 en Rb. Haarlem 17 september 2003 (Buigcentrale Noord-Holland/T.), ro. 5.3-5.4.

183 Vgl. o.a. Ok. 4 november 2002 (Scheepswerf Groot), ro. 3.3. Dit dient op zichzelf te worden onderscheiden van bijvoorbeeld het geval, zoals aan de orde in Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispen q.q./Coebergh), ro. 3.10.c, waarin het gaat om een “uitermate speculatief en – qua haalbaarheid – uitermate onzeker project, waarvoor ten minste een lange adem en een grote financiële draagkracht vereist waren om het stadium te kunnen bereiken dat revenuen tegemoet konden worden gezien, zo dat stadium ooit werd bereikt.” Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4.

HOOFDSTUK VI

- Het bestuur investeert in een fabriek die op zichzelf past binnen de activiteiten van de door de vennootschap gedreven onderneming, maar die aanwijsbaar bij gebrek aan noodzakelijke randvoorwaarden eenvoudigweg niet rendabel kán worden, welke randvoorwaarden niet door het bestuur worden geschapen.¹⁸⁴
- Het bestuur kiest een koers die zich aanwijsbaar kenmerkt door een dusdanig onrealistische kans op uiteindelijk succes, dat deze koers vanwege de verwezenlijking van de onafgedekte kwade kans met zekerheid, althans met min of meer aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid, zal resulteren in schade voor de vennootschap.¹⁸⁵

Bijvoorbeeld doordat de vennootschap zonder zekerheidsrechten te bedingen – en tegen hooguit een terugbetalingsgarantie – gelden uitleent aan een derde die zich aanwijsbaar zonder noemenswaardig toekomstperspectief op de rand van een faillissement bevindt. Verstrekke de vennootschap echter zonder zekerheidsrechten te bedingen – en tegen hooguit een terugbetalingsgarantie – een voor haar *qua* omvang niet onaanvaardbaar krediet aan een derde die zich niet in een heel erg rooskleurige financiële situatie bevindt maar die op de korte(re) termijn wel van grote betekenis kan zijn voor de verdere succesvolle ontwikkeling van het ondernemingsbeleid van de vennootschap, dan kan heel wel sprake zijn van rationeel bestuurlijk gedrag, ondanks de risico's die de vennootschap loopt door met die derde in zee te gaan en daarbij een dergelijk niet van harde waarborgen voorzien krediet te verstrekken.¹⁸⁶

- Het bestuur kiest een koers die zich aanwijsbaar kenmerkt door een, hoewel redelijkerwijs mogelijk, niet op enigerlei wijze op voorhand gekwantificeerd risico op schade dat niet is afgedekt waarbij ook de mogelijke omvang van de schade onbekend is. De irrationaliteit van het bestuurlijk gedrag schuilt dan niet zozeer in de mate van zekerheid dat de vennootschap schade zal lijden,

184 Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4. Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. Amsterdam 4 september 1997 (Kramer/Tekstra q.q.), ro. 2.2 e.v.

185 Het gezichtspunt is dan algemener gesteld dat als de waarschijnlijkheid van schade gelet op het risico daarop voor de vennootschap voorzienbaar zo groot is, het bestuur naar maatstaven van zorgvuldigheid de zakelijke beleidsafweging niet mocht maken zoals hij heeft gedaan.

186 Vgl. daarentegen o.a. Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub b en i en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5 (hantering van de voor het bestuur strenge billijkheidstoets ligt dan in de rede). Vgl. voorts o.a. Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.2.1 sub d en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.3, 4.7.1-4.7.3.2. Waar *in casu* de precieze grens van absurd/schokkend grote risico's ligt is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.1. Kritisch over het hieraan ten grondslag liggende arrest van het gerechtshof is Kroeze (2005), 18: "Hoe weet het hof dit allemaal?"

- als wel in het niet hebben afgedekt van dat onbekende risico terwijl het bestuur evenmin bekend is met de mogelijke omvang van de schade.¹⁸⁷
- Het bestuur kiest een koers die zich aanwijsbaar kenmerkt door een dusdanig risicoprofiel dat de vennootschap door – de niet verwaarloosbaar kleine kans op – verwezenlijking van de kwade kans, gelet op haar ontoereikende financiële spankracht, hoogstwaarschijnlijk zal afglijden naar een staat van insolventie of zelfs faillissement. Het bestuur zet dan vrijwillig het voortbestaan van de vennootschap op het spel.¹⁸⁸

In alle hiervoor aangestipte gevallen is het bestuurlijk gedrag, alle omstandigheden van het geval indachtig, aanwijsbaar niet logisch verklaarbaar in het belang van de vennootschap. Dit gaat verder dan bestuurlijk gedrag dat slechts verbazing wekt of curieus voorkomt. Ook zonder een toetsing aan – kort gezegd – de ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag blijkt dat de zakelijke beleidsafweging inhoudelijk de objectieve toets der kritiek niet kan doorstaan. Vaak zal aan dergelijk irrationeel bestuurlijk gedrag inherent zijn dat aanwijsbaar vennootschappelijke middelen worden verspild of dat een bij voorbaat kansloze koers gevaren wordt. Deze benadering belet een loyaal en neutraal bestuur niet om desgewenst – (zeer) grote – risico’s te nemen in het belang van de vennootschap, zolang deze risico’s maar geen duidelijk bizarre vormen aannemen.¹⁸⁹ Van aanwijsbaar bizarre risico’s zal bepaald niet snel sprake zijn.

Het voorgaande dient mijns inziens onverkort te gelden wanneer de vennootschap solvent is, maar door bijvoorbeeld stevige concurrentie in financieel zwaar weer verzeild is geraakt en zonder ingrijpen afstevent op insolventie, en het bestuur probeert de vennootschap naar rustiger vaarwater te loodsen wat niet bij

187 Vgl. o.a. Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding) en HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.2-8.3. Ik wijs ook op Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.3.1 en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.2.3.1-4.2.3.2. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 25 maart 1999 (Nuts Ohra Beheer), ro. 3.4. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. ’s-Gravenhage 4 maart 1998 (Luijks q.q./Sikma), ro. 4.2-4.5. Het gezichtspunt is dan algemener gesteld dat als het niet afgedekte risico op mogelijke schade en de mogelijke omvang van die schade niet bekend zijn, het bestuur naar maatstaven van zorgvuldigheid de zakelijke beleidsafweging niet mocht maken zoals hij heeft gedaan. Dit zal overigens vaak hand in hand gaan met schending van de gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur zich op een redelijk geïnformeerde grondslag en doorzichte wijze dient te gedragen.

188 Vgl. o.a. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4; Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.2.1 sub a, 6.3.1-6.3.2, 6.3.9, 6.4.3-6.4.4, 6.9.3; en Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub b en i. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispén q.q./Coebergh), ro. 3.4, 3.9.b.XI. Zie o.a. Slagter (2005), 318 en Timmerman (2003 c), 561. Het gezichtspunt is dan algemener gesteld dat als de voorzienbare gevolgen van verwezenlijking van de kwade kans zo schadelijk zijn voor de vennootschap, het bestuur naar maatstaven van zorgvuldigheid de zakelijke beleidsafweging niet mocht maken zoals hij heeft gedaan. Zie o.a. De Wulf (2002), 552, 571 die juist ongeclausuleerd(er) lijkt te stellen dat het bestuur het voortbestaan van de vennootschap desgewenst op het spel mag zetten.

189 Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Rb. Utrecht 3 maart 1999 (De Jong q.q./Van Vlaanderen Beheer), ro. 4.7.

HOOFDSTUK VI

voorbaat kansloos is. De continuïteitsgedachte blijft leidend en is – nog steeds – de achtergrond waartegen het belang van de vennootschap dient te worden ingevuld door het bestuur, zij het dat de belangen van de crediteuren van de vennootschap tegelijkertijd wat sterker onder druk komen te staan. Dit laatste neemt niet weg dat het bestuur, in een poging het tij ten goede te keren, in het belang van de vennootschap – waaronder niet in de laatste plaats de aandeelhouders en de werknemers¹⁹⁰ – een bepaald risicovolle koers mag varen. Ook als de vennootschap de zogeheten grens van insolventie nadert. Ik zou menen dat het bestuur in een dergelijk geval, in het algemeen en voor zover mogelijk, het intreden van insolventie juist actief dient te voorkomen. Dit gaat op in de gedragsnormen die voorschrijven dat het bestuur zijn bestuurstaak niet onvervuld mag laten en dat het bestuur die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.¹⁹¹ Het voortbestaan van de vennootschap *vrijwillig* op het spel zetten kan het bestuur dan niet, omdat haar voortbestaan door externe factoren al op het spel staat. De rechterlijke toets zal zich dan mijns inziens met name dienen toe te spitsen op de vraag of de door het bestuur gekozen koers zich – vanuit een *ex ante* perspectief gezien! – niet aanwijsbaar kenmerkt door een dusdanig onrealistische kans op uiteindelijk succes (i.e. het in rustiger vaarwater brengen van de vennootschap), dat deze koers vanwege de verwezenlijking van de onafgedekte kwade kans met zekerheid, althans met min of meer aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid, zal resulteren in schade voor of zelfs insolventie/faillissement van de vennootschap.¹⁹² De rationaliteitstoets blijft dan maatgevend.¹⁹³

190 Bij een solvante vennootschap neemt het crediteurenbelang niet een bijzondere positie in ten opzichte van de overige deelbelangen, zoals met name het aandeelhoudersbelang en het werknemersbelang. Zie hoofdstuk 2 – nummer 7.a.

191 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.47 en Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9. Zie o.a. Van Eeghen (2006), 32-34 over “de plicht van bestuurders om, zo mogelijk, de onderneming te laten overleven en daarmee ook de liquidatieverliezen te voorkomen” en: “Zolang er een reëel perspectief op een (tijdige) positieve toekomstige rentabiliteit is en de (geobjectiveerde wetenschap van) feitelijke insolventie geen feit is, mag van een onderneming worden verwacht dat zij haar activiteiten voortzet, ook al dreigt er insolventie. (...) bestuurders zullen in het zicht van de dreigende feitelijke insolventie tijdig de nodige maatregelen moeten nemen om die feitelijke insolventie waar mogelijk te voorkomen. Uiteindelijk zullen ze de financier en/of aandeelhouders tijdig moeten verzoeken om aanvullend vreemd of eigen vermogen beschikbaar te stellen teneinde in het liquiditeitstekort te voorzien.”

192 Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. Gh. 's-Gravenhage 8 juni 1999 (Hamelinck/Gilhuis q.q.), ro. 3.4-3.5 en Gh. Amsterdam 9 maart 2006 (Hamelinck/Gilhuis q.q.), ro. 4.8-4.9. Hier zal de *hindsight bias* een rol spelen.

193 De grenzen van persoonlijke aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW heeft de Hoge Raad nog eens uiteengezet in HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5-3.6. Hoewel de persoonlijke aansprakelijkheidslat in deze context vrij hoog ligt dienen bestuurders van met name een bijna insolvente vennootschap wel op hun tellen te passen, onder meer gelet op het vergrote gevaar van betalingsonmacht (i.e. de eerste grondslag van persoonlijke aansprakelijkheid die de Hoge Raad onderscheidt in HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5). Een vrijwaring door de vennootschap kan bestuurders tot op zekere hoogte bescherming bieden. Zie o.a. Assink/Olden (2005), 9-16.

38.d. *De voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging*

Dan de gedragsnorm die voorschrijft dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te maken. In dit verband wordt algemeen aangenomen dat de Ondernemingskamer niet – echt – terughoudend toetst.¹⁹⁴ Kennelijk is de gedachte dat daarvoor in deze context geen rechtvaardiging bestaat maar de ratio daarvan blijft mistig, wellicht omdat deze uitkomst vanzelfsprekend wordt geacht. De redelijkheidstoets speelt hier in ieder geval doorgaans geen noemenswaardige, althans niet een als zodanig kenbare, rol. Ik acht het per saldo wenselijk de rechterlijke toetsingsnorm ook hier via de band van de rationaliteitstoets te laten divergeren van de bestuurlijke gedragsnorm, niet alleen waar het gaat om de *inhoud* van de zakelijke beleidsafweging. Ik ga daarmee een ruime stap verder dan de huidige leer binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.

Voordat ik de gedragsnorm voor deze context wat verder uitwerk, signaleer ik eerst enkele redenen die in dit verband een rationaliteitstoets rechtvaardigen. Allereerst past een voor het *prima facie* loyale en neutrale ondernemende bestuur strengere rechterlijke toets niet goed bij de aard van de handelingen die hij in voorbereidend opzicht dient te verrichten.¹⁹⁵ Divergentie van de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm beschermt het *prima facie* loyale en neutrale ondernemende bestuur ook in situaties waarin de Ondernemingskamer een directe inhoudelijke toets min of meer uit de weg gaat, waardoor het risico ontstaat dat zij ter compensatie te veel zout op te veel slakken gaat leggen bij de resterende toetsing van het bestuurlijk gedrag in voorbereidend opzicht. Dat is extra verleidelijk als het ondernemingsbeleid voor de vennootschap erg slecht is uitpakkt. Dat de rechter weleens de neiging heeft dergelijk uitwijkgedrag te vertonen is door onder anderen Duk gesignaleerd.¹⁹⁶ Hantering van de inhoudelijke rationaliteitstoets, die – mits zuiver toegepast – voorkomt dat de rechter over gaat tot inhoudelijke toetsing van de – buiten de logische verklaarbaarheid vallende – ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van de zakelijke beleidsafweging, maakt dit risico nog realistischer. Naarmate de rechter hogere eisen stelt aan doordacht bestuurlijk gedrag, wat raakt aan de aanwezigheid van een motivering van de zakelijke beleidsafweging, dreigt daarnaast een weinig geclausu-

194 Zie o.a. Potjewijd/Kleipool (2007), 136; Mendel/Oostwouder (2007), 94; Van Schilfgaarde/Winter (2006), 337-338; Buijn/Storm (2005), 349-350; en Asser/Maeijer (2000), 311. Winters (2006), 1251 verwoordt het aldus: “Bij de inhoudelijke toetsing van besluiten en beslissingen pleegt de Ondernemingskamer zich terughoudend op te stellen, terwijl zij de totstandkoming van die besluiten en beslissingen ten volle pleegt te toetsen.”

195 Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.b.

196 Duk (1990), 135. Zie o.a. Timmerman (1988 b), 343-344 en Glasz (1995), 51: “De rechterlijke procedure concentreert zich bij voorkeur op de vraag of de voorgeschreven procedures zijn gevolgd, afspraken zijn nagekomen en de besluitvorming zorgvuldig tot stand is gekomen.”

HOOFDSTUK VI

leerde indirecte inhoudelijke toetsing.¹⁹⁷ Ook hier speelt bovendien het niet uit te vlakken gevaar van de *hindsight bias*. Dergelijke vooruitzichten werken risicomijdend bestuurlijk gedrag in de hand.¹⁹⁸ Dat is niet de bedoeling.¹⁹⁹

Daarom is het mijns inziens goed verdedigbaar en nuttig dat de Ondernemingskamer in deze context niet snel moet kunnen concluderen dat het *prima facie* loyale en neutrale ondernemende bestuur in objectieve zin té slordig en/of onnadenkend heeft geopereerd bij het maken van de zakelijke beleidsafweging. Ook al blijkt die zakelijke beleidsafweging achteraf de verkeerde te zijn geweest en ook al heeft die zakelijke beleidsafweging tot – zeer – schadelijke gevolgen voor de vennootschap geleid. Een rationaliteitstoets biedt het bestuur daarvoor betere waarborgen dan een ongekwalficeerde redelijkheidstoets, laat staan een voor het bestuur nog strengere objectieve toets. Dit stelt het loyale en neutrale bestuur in de gelegenheid in het belang van de vennootschap te ondernemen en – (zeer) grote – risico's te nemen zoals van hem verwacht wordt, vrij van remmende factoren die angst inboezemen, maar wel in een context waarin hij indien nodig enige objectieve verantwoording zal moeten kunnen afleggen tegenover bijvoorbeeld de Ondernemingskamer. Bij bange ondernemende bestuurders is de vennootschap niet gebaat. Door alleen in inhoudelijk opzicht terughoudend te toetsen wordt dit wenselijke resultaat niet bereikt. Dit biedt bovendien het praktisch voordeel dat de Ondernemingskamer in voorbereidend en inhoudelijk opzicht één toetsingsnorm dient te hanteren, wat de werkmethode verder vereenvoudigt.

Wat wordt in dit verband van het ondernemende bestuur verwacht? Het bestuur zal onder meer:

- gericht alle materiële informatie moeten – laten – vergaren die redelijkerwijs voorhanden is, waaronder bijvoorbeeld vallen de relevante feiten en prognoses van mogelijke ontwikkelingen, mogelijke alternatieven, de daaraan verbonden risico's en de – financiële – situatie van de vennootschap;
- de tijd moeten nemen deze informatie grondig en aandachtig te bestuderen;
- zich van de betrouwbaarheid van de verkregen informatie moeten vergewissen;
- indien nodig kritisch moeten doorvragen aan bijvoorbeeld het seniore *management* om de vinger achter aanvullende informatie te krijgen;

197 Zoals Timmerman (2003 c), 560 onder verwijzing naar Davies opmerkt: "(...) the risk remains that, in time, the courts might become unduly attached to their procedural requirements or, worse, substitute their view of the directors' substantive decision under the guise of procedural considerations." Zie o.a. Kemperink (2002), 93 over een "verkapte materiële toetsing"; Asser/Maeijer (2000), 590: "Naarmate aan de (...) motiveringsplicht voor de betrokken organen hogere eisen worden gesteld (...) kan de in beginsel marginale toetsing door de rechter meer inhoud krijgen"; Duk (1990), 131-132; en Maeijer in zijn noot bij Ok. 7 juli 1988 (Fluke Holland). Ik wijs ook op Eisenberg (1990), 968.

198 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.d.

199 Zie o.a. Veasey (2005), 1422, 1424-1425.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

en daarbij, zoveel mogelijk in onderling overleg²⁰⁰:

- bewust moeten worden van het bestaan, de inhoud en de strekking van mogelijke ontwikkelingen, mogelijke alternatieven en de daaraan verbonden risico's, alsmede van de – financiële – situatie van de vennootschap;
- bewust moeten worden van de mogelijke implicaties van de mogelijke zakelijke beleidsafwegingen op de korte(re) en lange(re) termijn, voor onder meer de aandeelhouders en de werknemers, en deze tegen elkaar moeten afwegen;
- bewust moeten worden van de aard en de omvang van eventuele binnen de vennootschap en/of de onderneming bestaande bezwaren tegen een bepaalde te varen koers;
- bewust moeten worden van de aard en de omvang van eventuele binnen de vennootschap en/of de onderneming gewekte gerechtvaardigde verwachtingen ten aanzien van een bepaalde te varen koers en de grondslag van die verwachtingen;
- en bewust moeten worden van de concrete aanleiding(en) en beweegreden(en) voor het maken van de uiteindelijke zakelijke beleidsafweging.²⁰¹

Wat (on)geïnformeerd en/of (on)doordacht bestuurlijk gedrag is hangt af van de omstandigheden van het geval.²⁰² Daaronder vallen bijvoorbeeld:

- de aard, de strekking en de complexiteit van de te maken zakelijke beleidsafweging, waaronder de – mogelijke – financiële gevolgen daarvan en de termijn waarop die gevolgen zich laten voelen;
- de achtergrond van het bestuur en de bij hem aanwezige algemene kennis en ervaring;
- de kwaliteit, de aard en de omvang van reeds voorhanden informatie;
- de kosten en de meerwaarde van aanvullende informatie;
- de aan- of afwezigheid van al dan niet vermijdbare in- of extern opgelegde tijdsdruk waaronder de besluitvorming geschiedt;
- de – financiële – situatie waarin de vennootschap zich op dat moment bevindt.

Dit biedt als invulling van de gedragsnorm enig houvast, maar neemt niet weg dat in de praktijk lang niet altijd sprake zal zijn van vrij scherp definieerbare gedragslijnen die het bestuur moet volgen.²⁰³

Akkoord, het bestuur dient zich er onder meer van te vergewissen of en zo ja welke alternatieven bestaan, wat de implicaties daarvan kunnen zijn voor bijvoorbeeld de aandeelhouders en/of de werknemers en welke risico's daarbij

200 Vgl. o.a. HR 15 juli 1968 (Bureau Wijsmuller Scheepvaart-, Transport- en Zeesleepvaartmaatschappij/Wijsmuller).

201 Vgl. o.a. Ok. 9 juli 1998 (Vie d'Or), ro. 6.2.1 sub d. Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispén q.q./Coebergh), ro. 3.9.a e.v., 3.10.a e.v.

202 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.1.

203 Zie hoofdstuk 4 – nummer 19.b. Zie echter o.a. Glasz (1995), 50-51, 62.

HOOFDSTUK VI

horen.²⁰⁴ Dit moet het bestuur op zichzelf altijd doen, daarin komt hem geen beleidsvrijheid toe.²⁰⁵ Doet het bestuur dat in het geheel niet, wat voor de Ondernemingskamer relatief eenvoudig zal zijn vast te stellen en doorgaans niet meer dan een feitelijke vaststelling zal vergen, dan schendt het bestuur de gedragsnorm. Dit is niet logisch verklaarbaar maar grof nalatig/irrationeel – en heel wel mogelijk ook disloyaal²⁰⁶ – gedrag. De aanwezigheid van een motivering voor de gemaakte zakelijke beleidsafweging staat in rechtstreeks verband met de plicht die op het bestuur rust om niet alleen op geïnformeerde wijze maar ook op doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging te maken. Wanneer het bestuur tegenover de Ondernemingskamer in het geheel geen inzicht kan geven in zijn beweegredenen, in die zin dat er geen enkele verifieerbare motivering voorhanden is, betekent dit minst genomen dat het bestuur op onvoldoende doordachte wijze heeft gehandeld en daardoor de gedragsnorm heeft geschonden.

Deze toetsing is mijns inziens niet beperkt tot de vraag of het ondernemende bestuur de in acht genomen deelbelangen gemotiveerd heeft gewogen, maar deze omvat bijvoorbeeld ook de vraag of het ondernemende bestuur alle relevante deelbelangen wel in zijn finale afweging – die voldoende doordacht en dus gemotiveerd moet zijn – heeft betrokken. Zo getuigt het zich niet toereikend verdiepen in de gevolgen van de voorhanden alternatieven voor relevante deelbelangen in de eerste plaats van een tekortschietende voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging. Los daarvan staat de vraag of de belangenafweging inhoudelijk de objectieve toets der kritiek ook kan doorstaan.

Anders dan Brink kennelijk meent dient mijns inziens de inhoudelijke toetsing door de rechter niet terughoudender – of, in de woorden van Brink: “meer marginaal” – te worden naarmate het bestuur meer inzicht verschaft in zijn beweegredenen.²⁰⁷ De inhoudelijke rationaliteitstoets is bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur een constante, die wordt niet als vanzelf nog minder streng voor het bestuur naarmate het bestuur meer transparantie betracht. Wel is het vanzelfsprekend zo dat zonder het door het bestuur zelf verschaft inzicht in zijn beweegredenen het voor de Ondernemingskamer minder eenvoudig wordt de inhoudelijke toetsing uit te voeren. Het ligt dan voor de hand aan te nemen dat het bestuur zich op onvoldoende doordachte wijze heeft gedragen, nu het bestuur de Ondernemingskamer daar uit eigen bescherming anders wel op zou hebben gewezen. Wanneer het bestuur tegenover bijvoorbeeld de algemene vergadering van aandeelhouders in dat verband desgevraagd wel adequaat inzicht kan geven maar dat niet doet, schuilt de pijn mijns inziens meer in mogelijk ontoereikende informatieverschaffing binnen de vennootschap dan in de afwezigheid van voldoende doordacht bestuurlijk gedrag. Natuurlijk kan het ontoereikend

204 Vgl. o.a. Ok. 10 maart 1994 (Nering Bögél) en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 5. Ik wijs ook op o.a. Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.15-3.17; Ok. 9 juli 1998 (Vie d’Or), ro. 6.6.2, 6.7.2; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1 sub a-b; en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5.

205 Zie o.a. De Wulf (2002), 530: “Het behoort dus niet tot de discretionaire bevoegdheid van het bestuur of het rekening houdt met de mogelijkheid van negatieve reacties.”

206 Want – kort gezegd – niet subjectief te goeder trouw. Zie nummer 34 hiervoor.

207 Brink in zijn noot sub 3 bij Ok. 21 januari 2002 (HBG) en in zijn noot sub 14 bij Ok. 11 maart 1999 (Breevast).

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

verschaffen van informatie door het bestuur hand in hand gaan met onvoldoende doordacht bestuurlijk gedrag, maar noodzakelijk is dat niet.²⁰⁸

Maar de beslissing over rekbare factoren, als de precieze mate waarin het bestuur zich van informatie voorziet en de precieze tijd die hij ervoor uittrekt om tot een doordachte zakelijke beleidsafweging te komen, is in beginsel aan het ondernemende bestuur. Mits hij zich dienaangaande, alle omstandigheden van het geval indachtig, niet irrationeel gedraagt. Ook al is zijn gedrag tot op zekere hoogte risicovol.²⁰⁹ Dit klemt te meer wanneer het gaat om bijvoorbeeld het opstellen en hanteren van prognoses die – anders dan historische feiten, ten aanzien waarvan de Ondernemingskamer zich logischerwijs minder terughoudend kan opstellen – per definitie toekomstgericht zijn.²¹⁰ Tot een beoordeling van de – buiten de logische verklaarbaarheid vallende – ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag dient de Ondernemingskamer ook in dit verband niet over te gaan.

Het komt ten slotte zinvol voor om de Ondernemingskamer in staat te stellen te toetsen of geen sprake is van een irrationeel verband tussen de voorbereidende en de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging. Wanneer de gemaakte zakelijke beleidsafweging op geen enkele logisch verklaarbare wijze verband houdt met de gevolgde voorbereiding is in feite sprake van een situatie waarin het bestuur niet op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt.

De inhoudelijke rationaliteitstoets dient mijns inziens ook maatgevend te blijven bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur dat zich in voorbereidend opzicht ondermaats (i.e. grof nalatig/irrationeel) gedraagt.²¹¹ De hamvraag blijft dan of de zakelijke beleidsafweging, in het licht van alle omstandigheden van het geval, logisch verklaarbaar in het belang van de vennootschap kan worden geacht.

38.e. Niet-neutraal bestuur en de billijkheidstoets/redelijkheidstoets

Een niet-neutraal bestuur komt een veel beperktere mate van beleidsvrijheid toe. De rechterlijke toetsingsvrijheid is dan evenredig ruim bemeten, juist vanwege de aanwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang en de daarmee verband houdende risico's. Ik heb de indruk dat mijn opvatting op hoofdlijnen strookt met die van de Ondernemingskamer, zoals die algemeen wordt verstaan.²¹²

208 Vgl. o.a. Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.12 e.v., 3.21. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 12 maart 2007 (Bolsius Nederland), ro. 3.5-3.6; Ok. 28 februari 2007 (Gemeente Rotterdam), ro. 3.3-3.5, 3.8; Ok. 9 augustus 2006 (Pharming Group), ro. 3.13 e.v.; Ok. 23 oktober 1997 (Nedlin Groep); en Ok. 7 juli 1988 (Fluke Holland), ro. 4.

209 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispen q.q./Coebergh).

210 Vgl. o.a. Ok. 10 december 1981 (Ford Nederland), ro. 2 en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 3.

211 Zie hoofdstuk 4 – nummer 22.c.

212 Illustratief is Timmerman (2003 c), 560: “De Ondernemingskamer oordeelt in het algemeen zeer streng over het doorenmengen van privé-belangen van bestuurders met belangen van de vennootschap. Ik ga hier verder niet op in. Dit is allemaal min of meer evident.”

HOOFDSTUK VI

Standaardsituaties die zich in dit verband binnen het enquêterecht voordoen zijn kort gezegd:

- koop/verkoop en/of huur/verhuur door de vennootschap van activa;
- uitlening door de vennootschap van gelden;
- en verstrekking door de vennootschap van garanties;

van/aan, althans ten behoeve van, één of meer bestuurders.²¹³

Ik zou willen aannemen dat een substantieel tegenstrijdig belang niet per definitie bestaat wanneer een bestuurder zich direct aan beide zijden van de transactie bevindt, waaronder ik ook schaar het geval dat de vennootschap betrokken is bij een rechtsgeding tegen één of meer bestuurders. Hetzelfde geldt wanneer de bestuurder zich indirect aan beide zijden van de transactie bevindt, bijvoorbeeld als bestuurder en/of aandeelhouder van een vennootschap. Dit hangt ervan af, zo al sprake is van een tegenstrijdig belang²¹⁴, of het gelet op de mate en het karakter van de betrokkenheid van de bestuurder objectief gezien aanneemelijk is dat het persoonlijke, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopende, belang het beoordelingsvermogen van de bestuurder op enigerlei wijze beïnvloedt: niet ieder tegenstrijdig belang kan een dergelijke diskwalificerende werking worden toegekend.²¹⁵ Van een indirect substantieel tegenstrijdig belang kan ook sprake zijn als de bestuurder niet in een bijzondere verhouding tot de derde staat met wie de vennootschap de transactie aangaat, maar persoonlijk wel een noemenswaardig belang bij de transactie heeft dat niet parallel loopt aan het belang van de vennootschap. Ook dan dreigt het gevaar dat het belang van de vennootschap door de bestuurder niet onverkort voorrang wordt gegeven voor het vennootschapsvreemde belang.²¹⁶ Een substantieel tegenstrijdig belang dat de bestuurder raakt kan voorts bestaan als sprake is van zowel een duidelijk tegenstrijdig belang bij een derde als in dat verband een dusdanig invloedrijke positie van die derde ten opzichte van de bestuurder²¹⁷ dat diens onafhankelijkheid in twijfel kan worden getrokken.²¹⁸ Ook dan

213 Zie o.a. Leijten (2006), 130-131 met verwijzingen en Kraakman (2004), 102: “In all such cases, the conflict of interests between companies and self-dealing directors or officers is presumed to be acute.”

214 Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.12, 3.16.

215 Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.11. Het enkele feit dat de bestuurder is bij de derde vennootschap brengt dan nog niet mee dat sprake is van een substantieel tegenstrijdig belang. In Ok. 10 januari 2007 (Bierbrouwerij Gradus Nikkelsen), ro. 3.7 is de Ondernemingskamer mijns inziens wel erg terughoudend met het aannemen van een tegenstrijdig belang.

216 Vgl. o.a. Ok. 21 december 2005 (EVC International), ro. 3.2 en Ok. 14 december 2005 (VTI), ro. 3.2. Zie o.a. Raaijmakers (2006), 279.

217 Die gelegen kan zijn op het persoonlijke vlak maar ook een zakelijk karakter kan hebben. Het moet gaan om een relatie van een objectief gezien *bias producing nature*. Te denken valt ook aan de intra-vennootschappelijke situatie waarin de meerderheidsaandeelhouder een belang heeft dat duidelijk tegenstrijdig is aan dat van de vennootschap (waaronder de minderheidsaandeelhouder(s)) en deze aandeelhouder aanwijsbaar poogt – bijvoorbeeld door daadwerkelijk te dreigen met aanwending van zijn machtspositie – het bestuur te bewegen tot het varen

→

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

dreigt het gevaar dat het belang van de vennootschap door de bestuurder niet onverkort voorrang is gegeven voor het vennootschapsvreemde belang. Dat hier sprake is van een ‘afgeleid’ substantieel tegenstrijdig belang doet daaraan niet af. Ten slotte: het hoeft niet *per se* te gaan om een tegenstrijdig belang met een primair financieel karakter.²¹⁹

Uit praktisch en realistisch oogpunt zou ik willen aannemen dat een substantieel tegenstrijdig belang van één bestuurder in beginsel meebrengt dat in juridisch opzicht het gehele bestuur daardoor wordt getroffen.²²⁰ Anders dan binnen bijvoorbeeld het vennootschapsrecht van Delaware het geval is kent het bestuur naar Nederlands vennootschapsrecht geen onderscheid tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders, waardoor de bestuurders – die na de transactie waarbij het substantieel tegenstrijdig belang speelt, gedurende hun bestuursperiode, dagelijks met elkaar door moeten – veel ‘dichter op elkaar zitten’, terwijl ook indien het Nederlandse vennootschapsrecht dat onderscheid wel had gekend:

- het voor de personen die deel uitmaken van een vennootschapsorgaan zoals het bestuur doorgaans lastig zal zijn volkomen onbevangen een standpunt in te nemen terwijl een mede-bestuurder(s) een tegenstrijdig belang heeft (hebben) bij de voorgenomen zakelijke beleidsafweging, te meer als deze bestuurder(s) participeert (participeren) in de voorbereiding (inclusief de beraadslagingen) en/of de uiteindelijke besluitvorming, en het in een procedure voor de rechter en de overige betrokkenen in praktische zin bepaald niet eenvoudig zal zijn te achterhalen voor welke mede-bestuurders dat *in casu* wel en niet geldt;
- althans, indien de bestuurder(s) met het tegenstrijdig belang zijn (hun) mede-bestuurders daarover niet tijdig heeft (hebben) verwittigd en deze bestuurder(s) deel heeft (hebben) genomen aan de voorbereiding (inclusief de beraadslagingen) en/of de uiteindelijke besluitvorming, het in een procedure voor de rechter en de overige betrokkenen bepaald niet eenvoudig zal zijn te achterhalen in welke mate het verborgen tegen-

van de door deze aandeelhouder gewenste koers. De vraag is dan of het bestuur stand heeft gehouden en zowel subjectief als objectief gezien door het varen van die koers onverminderd in het belang van de *vennootschap* heeft gehandeld.

- 218 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.6-3.7; Ok. 27 januari 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.2; Ok. 21 december 2005 (EVC International), ro. 3.2; Ok. 17 april 1997 (Bobel), ro. 3.1-3.2; Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.1-4.2; en Ok. 14 januari 1993 (KMZM), ro. 5.
- 219 Dit is niet bedoeld als een uitputtende definitie van het begrip ‘tegenstrijdig belang’. Zo speelt deze problematiek welbeschouwd ook als het bestuur besluit een dreigende vijandige overname af te weren door beschermingsmaatregelen te treffen. Dit is een bijzondere situatie. Zie nummer 39.a hierna. Ik wijs nog op *best practice* bepaling II.3.2 van de Nederlandse *corporate governance* code.
- 220 Dit is ook het mechanisme van art. 2:146/256 BW. Zie o.a. Verdam (2005), 506; Dorresteyn (1998), 750-751; en Dorresteyn (1989), 2-3. Vgl. in de context van art. 2:146/256 BW o.a. HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.), ro. 3.3.2; HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.5.2; HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2; HR 22 maart 1996 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 3.3; en HR 14 september 1940 (Maas/Amazone). Zie in de context van art. 2:146/256 BW o.a. A-G Timmerman in 2.1-2.4 voor HR 8 december 2006 (Breda Industries/Interpolis Onroerend Goed) en in 2.3 voor HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.). Het mechanisme van en rechtspraak over art. 2:146/256 BW laat ik verder buiten beschouwing.

HOOFDSTUK VI

strijdig belang van deze bestuurder(s) door diens (hun) betrokkenheid vertroebelend heeft gewerkt voor de overige bestuurders.²²¹

Anders dan bij een aanstonds kenbaar niet loyaal bestuur, is het bij een *prima facie* loyaal bestuur dat geplaagd wordt door een substantieel tegenstrijdig belang niet ondenkbaar dat het bestuurlijk gedrag uiteindelijk door de beugel kan van zowel de loyaliteits- als de zorgvuldigheidsplicht. Deze omstandigheden maken dergelijke transacties op zichzelf nog niet ontoelaatbaar, het belang van de vennootschap kan daarbij heel wel gebaat zijn.

Ik laat Block, Barton en Radin aan het woord: "(...) interested director transactions "are not inherently detrimental to a corporation." As the drafters of the Model Business Corporation Act explain: "[T]he essential character of interest conflict is often, unfortunately, misunderstood by the public and the media (and sometimes misunderstood, too, by lawyers and judges). Interest conflicts can and often do lead to baneful acts. The law regulates interest conflict transactions because experience shows that people often yield to the temptation to advance their self-interest and, if they do, other people may be injured. That contingent fear is sufficient reason to warrant caution and to apply special standards and procedures to interest conflict transactions. Nonetheless, it is important to keep firmly in mind that it is a contingent risk we are dealing with – that an interest conflict is not in itself a crime or a tort or necessarily injurious to others. Contrary to much popular usage, having a 'conflict of interest' is not something one is 'guilty of'; it simply is a state of affairs. Indeed, in many situations, the corporation and the shareholders may secure major benefits from a transaction despite the presence of a director's conflicting interest." As stated in the *Corporate Director's Guidebook*: "In themselves, conflicts of interest are not inherently improper. It is the manner in which an interested director and the board deal with a conflict that determines the propriety of the transaction and of the director's conduct".²²²

Het bij voorbaat in de ban doen van dergelijke transacties geeft daarom blijk van een te ongenueanceerde benadering. De reële mogelijkheid bestaat evenwel dat het belang van de vennootschap door de gemaakte zakelijke beleidsafweging tekort wordt gedaan, doordat het *prima facie* loyale bestuur de 'wenselijkheid'/'verstandigheid' van de keuze onder invloed van het tegenstrijdig belang construeert (i.e. een *biased judgment*) terwijl een andere uitkomst duidelijk meer in het

221 In een dergelijk geval schendt (schenden) de betreffende bestuurder(s) in ieder geval de gedragsnorm die onder meer meebrengt dat iedere bestuurder bij een tegenstrijdig belang tijdig toereikende openheid dient te betrachten tegenover zijn mede-bestuurder(s) (en de raad van commissarissen indien aanwezig) over de aard van het tegenstrijdige belang in verband met de voorgenomen transactie. Neemt (nemen) deze bestuurder(s) evenwel in het geheel niet deel aan de voorbereiding en de besluitvorming dan zou ik geneigd zijn aan te nemen dat het bestuur als neutraal kwalificeert, tenzij het bestuur geacht moet worden te hebben vermoed hoe de vork in de steel zit, waardoor de vraag weer opspeelt of de mede-bestuurders zich volkomen onbevangen hebben gedragen.

222 Block/Barton/Radin (1998), 266-267. Zie o.a. Leijten (2006), 138; Kraakman (2004), 101-102, 128; Gower/Davies (2003), 392; en Dorresteyn (1989), 20 e.v.

belang van de vennootschap is, of doordat het bestuur zelfs bewust het vennootschapsvreemde belang voorrang geeft.²²³ Dan bestaat het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap.

Wat wordt er dan verwacht van het bestuur in het kader van de gedragsnormen die voorschrijven, dat het bestuur op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen en die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat? De gedragsnorm staat dan niet in de redelijkheidssleutel. Dit past bij een neutraal ondernemend bestuur, niet bij een niet-neutraal bestuur dat zich geconfronteerd ziet met het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap door een substantieel tegenstrijdig belang.

Zoals de Ondernemingskamer overweegt in haar *Ogem Holding*-eindbeschikking²²⁴: “(...) bij een transactie als deze [kan] een verstremgeling van belangen optreden waarbij – in vergelijking met overigens in het maatschappelijk verkeer voorkomende transacties – een hogere mate van zorgvuldigheid in voorbereiding, besluitvorming en uitvoering is vereist. Van grote betekenis is daarbij dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze worden gescheiden gehouden en dat een zo groot mogelijke openheid die daarvoor een waarborg vormt wordt betracht. Inschakeling van derden kan daarbij gewenst en onder omstandigheden geboden zijn.”

Het bestuur dient dan – kort gezegd – in de voorbereiding adequate stappen te zetten om de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap uit te sluiten, en vervolgens bij het maken van de zakelijke beleidsafweging daadwerkelijk onverkort voorrang te geven aan het belang van de vennootschap en het vennootschapsvreemde belang daarbij volledig achter te stellen. Het bestuur heeft in essentie de plicht tot een bepaald resultaat te komen.

Zoals de Ondernemingskamer overweegt in haar *Laurus*-eindbeschikking²²⁵: “De Ondernemingskamer stelt voorop dat het in het onderhavige geding slechts gaat om de vraag of Laurus, haar organen en de personen die van die organen deel uitmaken, in het geval voor Laurus (potentieel) bedreigende belangenconflicten ontstonden, zulks al of niet voldoende onder ogen hebben gezien en al of niet voldoende waarborgen hebben gecreëerd teneinde te voorkomen dat dergelijke belangenconflicten zich op een voor Laurus nadelige wijze zouden verwezenlijken of, zo reeds van een belangenconflict sprake was, onvoldoende hebben ingegrepen teneinde te voorkomen dat Laurus daardoor in een nadelige positie zou geraken. Dit betekent dat niet kan worden volstaan met de constatering dat van een – potentieel – belangenconflict sprake is, maar dat ook moet worden vastgesteld dat zulks door Laurus en de bij haar betrokkenen onvoldoende is onderkend of dat zulks wél is onderkend

223 Hieruit volgt dat het bestuur wel geacht moet kunnen worden zich bewust te zijn van het tegenstrijdig belang, omdat dit risico zich anders niet manifesteert.

224 Ok. 3 december 1987 (*Ogem Holding*).

225 Ok. 18 januari 2006 (*Laurus*), ro. 3.10.

HOOFDSTUK VI

maar dat tekort is geschoten in hetgeen in verband daarmee van betrokkenen kan worden verlangd.”²²⁶

Daarbij dient het bestuur de tijd te nemen zich onder meer adequaat te informeren over de marktconformiteit van de voorwaarden van de voorgenomen transactie en de merites van mogelijke alternatieven. Dit zal doorgaans onder meer een tijdige, onafhankelijke en deugdelijke waardebeoordeling/evenwichtigheidsbeoordeling door een derde-deskundige vereisen.²²⁷ Daarbij zal het bestuur tevens de aan de voorgenomen transactie verbonden voor- en nadelen/risico's grondig onder ogen moeten zien alvorens de zakelijke beleidsafweging te maken. Ook mag in het algemeen worden verwacht dat het niet-neutrale bestuur zorg draagt voor een inzichtelijke en controleerbare vastlegging van de wijze waarop het voornemen tot het verrichten van de transactie is ontstaan en uitgewerkt, alsmede van de in het kader van de voorgenomen transactie gemaakte afspraken.²²⁸

Het bestuur dient dan tevens een hoge mate van openheid – binnen de vennootschap – te betrachten. Dit wordt in mijn optiek door een zelfstandige gedragsnorm bestreken, omdat dit strikt genomen los staat van de vragen of het bestuur in de voorbereiding op de voorgenomen transactie adequate stappen heeft gezet om de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap uit te sluiten en vervolgens bij het maken van de zakelijke beleidsafweging per saldo het belang van de vennootschap volledig heeft laten

226 Vgl. o.a. Ok. 24 december 2003 (IMD-International Market Development), ro. 3.5; HR 1 maart 2002 (Zwagerman Beheer), ro. 3.4: “De Ondernemingskamer is klaarblijkelijk uitgegaan van de in art. 2:8 BW neergelegde regel dat de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, zich zodanig jegens elkander moeten gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Uit de regel vloeit onder meer voort dat de vennootschap zorgvuldigheid moet betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders. De uitwerking van de zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval, waarbij zoals de Ondernemingskamer heeft gedaan, in aanmerking mag worden genomen dat het gaat om minderheidsaandeelhouders en om familierechtelijke verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokken personen. Onder deze omstandigheden, die zich hier voordoen, kan eerder dan in andere gevallen sprake zijn van de mogelijkheid van een vermenging van de belangen van de vennootschap en van sommige van deze personen, zodat er reden is daarop attent te zijn en met de nodige zorgvuldigheid te voorkomen dat ontoelaatbare verstrengeling van belangen ontstaat”; en Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4: “Bij een tegenstrijdig belang is het van grote betekenis dat de te onderscheiden belangen op zorgvuldige wijze gescheiden worden gehouden. Het betrachten van een zo groot mogelijke openheid is daarvoor een waarborg. Inschakeling van deskundige derden kan gewenst en onder omstandigheden geboden zijn” (overgenomen in HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2).

227 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.9 en Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 3.4.

228 Dit alles bouwt voort op nummer 38.d hiervoor, de basis. Vgl. o.a. Ok. 30 november 2000 (Zwagerman Beheer), ro. 3.2 en Ok. 6 juli 2000 (EMO Groep), ro. 4.2. In Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.6 verwijst de Ondernemingskamer naar het belang dat de minderheidsaandeelhouders erbij hebben dat “de vereffening van het vermogen van Begemann financieel en commercieel optimaal, transparant en controleerbaar zal geschieden.”

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

prevaleren boven het vennootschapsvreemde belang. Het vereiste van toereikende openheid is veeleer een *incentive* voor het voldoen aan deze gedragsnormen. In de rechtspraak wordt ook wel gesproken over het betrachten van toereikende openheid als “waarborg” voor het op zorgvuldige wijze geschieden houden van de te onderscheiden belangen.²²⁹ Voor zover daarmee wordt gesuggereerd dat het betrachten van toereikende openheid garandeert dat belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap niet plaatsvindt lijkt mij dat te ver gaan.

Het is mij niet duidelijk of op het bestuur te allen tijde de plicht rust tot het betrachten van toereikende openheid aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorafgaand aan het maken van de zakelijke beleidsafweging.²³⁰ Hieraan kleeft ten minste het gevaar van praktische complicaties, niet alleen bij de grotere vennootschappen met meerdere aandeelhouders, bijvoorbeeld omdat dit slagvaardig optreden door het bestuur kan bemoeilijken. Als het erom gaat een prikkel te scheppen voor naleving van voornoemde gedragsnormen, door niet toe te staan dat het bestuur ‘in het geheim’ een door een tegenstrijdig belang gekleurde zakelijke beleidsafweging kan maken, is het uiteindelijk van belang dat het bestuur hoe dan ook toereikende openheid moet betrachten. Dat hoeft dan toch niet *per se* vooraf te geschieden, maar in ieder geval achteraf. Soms legt de Ondernemingskamer de nadruk, naar het lijkt, anders.²³¹

Het bestuur zal in ieder geval ex art. 2:146/256 BW de algemene vergadering van aandeelhouders in geval van een tegenstrijdig belang als in die bepaling bedoeld zo tijdig over het bestaan daarvan dienen te informeren dat de algemene vergadering van aandeelhouders in de gelegenheid is haar wettelijke aanwijsbevoegdheid ex art. 2:146/256 BW uit te oefenen. Het ligt in de rede dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging dan al heeft gemaakt, maar dat hoeft niet. Deze plicht rust volgens de Hoge Raad in het algemeen op het bestuur. Uitzonderingen zijn denkbaar, met name bij beursvennootschappen.²³²

229 Illustratief is Ok. 26 mei 1983 (Linders Beheer), ro. 4.

230 Zie o.a. Leijten (2006), 132, 139.

231 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.11: “(...) Begemann heeft nagelaten aan verzoekers en de overige minderheidsaandeelhouders vóór aanvang van de onderhandelingen met Commodore Inc. en vóór de betrokkenheid van Sivex daarbij, volledige openheid van zaken te geven en hen omtrent de voorgenomen, kennelijk samenhangende transactie te informeren terwijl zulks, gelet op het vanwege de diverse hoedanigheden van Van Waeyenberge ook te dezen bestaande risico van belangenvermenging, toch bepaald op haar weg had gelegen. Mitsdien is thans onduidelijk in hoeverre Begemann – dan wel mede namens haar: Sivex – zich bij de onderhandelingen met Commodore Inc. (en in de onderlinge verhoudingen tussen Begemann en Sivex) voldoende rekenschap geeft en heeft gegeven van haar bijzondere zorgplicht jegens verzoekers en de overige minderheidsaandeelhouders.” Vgl. echter Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8 onder verwijzing naar Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8: “(...) in de gegeven omstandigheden [is] niet aanvaardbaar te achten dat door de minderheidsaandeelhouders niet kan worden vastgesteld dat de Ankor-transactie onder at arm’s length voorwaarden tot stand is gekomen (...)” Dit duidt op transparantie achteraf.

232 Vgl. o.a. HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2. Zie o.a. Verdam (2005), 510 e.v. en Van Schilfgaarde in zijn noot sub 9 bij HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management).

HOOFDSTUK VI

Dit luistert nauw voor het bestuur.

De bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm divergeren dan in beginsel niet, omdat een neutrale beslisser binnen de vennootschap ontbreekt en de Ondernemingskamer ter bescherming van de vennootschap als zodanig zal moeten fungeren. Het bestuur zal dan in verhoogde mate verantwoording moeten afleggen. Hiervan gaat ook een preventieve/ontmoedigende werking uit. Het is in zekere zin soms wél wenselijk dat bestuurders bang zijn: bang om voorrang te geven aan een vennootschapsvreemd belang ten nadele van het belang van de vennootschap. De Ondernemingskamer mag daarom toetsen of het bestuur de vereiste stappen op adequate wijze heeft gezet en vervolgens het belang van de vennootschap onverkort voorrang heeft gegeven.

Zoals de Ondernemingskamer overweegt in haar *T&L Verzekeringen*-beschikking²³³: “De Ondernemingskamer stelt voorop dat met name de verschillende hoedanigheden en functies waarin Hausel in dezen is opgetreden, zodanig waren verstrengeld, dat het risico dat zich een – onaanvaardbare – vermenging van belangen zou voordoen groot was te achten. In zulk een geval dient grote zorgvuldigheid te worden betracht met betrekking tot het uiteenhouden van de onderscheiden belangen en dient – in verband daarmee – sprake te zijn van openheid van zaken. De omstandigheid dat Hausel – als toenmalig bestuurder van T&L Verzekeringen – de assurantieportefeuille in feite aan zichzelf – immers aan door [sic] hem gecontroleerde Tellus Groep – heeft verkocht, roept de vraag op of het een en ander voldoende in acht is genomen. Twijfel terzake is temeer op zijn plaats gezien het bedrag waarvoor de portefeuille is verkocht. De door Dullemond Bedrijfsadvies genoemde prijs heeft zij zelf genuanceerd door de opmerking dat hij – slechts – een indicatie betrof op basis van beperkte informatie omtrent de samenstelling en de omvang van de portefeuille. Geenszins is uitgesloten dat aanvulling dan wel wijziging van de verschaft informatie tot een wezenlijk andere waardering had geleid. Daarom had Hausel zorg dienen te dragen voor een nauwkeuriger waardering, zodat de mogelijkheid dat T&L Verzekeringen zou worden benadeeld zoveel mogelijk werd uitgesloten dan wel beperkt. Zulks klemt te meer nu de verkoop van de portefeuille een wezenlijke wijziging betekende van het profiel van de door T&L Verzekeringen in stand gehouden onderneming en voorts een (minderheids)aandeelhouder zich niet – op voorhand – had geconformeerd aan de genoemde prijs. Daar komt nog bij dat de portefeuille uiteindelijk voor een lager bedrag dan de door Dullemond Bedrijfsadvies geïndiceerde waarde is verkocht.”

Dáárin dient zij zich onverkort kritisch op te stellen.²³⁴ De uitkomst daarvan is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Ik noem dit de *billijkheidstoets*, conform de invulling van de gedragsnormen. Van de factor bestuurlijke beleidsvrijheid hoeft de Ondernemingskamer zich hier in beginsel niet veel aan te trek-

233 Ok. 11 april 2003 (T&L Verzekeringen), ro. 3.3-3.4.

234 Er bestaat mijns inziens dus een uitzondering op één van de in Timmerman (1988 a), 44 gesignaleerde functies van ‘marginale’ toetsing, namelijk die van een doelmatige arbeidsverdeling tussen de besluitnemende instantie en de besluittoetsende instantie.

ken en tot een redelijkheidstoets hoeft zij zich niet te beperken.²³⁵ Daarbij zal de Ondernemingskamer zich noodzakelijkerwijs vooral moeten richten op de kwantificeerbare aspecten van de zakelijke beleidsafweging.

De Ondernemingskamer moet – kort gezegd – kunnen vaststellen dat, in het licht van alle omstandigheden van het geval, de *earmarks* van billijk bestuurlijk gedrag jegens de vennootschap aanwezig zijn (i.e. dat alles daarop wijst).²³⁶ Heeft zij die overtuiging niet dan komt dit, ook bij twijfel, voor rekening van het bestuur. Waarop dient de Ondernemingskamer dan zoal te letten? Met een schuin oog naar het vennootschapsrecht van Delaware noem ik met name:

in voorbereidend opzicht:

- door wie en de wijze waarop de transactie is geïnitieerd, gestructureerd, uitonderhandeld en gedocumenteerd;
- het daarbij gehanteerde tijdspad;
- de daarbij ingewonnen informatie en expertise;
- het moment waarop dit is geschied;
- de onafhankelijkheid en deskundigheid van ingeschakelde derden;
- de mate waarin en de wijze waarop alternatieven zijn verkend;

in inhoudelijk opzicht:

- de merites van eventuele alternatieven;
- de financieel-economische aspecten van de transactie;
- de overige gevolgen van de transactie voor de vennootschap.²³⁷

Gaat het direct aan beide zijden van de transactie staand niet-neutrale bestuur bijvoorbeeld uit van een gebrekkige – want op te summiere gegevens gebaseerde – taxatie van het door de vennootschap te verkopen vermogensbestanddeel, maar houdt het niet-neutrale bestuur zich vervolgens wel aan die taxatie of gaat hij daar zelfs wat boven zitten, dan is in voorbereidend opzicht geen sprake van billijk gedrag.²³⁸ Of de vennootschap in inhoudelijk opzicht billijk is behandeld door het niet-neutrale bestuur dient dan nog te worden onder-

235 Vgl. o.a. Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8 e.v. en Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 3.3-3.8, 3.11-3.13.

236 Door de Ondernemingskamer wordt het begrip *at arm's length* vaak gebruikt. Kennelijk verstaat zij onder een transactie die niet *at arm's length* is aangegaan door de vennootschap dat deze de vennootschap benadeelt. Er is dan sprake van 'onzakelijke voorwaarden'. Vgl. o.a. Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.9; Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8; Ok. 13 juli 2006 (Selles Beheer), ro. 3.10; Ok. 9 mei 2006 (TriQorp), ro. 3.3, 3.4; Ok. 1 november 2005 (ATR Leasing IV), ro. 3.8; en Ok. 21 juni 2001 (EMO Groep), ro. 3.2. In Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.5 rept zij over het 'zakelijk verantwoorde karakter'. In o.a. Ok. 24 november 2006 (Masselink Holding), ro. 3.5; Ok. 19 december 2005 (Lambers Beheer), ro. 3.3; en Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.14 wordt een soortgelijke maatstaf toegepast, hoewel daarbij naar het lijkt van een tegenstrijdig belang geen sprake is.

237 Vgl. o.a. Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11, 3.16.

238 Vgl. o.a. Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 3.3 e.v.

HOOFDSTUK VI

zocht. Dit laatste neemt hoe dan ook niet weg dat het niet-neutrale bestuur zich dan – mogelijk schuldig – ondermaats heeft gedragen, omdat hij door genoeg te nemen met een gebrekkige taxatie in voorbereidend opzicht het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap niet op adequate wijze heeft uitgesloten. Er wordt in voorbereidend opzicht meer verwacht van het niet-neutrale bestuur. Dit wordt logischerwijs niet anders wanneer blijkt dat per saldo van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap geen sprake is geweest. Wanneer het niet-neutrale bestuur wel een correcte taxatie hanteert maar er vervolgens te eigen behoefte onder gaat zitten is in voorbereidend opzicht op zichzelf sprake van billijk gedrag, maar in inhoudelijk opzicht niet. Ook dan heeft het niet-neutrale bestuur zich in beginsel ondermaats gedragen, omdat hij door onder de correcte taxatie te duiken niet een vanuit het belang van de vennootschap bezien objectief ‘wenselijke’/‘verstandige’ zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt. Er wordt in inhoudelijk opzicht meer verwacht van het niet-neutrale bestuur. Er is dan daadwerkelijk sprake van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap. Hieruit valt zelfs het ontbreken van loyaliteit af te leiden.

Inhoudelijk billijk gedrag kan ook inhouden het niet aangaan van de aangevallen transactie. Al zijn de voorwaarden van een transactie op zichzelf evenwichtig te achten, dan nog bestaat de mogelijkheid dat het belang van de vennootschap tekort wordt gedaan door het aangaan van de transactie, waardoor het bestuurlijk gedrag dan niet billijk is jegens de vennootschap. Daarop dient de Ondernemingskamer alert te zijn.

Ik illustreer dit aan de hand van een casus afkomstig uit de rechtspraak van de *Supreme Court* van Michigan, de zaak *Fill Buildings, Inc. v. Alexander Hamilton Life Insurance Company*.²³⁹ Leo Fill is – onder andere – aandeelhouder en bestuurder van Wayne National Insurance Company en – onder andere – enig aandeelhouder en bestuurder van Fill Buildings, Inc. Door toedoen van Fill sluiten Wayne National Insurance Company als huurder en Fill Buildings, Inc. als verhuurder een lange termijn huurovereenkomst met betrekking tot kantoorruimte. De overeengekomen huursom komt overeen met hetgeen gebruikelijk is in de betreffende markt. De huurovereenkomst wordt aangevochten door Wayne National Insurance Company. De *Supreme Court* van Michigan oordeelt allereerst, in het licht van de door Fill beklede dubbelrollen en zijn belang als enig aandeelhouder van Fill Buildings, Inc., dat het antwoord op de vraag of de huurovereenkomst voor Wayne National Insurance Company billijk is niet alleen afhangt van de voorwaarden waarop de transactie is aangegaan (i.e. *considerations of price*). De transactie zal ook overigens het belang van Wayne National Insurance Company moeten dienen (i.e. *suit the needs and best interests of the corporation*): “Only when a convincing showing is made in both respects can ‘fairness’ under the statute be said to have been established.” De *Supreme Court* van Michigan oordeelt uiteindelijk dat ondanks de marktconforme voorwaarden de transactie niet als *fair* jegens de vennootschap kwalificeert, omdat Wayne National Insurance Company zich in een uiterst precaire financiële situatie bevond ten tijde van de transactie, de vooruitzichten niet goed waren en zij geadviseerd was haar activiteiten niet uit te breiden. Niet gezegd kan

239 *Fill Buildings, Inc. v. Alexander Hamilton Life Insurance Company* (Mich. 1976).

daarom worden dat de transactie in het belang van de vennootschap was, wel dat Fill de transactie heeft bewerkstelligd om daar als enig aandeelhouder van Fill Buildings, Inc. zijn voordeel mee te doen.²⁴⁰

Zijn de gedragsnormen die zien op het op subjectief *bona fide* wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap en op het tijdig betrachten van toereikende openheid jegens de overige bestuurders (en de raad van commissarissen indien aanwezig) – *prima facie* – niet geschonden, dan kan dit afhankelijk van de overige bevindingen van de Ondernemingskamer heel wel bijdragen aan een positieve beantwoording van de vraag of het bestuur zich billijk jegens de vennootschap heeft gedragen bij het maken van de zakelijke beleidsafweging. Hetzelfde geldt wanneer het bestuur in een vroeg stadium in hoge mate openheid heeft betracht binnen de vennootschap. Dit duidt in de regel niet op een bestuur dat zich bezighoudt met zaken die het daglicht niet kunnen verdragen.²⁴¹ Een soortgelijk signaal gaat uit van de omstandigheid dat de bestuurder met het substantieel tegenstrijdig belang om die reden tijdig van de voorbereiding (inclusief de beraadslagingen) en de uiteindelijke besluitvorming is uitgesloten.²⁴² Dit maakt de inhoudelijke billijkheid van de zakelijke beleidsafweging aannemelijker (hetgeen ook geldt voor de omstandigheid dat de transactie door een neutrale (groot)aandeelhouder van de vennootschap wordt ondersteund).²⁴³

De met het ondernemen en het nemen van risico's als zodanig verband houdende (bedrijfs)economische 'wijsheid' van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging speelt in dit verband vaak geen noemenswaardige rol. De nadruk ligt doorgaans op de vraag of het ontbreken van een neutrale beslisser van enige negatieve invloed is geweest op het belang van de vennootschap: is de vennootschap eerlijk behandeld? De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag noopt dan niet tot een terughoudender benadering, integen-

240 *Best practice* bepaling II.3.4 van de Nederlandse *corporate governance* code schrijft slechts voor dat "alle transacties waarbij tegenstrijdige belangen van bestuurders spelen onder in de branche gebruikelijke condities overeengekomen [worden]." Dit lijkt mij een te beperkte benadering. Zie o.a. Eisenberg (1993), 450: "(...) the substantive aspect of fair dealing requires that the terms of the transaction must be fair – meaning, essentially, that the terms the corporation gives or gets should be the terms it would have given or gotten if it had dealt on the market – and that the transaction must be in the corporation's best interests." Kiest de Ondernemingskamer een soortgelijke koers in Ok. 28 december 2006 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.8? Dit is wel denkbaar, gelet op Ok. 19 april 2007 (Koninklijke Begemann Groep), ro. 3.9 waarin zij overweegt dat niet kan worden vastgesteld "dat de bij de Ankor-transactie overeengekomen prijs optimaal was en dat die transactie ook overigens onder at arm's length voorwaarden tot stand is gekomen."

241 Vgl. in de context van art. 2:9 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2-4.8. Vgl. in de context van art. 2:146/256 BW o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 25 april 1990 (De Wit/Fabriek voor Auto- en Electronische producten 'White Products'), ro. 4.2.3.

242 Vgl. o.a. Ok. 18 januari 2006 (Laurus), ro. 3.13-3.15.

243 Vgl. in Delaware o.a. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (Del. 1995): "(...) stockholders are presumed to act in their own best economic interests (...)"

HOOFDSTUK VI

deel. Indien en voor zover het bestuur wel manoeuvreerruimte moet worden gelaten, met name omdat het kort gezegd in mindere mate gaat om aspecten samenhangend met de – voor de Ondernemingskamer in beginsel meetbare – marktconformiteit van de voorwaarden van de transactie en meer om de – voor de Ondernemingskamer in beginsel niet goed meetbare – met ondernemen samenhangende aspecten in het kader van de zakelijke beleidsafweging, ligt een brede *redelijkheidstoets* meer in de rede. In zoverre kan ook in deze context sprake zijn van normatieve divergentie. De Ondernemingskamer mag dan haar objectieve oordeel niet in de plaats stellen van het oordeel van het bestuur. Wel valt de ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag, gezien vanuit het belang van de vennootschap, dan tot op zekere hoogte nog binnen het toetsingsbereik van de Ondernemingskamer. In die zin liggen de ‘volle’ billijkheidstoets en de ‘marginale’ redelijkheidstoets in elkaars verlengde. Zij dient zich dan met enige terughoudendheid op te stellen, en te erkennen dat binnen de grenzen van de redelijkheid anders over de materie gedacht kan worden, maar niet zodanig terughoudend dat zij slechts toetst of het bestuur zich in het kader van de zakelijke beleidsafweging rationeel heeft gedragen.²⁴⁴ Een rationaliteitstoets gaat mijns inziens hoe dan ook te ver in deze context, gelet op de afwezigheid van een neutrale beslisser binnen de vennootschap. Dit alles gaat de taak van de Ondernemingskamer niet te buiten.

38.f. *Mogelijke correctie op de billijkheidstoets/redelijkheidstoets: neutraliserende goedkeuring*

De billijkheidstoets/redelijkheidstoets komt in beeld als het risico bestaat op belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap, vanwege de aanwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang. Maar niet per definitie.

Als de door het niet-neutrale bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging binnen de vennootschap goedgekeurd wordt door een tijdig en toereikend geïnformeerde²⁴⁵, subjectief *bona fide*²⁴⁶ en neutrale²⁴⁷ beslisser valt de noodzaak weg de Ondernemingskamer te laten toetsen of sprake is van ontoelaatbare belangenverstrengeling binnen het bestuur ten koste van de vennootschap, nu het niet-neutrale bestuur dan niet de finale (belangen)afweging heeft gemaakt. Ik noem dit *neutraliserende goedkeuring*.

Dit scenario zal zich niet kunnen voordoen wanneer de bestuurder zijn substantieel tegenstrijdig belang van meet af aan onder de pet heeft gehouden maar wel heeft geparticipeerd

244 Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.b-4.d.

245 Omtrent in ieder geval de materiële aspecten aangaande het tegenstrijdig belang, de voorbereiding en inhoud van de voorgenomen transactie, alsmede de merites van niet gekozen alternatieven.

246 Derhalve – kort gezegd – niet in de overtuiging dat het belang van de vennootschap daarmee niet is gediend.

247 In de zin van niet geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang.

NUANCERING VAN HET MATERIËLE ENQUÊTE-INSTRUMENTARIUM

in de voorbereiding (inclusief de beraadslagingen) en/of de besluitvorming. Doorstaat het niet-neutrale bestuurlijk gedrag de dan toepasselijke billijkheidstoets niet, dan staat het feit dat de overige bestuurders geen weet hebben van het substantieel tegenstrijdig belang van die ene bestuurder er niet aan in de weg dat de Ondernemingskamer tot de slotsom ‘wanbeleid’ kan komen.²⁴⁸ Dit is inherent aan het toerekeningsmechanisme van het enquêterecht en aan het uitgangspunt dat het wanbeleidoordeel niet geïndividualiseerd hoeft te worden.²⁴⁹ Die ene bestuurder heeft dan overigens ook de gedragsnorm geschonden die – kort gezegd – meebrengt dat hij tijdig openheid had dienen te betrachten tegenover zijn medebestuurders.²⁵⁰

Hantering van de billijkheidstoets/redelijkheidstoets ligt dan niet in de rede. Dit leidt tot een werkmethode die minder van de Ondernemingskamer vergt.²⁵¹ De vraag is dan welke mate van objectieve rechterlijke toetsing dient te resteren.

Neutraliserende aandeelhoudersgoedkeuring leidt er binnen het vennootschapsrecht van Delaware welbeschouwd toe dat de rechter alleen nog kan toetsen of sprake is van *waste*.²⁵² Het gaat dan in wezen om de subjectieve goede trouw van het bestuur. Aan de *duty of care* gerelateerde aspecten kunnen dan in het geheel geen onderwerp van rechterlijke toetsing meer vormen.²⁵³ Zelfs die resttoets wordt in toenemende mate overbodig geacht.²⁵⁴ Toepassing van een dergelijke systematiek binnen het Nederlandse vennootschapsrecht leidt mijns inziens tot een onbevredigend resultaat. Ten eerste dient binnen het Nederlandse vennootschapsrecht het bestuur in het belang van de vennootschap te handelen, wat meer omvat dan puur het aandeelhoudersbelang.

Zoals A-G Timmerman onder meer overweegt in zijn conclusie voor het *ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.-arrest*²⁵⁵ van de Hoge Raad in de context van art. 2:146/256 BW: “(...) het beschermingsdoel van art. 256 is ruim. Het strekt tot bescherming van het belang van de vennootschap. Daaronder worden door de Hoge Raad ook schuldeisersbelangen gere-

248 Iets anders is dat dit in een eventuele persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure ex art. 2:9 BW van invloed kan zijn op de vaststelling welke individuele bestuurders persoonlijk aansprakelijk gehouden kunnen worden voor de door de vennootschap geleden schade, omdat dit ziet op het schuld element.

249 Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.b.

250 Zie nummer 35.b hiervoor.

251 Dit maakt het ook aantrekkelijker voor bijvoorbeeld de niet-neutrale bestuurder die op basis van de statuten vertegenwoordigingsbevoegd is neutraliserende goedkeuring te verkrijgen alvorens tot vertegenwoordiging van de vennootschap over te gaan.

252 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1317-1318: “Under present Delaware law, a fully informed majority vote of the disinterested stockholders that approves a transaction (...) has the effect of insulating the directors from all claims except waste.”

253 Zie hoofdstuk 4 – nummers 19.c en 19.d.

254 Zie o.a. *Vice Chancellor Steele* – inmiddels *Chief Justice* in de *Supreme Court* van Delaware – in *Criden v. Steinberg* (Del. Ch. 2000); *Vice Chancellor Strine* in *Harbor Finance Partners v. Huizenga* (Del. Ch. 1999); en Allen/Jacobs/Strine (2001), 1317-1318. Vgl. echter o.a. *Williams v. Geier* (Del. 1996).

255 A-G Timmerman in 2.3 voor HR 14 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.).

HOOFDSTUK VI

kend. Deze uitgebreide reikwijdte is een gevolg van het in het Nederlandse vennootschapsrecht ruime begrip vennootschappelijk belang.”²⁵⁶

Het enkele feit dat sprake is van neutraliserende aandeelhoudersgoedkeuring brengt niet noodzakelijkerwijs mee dat het bestuur geacht mag worden in het belang van de vennootschap te hebben gehandeld. Daarbij komt dat het bestuur een eigen verantwoordelijkheid jegens de vennootschap heeft en houdt wanneer hij de goedgekeurde zakelijke beleidsafweging doorzet²⁵⁷, terwijl neutraliserende aandeelhoudersgoedkeuring op zichzelf dient te worden onderscheiden van het ontslaan van persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap van het bestuur door de algemene vergadering van aandeelhouders.²⁵⁸ Hieruit volgt dat ook in geval de transactie op toereikende wijze goedgekeurd wordt door een andere beslisser dan de algemene vergadering van aandeelhouders, een ruimere rechterlijke toetsing dient te resteren dan de binnen het vennootschapsrecht van Delaware gehanteerde *waste test*. Het zou ook vreemd voorkomen wanneer het bestuurlijk gedrag tot een dergelijke minimale beoordeling beperkt zou blijven, terwijl de handelwijze van bijvoorbeeld de raad van commissarissen in dit verband ruimer getoetst zou kunnen worden. Ten slotte kunnen er omstandigheden spelen die een aanvullende toetsing aan redelijkheid rechtvaardigen. Daaraan besteed ik hierna aandacht.²⁵⁹

Bij neutraliserende goedkeuring ligt het niet in de rede dat snel van – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag gesproken kan worden. Toch ben ik al met al van mening dat de Ondernemingskamer naast de subjectieve *bona fides* toets in het kader van de loyaliteitsplicht ook een objectieve toets moet kunnen aanleggen in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit brengt de fiduciaire positie van het bestuur met zich. Door neutraliserende goedkeuring is in wezen het toetsingskader veranderd. De rechterlijke toetsing dient dan logischerwijs te worden afgestemd op de context waarin het gedrag van een neutraal bestuur wordt getoetst. Mijns inziens dient de Ondernemingskamer dan te kunnen toetsen aan de hand van een rationaliteitstoets of het bestuur heeft voldaan aan de gedragsnormen die

256 Vgl. o.a. Ok. 5 augustus 2005 (VIBA), ro. 3.11; Ok. 29 juli 2005 (Great!Company), ro. 3.4; Ok. 24 juni 2005 (Force Europe), ro. 3.5; en HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7. Vgl. buiten het enquêterecht o.a. HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.4.2; HR 22 maart 1996 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 3.3; en HR 1 april 1949 (Doetinchemse IJzergieterij/Uitgevers Maatschappij C. Misset). Zie o.a. A-G Timmerman in 3.8 voor HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.).

257 Zie o.a. A-G Timmerman in 2.3 voor HR 6 februari 2004 (Reinders Didam Beheer/Gunning q.q.) waarin de eigen verantwoordelijkheid van het bestuur wordt benadrukt. Het bestuur heeft en houdt deze eigen verantwoordelijkheid (die hij niet naast zich neer mag leggen), ongeacht of hij wordt geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang en ongeacht of sprake is van neutraliserende goedkeuring.

258 Vgl. o.a. HR 20 februari 2004 (Hartog Holding/Hartog), ro. 3.4. Vgl. over ontslag van persoonlijke aansprakelijkheid o.a. HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.4.1 en HR 20 oktober 1989 (Ellem Beheer/De Bruin), ro. 3.3.

259 Zie nummer 39 hierna.

voorschrijven, dat hij op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.²⁶⁰

Bij neutraliserende goedkeuring valt in de eerste plaats te denken aan expliciete goedkeuring door niet alleen de algemene vergadering van aandeelhouders, maar daarbinnen ook tijdig en toereikend geïnformeerde, subjectief *bona fide* en neutrale aandeelhouders.²⁶¹ Daarbij zou ik in beginsel – en mits de aandeelhouders op deugdelijke wijze zijn opgeroepen²⁶² – willen volstaan met een gewone meerderheid van de stemmen uitgebracht in de algemene vergadering van aandeelhouders door de stemgerechtigde aandeelhouders zonder – kort gezegd – tegenstrijdig belang, welke meerderheid van stemmen zowel tijdig en toereikend geïnformeerd als subjectief *bona fide* is uitgebracht. Te ver gaat mijns inziens het vereiste dat die meerderheid ook nog eens de meerderheid moet zijn van alle stemmen van de stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang (zoals binnen het vennootschapsrecht van Delaware lijkt te worden vereist).²⁶³ Hoewel uit democratisch oogpunt zeker wat te zeggen valt voor de gedachte dat pas van neutraliserende goedkeuring sprake kan zijn als deze goedkeuring gedragen wordt door een meerderheid van alle stemmen van de stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang, is het waarschijnlijker dat deze systematiek vanwege de ver-

260 Dit ligt in zoverre in lijn met De Wulf (2002), 853. Hierbij laat ik de eventuele schending van bijvoorbeeld wettelijke/statutaire bepalingen en/of interne richtlijnen nog buiten beschouwing. Als de Ondernemingskamer reeds direct – dus: zonder het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging in het kader van de zorgvuldigheidsplicht te toetsen – vaststelt dat de loyaliteitsplicht is geschonden (tweede fase), althans dit vermoedt (eerste fase), wat de uitzondering op de regel zal vormen, neig ik naar de slotsom dat niet de rationaliteits-toets maar de redelijkheidstoets gehanteerd dient te worden. Zie nummer 38.b hiervoor.

261 Daarvan is op zichzelf nog geen sprake als de algemene vergadering van aandeelhouders gebruik maakt van haar in art. 2:146/256 BW neergelegde aanwijsbevoegdheid, maar ik sluit niet uit dat onder omstandigheden – mits aan de genoemde voorwaarden voor neutraliserende goedkeuring is voldaan – aan uitdrukkelijke aanwijzing van één of meer bestuurders wel impliciete neutraliserende goedkeuring ontleend kan worden. Ik wijs erop dat slechts *in het algemeen* de plicht op het bestuur zal rusten de algemene vergadering van aandeelhouders dusdanig tijdig te informeren over het tegenstrijdig belang dat zij in de gelegenheid is gebruik te maken van haar aanwijsbevoegdheid. Uitzonderingen zijn denkbaar. Vgl. o.a. HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2. Zie o.a. Verdam (2005), 510 e.v. en Van Schilfgaarde in zijn noot sub 9 bij HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management). Ik zou ook niet bij voorbaat willen uitsluiten dat als de bestuurders op grond van de statuten toch vertegenwoordigingsbevoegd zijn, dit nog eens wordt benadrukt in de communicatie met de aandeelhouders en de daartoe in de gelegenheid gestelde algemene vergadering van aandeelhouders ervoor kiest geen bijzondere vertegenwoordiger aan te wijzen, sprake kan zijn van impliciete neutraliserende goedkeuring. Dit hangt af van de omstandigheden van het geval.

262 Vgl. o.a. HR 30 oktober 1964 (Internationale Automobielen Maatschappij/Mante) en art. 2:113/223 e.v. BW.

263 Zie hoofdstuk 4 – nummers 19.a en 19.d. Let wel: ik heb daarbij niet het oog op de vraag of het goedkeuringsbesluit van de algemene vergadering van aandeelhouders rechtsgeldig is, maar op de vraag of aan dat goedkeuringsbesluit neutraliserende werking kan worden toegekend en daardoor het tegenstrijdig belang aspect is geëcarteerd. Dit is iets anders.

HOOFDSTUK VI

hoogde drempel in mindere mate bevordert dat het bestuur de algemene vergadering van aandeelhouders vrijwillig in deze zin bij de besluitvorming betreft dan omgekeerd, terwijl dat laatste uit het oogpunt van *corporate governance* wel als wenselijk valt aan te merken. Deze systematiek gaat aandeelhouderspassivisme ook niet tegen. Ik vind het niet bij voorbaat onaanvaardbaar dat een op deugdelijke wijze opgeroepen stemgerechtigde aandeelhouder zonder tegenstrijdig belang die tegen de voorgestelde transactie is maar om hem moverende redenen ervoor kiest zich stil te houden geconfronteerd kan worden met neutraliserende goedkeuring, ook als deze aandeelhouder bijvoorbeeld de neutraliserende werking van de goedkeuring ter algemene vergadering van aandeelhouders zou hebben kunnen dwarsbomen door tegen te stemmen (waartoe hij dus in de gelegenheid is gesteld). Dit lijkt mij al met al een praktische en niet onredelijke systematiek.²⁶⁴

Hiervan zou ik ook willen uitgaan wanneer de stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang een minderheid van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. De Ondernemingskamer heeft zich in haar enquêterechtspraak bij herhaling een hoeder getoond van de belangen van minderheidsaandeelhouders: misbruik van meerderheidsmacht wordt in het licht van art. 2:8 BW binnen het Nederlandse vennootschapsrecht in het algemeen en binnen het enquêterecht in het bijzonder niet getolereerd. Gelet op – onder meer, te denken valt ook aan art. 2:15 lid 1 sub b BW en art. 6:162 BW – deze relatief laagdrempelige rechtsgang en de reeds daarvan uitgaande preventieve werking, komt het aanvaardbaar voor aan het zoeken van neutraliserende goedkeuring binnen de vennootschap door het niet-neutrale bestuur in dergelijke gevallen niet slechts gevolg te verbinden als hier bedoeld wanneer van een controlerende aandeelhouder met een tegenstrijdig belang geen sprake is. Dit verhoudt zich overigens ook goed met het streven naar verbetering van *corporate governance*, Principe II.3 en *best practice* bepaling II.3.2 van de Nederlandse *corporate governance* code, alsmede wettelijke bepalingen zoals art. 2:107a BW.²⁶⁵ Daarbij teken ik nog aan dat het denkbaar is dat een stemgerechtigde aandeelhouder weliswaar geen belang bij de transactie heeft dat tegenstrijdig is aan het belang van de vennootschap, maar dat hij toch niet als neutraal te gelden heeft omdat hij niet onafhankelijk is van de bestuurder en/of – controlerende – aandeelhouder met een dergelijk tegenstrijdig belang. Geldt dit voor alle stemgerechtigde aandeelhouders zonder tegenstrijdig belang, dan kan de algemene vergadering van aandeelhouders het tegenstrijdig belang bij het bestuur niet neutraliseren.

Het kan tevens gaan om expliciete goedkeuring door de tijdig en toereikend geïnformeerde, subjectief *bona fide* en neutrale raad van commissarissen.²⁶⁶

264 Het is dus niet zo dat in mijn optiek de wegblijvende stemgerechtigde aandeelhouder zonder tegenstrijdig belang geacht wordt vóór – of tegen – te hebben gestemd. Van wat Timmerman (2004 a), 149 *arithmétique néerlandaise* noemt is geen sprake.

265 Zie o.a. Allen/Jacobs/Strine (2001), 1306-1309, 1317.

266 Zie o.a. de *best practice* bepalingen bij Principe II.3 van de Nederlandse *corporate governance* code. Ten aanzien van de neutrale raad van commissarissen zou bij toetsing van diens gedrag – mede gelet op art. 2:140/250 lid 2 BW – evenals bij het bestuur een rationaliteitstoets toegepast kunnen worden, maar deze aanvullende objectieve toets zou ik uit het oogpunt van con-

→

Een aanverwante situatie doet zich voor wanneer sprake is van impliciete goedkeuring, bestaande uit vertegenwoordiging van de vennootschap:

- door de adequaat geïnformeerde, subjectief *bona fide* en neutrale raad van commissarissen ex art. 2:146/256 BW;
- of door de adequaat geïnformeerde, subjectief *bona fide* en neutrale bijzondere vertegenwoordiger, als aangewezen door de algemene vergadering van aandeelhouders ex art. 2:146/256 BW.

In dat geval acht ik het denkbaar dat de rationaliteitstoets toepassing vindt, nu ook dan de uiteindelijke (belangen)afweging niet door het niet-neutrale bestuur is gemaakt. In wezen komt vertegenwoordiging van de vennootschap door een adequaat geïnformeerde, subjectief *bona fide* en neutrale derde erop neer dat de door het niet-neutrale bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging – alsmede de voorbereiding daarvan – impliciet wordt goedgekeurd, zij het in de vertegenwoordigingsfase en niet reeds in de besluitvormingsfase.²⁶⁷

38.g. *De werkmethode geschematiseerd*

Tegen deze achtergrond²⁶⁸ kom ik tot de volgende schematisering van de door mij bepleite werkmethode. Die werkmethode ziet op de gedragsnormen die voorschrijven:

- dat het bestuur op subjectief *bona fide* wijze invulling dient te geven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap (i.e. de loyaliteitsplicht);
- dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen (i.e. de zorgvuldigheidsplicht);
- en dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat (i.e. de zorgvuldigheidsplicht).

sistentie niet willen hanteren in het onderhavige kader waarin het slechts gaat om het neutraliseren van een tegenstrijdig belang bij het bestuur. Neutraliserende goedkeuring door de raad van commissarissen neemt niet weg dat deze goedkeuring in een enquêteprocedure aan de orde gesteld kan worden vanwege het mogelijk irrationele karakter ervan. Het ligt dan overigens in de rede dat ook het bestuurlijk gedrag de objectieve toets der kritiek uiteindelijk niet zal kunnen doorstaan.

267 Zie o.a. A-G Bakels in 2.17 voor HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management) die erop wijst dat “de bijzonder vertegenwoordiger niet – en zeker niet zonder meer – hoeft uit te voeren wat het bestuur heeft besloten. Hem komt dus in feite een goedkeuringsrecht toe.” Ik benadruk dat niet voldoende is dat de algemene vergadering van aandeelhouders een bijzondere vertegenwoordiger heeft aangewezen. Deze vertegenwoordiger dient wel adequaat geïnformeerd, subjectief *bona fide* en neutraal te zijn wil van neutraliserende goedkeuring sprake kunnen zijn.

268 Zie nummers 38.a-38.f hiervoor.

HOOFDSTUK VI

Dit schema bevat de uitersten van de rechterlijke toetsing binnen de zorgvuldigheidsplicht in strengheid voor het bestuur gemeten.²⁶⁹

Dit schema ziet op de vraag of mogelijk een gedragsnorm is geschonden, niet op de vraag of het bestuur van een eventuele gedragsnormschending ook schuld treft. Dit laatste is een apart element, dat in een enquêteprocedure aan de orde kan komen.²⁷⁰

Binnen het vennootschapsrecht van Delaware gaat in schending van één of meer fiduciaire plichten ook het element schuld schuil. Aparte overwegingen worden daar doorgaans in ieder geval niet aan gewijd. Mijns inziens wordt het inzicht erdoor bevorderd als onderscheid wordt gemaakt in normschending en schuld. Dit onderscheid hanteer ik ook hier, al zal normschending in dit verband vaak hand in hand gaan met schuld.

In bepaalde gevallen ligt een aangepaste toetsing in de rede die het midden houdt tussen een voor het bestuur milde toets en een voor het bestuur strenge toets. Ik doel op de *redelijkheidstoets*. Daarbij kunnen andere gedragsnormen een rol spelen die onder de zorgvuldigheidsplicht ressorteren en samenhangen met het maken van een zakelijke beleidsafweging. Die gevallen duid ik hierna.²⁷¹

In het schema is de loyaliteitsplicht vervat in stap (1) en de zorgvuldigheidsplicht in stappen (2) en (3), bezien vanuit de eerste fase van de enquêteprocedure. Voordat ik de drie stappen uiteenzet licht ik de systematiek van de eerste fase van de enquêteprocedure binnen het schema kort toe. Sluitstuk van het schema vormen de gradaties van (dis)kwalificatie in de tweede fase van de enquêteprocedure.

– Toelichting bij de eerste fase van de enquêteprocedure

De Ondernemingskamer dient zich, alvorens in de eerste fase over te gaan tot objectieve toetsing van het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, af te vragen hoe terughoudend die toetsing dient plaats te vinden. Daarbij vervullen de aan- of afwezigheid van *prima facie* loyaliteit, een substantieel tegenstrijdig belang en neutraliserende goedkeuring een scharnierfunctie. Dit zijn door de Ondernemingskamer te beantwoorden vragen die voorafgaan aan de daadwerkelijke toetsing in het kader van de op het bestuur rustende zorgvuldigheidsplicht.

Uitgangspunt is dat bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur, althans een niet-neutraal bestuur waarbij sprake is van neutraliserende goedkeuring, van een – schuldige – gedragsnormschending en daarmee strijd met de zorgvuldigheidsplicht pas sprake kan zijn, als het bestuur in het licht van alle omstandigheden van het geval bij het maken van de zakelijke beleidsafweging niet op rationele wijze heeft kunnen menen op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze in het belang van de vennootschap te handelen. Daarbij dient door de Ondernemings-

269 Assink (2006 c) bevat enkele eerste gedachten hierover. Voortschrijdend inzicht brengt mij tot de hiernavolgende uitwerking van die eerste gedachten.

270 Zie over het schuld element hoofdstuk 5 – nummer 24.c en hoofdstuk 7 – nummer 42.b.

271 Zie nummer 39 hierna.

kamer een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd. Dit uitgangspunt, dat terugkomt in stap (2) van het schema, is de Nederlandse *business judgment rule*. Onder stap (2) van het schema is de *bovengrens* van objectieve rechterlijke toetsing de rationaliteitstoets. Strenger voor het bestuur mag de Ondernemingskamer dan niet toetsen. Is sprake van een niet-neutraal bestuur en ontbreekt neutraliserende goedkeuring, dan is niet de Nederlandse *business judgment rule* van toepassing maar stap (3) van het schema. Onder stap (3) van het schema is de *ondergrens* van objectieve rechterlijke toetsing de redelijkheidstoets, maar dient de Ondernemingskamer in beginsel de voor het bestuur nog strengere billijkheidstoets te hanteren. Milder voor het bestuur mag de Ondernemingskamer dan niet toetsen. Dit is een wezenlijk onderscheid.

Wanneer de Ondernemingskamer in de eerste fase op basis van de aannemelijk gemaakte feiten²⁷² ten minste vermoedt dat door het bestuur – op schuldige wijze – de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht zijn/is geschonden is sprake van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’.

Ik merk daarbij op dat, zoals volgt uit de *Laurus*-beschikking²⁷³ van de Hoge Raad, in de enquêteprocedure niet dient te worden gewerkt met de normale regels omtrent stel- en bewijsplicht. In de eerste fase van de enquêteprocedure gaat het erom dat de verzoeker de juistheid van zijn stellingen – waaruit vervolgens moet voortvloeien dat sprake is van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ wil het enquêteverzoek toegewezen kunnen worden – aannemelijk moet maken, ondanks eventuele gemotiveerde betwisting daarvan door de vennootschap en/of belanghebbenden zoals bestuurders en commissarissen.²⁷⁴

In de tweede fase van de enquêteprocedure staat de verzoeker, de vennootschap, eventuele belanghebbenden en de Ondernemingskamer het ter griffie gedeponeerde onderzoeksverslag ter beschikking.²⁷⁵ In de eerste fase van de enquêteprocedure staat de verzoeker, de vennootschap, eventuele belanghebbenden en de Ondernemingskamer het onderzoeksverslag logischerwijs nog niet ter beschikking. De verzoeker staat dan vaak, met

272 Deze feiten zijn belangrijk, omdat de Ondernemingskamer op basis daarvan onder meer dient vast te stellen welke toetsingsnorm van toepassing is. Haar oordeel daarover maakt nogal wat uit, niet in de laatste plaats voor het bestuur. Vgl. in Delaware o.a. *In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation* (Del. Ch. 2003): “(...) the question of whether the standard of review is entire fairness or the business judgment rule is consequential and worth fighting over from a litigant’s perspective.”

273 HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.9.

274 Vgl. o.a. Ok. 5 april 2007 (*Holding Heerseweeg*), ro. 3.3: “Ook in een procedure als de onderhavige is het in beginsel aan een verzoeker de deugdelijkheid van de feitelijke grondslag van zijn stellingen ten minste aannemelijk te maken.”

275 Tegen die achtergrond dient het tweede fase verzoekschrift, waarin wordt verzocht om ‘wanbeleid’ vast te stellen en eventueel art. 2:356 BW-voorzieningen te treffen, een voldoende duidelijke omschrijving van het verzoek en de gronden waarop het berust te bevatten. Daarbij dient de Ondernemingskamer bestrijdingen door bijvoorbeeld belanghebbenden van de bevindingen van de onderzoeker wel in haar eindoordeel te betrekken, maar komt belanghebbenden niet het recht toe dienaangaande tegenbewijs te leveren. De algemene bepalingen van bewijsrecht zijn dan niet onverkort van toepassing. Vgl. o.a. HR 8 april 2005 (*Laurus*), ro. 3.4-3.5, 3.9.

HOOFDSTUK VI

name als hij een relatieve buitenstaander is en niet ook bijvoorbeeld bestuurder, op een informatieachterstand bij het onderbouwen van zijn bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken. Hier kan sprake zijn van een processuele disbalans.

Als dit zich voordoet zou ik het redelijk en billijk achten dat de vennootschap, en eventuele belanghebbenden zoals bestuurders en commissarissen, ter afwering van het enquêteverzoek vanwege het ontbreken van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ niet kan (kunnen) volstaan met een minimaal gemotiveerde betwisting van de aanwezigheid van de door verzoeker naar voren gebrachte bezwaren. Zij dient (dienen) dan, voor zover dit niet reeds in een eerdere fase is geschied, bij verweerschrift vrij ruimhartig feitelijke gegevens te verstrekken ter motivering van die betwisting teneinde de verzoeker aanknopingspunten te verschaffen voor het aannemelijk maken van diens voornoemde bezwaren bij de mondelinge behandeling.²⁷⁶

De Ondernemingskamer kan het enquêteverzoek dan toewijzen, tenzij de uitkomst van de vervolgens te maken belangenafweging zich daar volgens haar tegen verzet.²⁷⁷ Dit zijn twee te onderscheiden stappen.

(1) *De eerste fase en de loyaliteitsplicht*

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging *prima facie* blijkt van een loyaal bestuur, los van een objectieve toetsing binnen de zorgvuldigheidsplicht, dan dient zij haar blik te wenden naar stap (2) als sprake is van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, en naar stap (3) als sprake is van een niet-neutraal bestuur en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring.

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging aanstonds voldoende rechtstreekse²⁷⁸ aanwijzingen bestaan om vraagtekens te kunnen plaatsen bij de subjectieve *bona fides* van het bestuur, dan bestaat de reële kans dat uit het onderzoek blijkt dat de loyaliteitsplicht is geschonden en bestaat daarmee ten minste een vermoeden van ‘onjuist beleid’.²⁷⁹ Teneinde de juridische en de feitelijke werkelijkheid niet te ver op te rekken dient de Ondernemingskamer niet op lichte gronden over te gaan tot aanname van het vermoeden dat de loyaliteitsplicht is geschonden. Twijfel bij de Ondernemingskamer komt niet voor rekening van het bestuur.²⁸⁰

276 Vgl. in de context van art. 2:138/248 BW o.a. HR 28 juni 1996 (Pasma q.q./Brijder), ro. 3.5.

277 Bij ‘slechts’ een vermoeden van ‘onjuist beleid’ en niet ‘wanbeleid’ zal dit nog nauwer luisteren.

278 Dus niet via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht, in welk geval het vermoeden dat de subjectieve *bona fides* ontbreekt op indirecte wijze wordt vastgesteld. Zie nummer 38.b hiervoor.

279 Dit zal zich niet vaak voordoen omdat bewijsstukken waarop dergelijke rechtstreekse aanwijzingen kunnen worden gegrond doorgaans zullen ontbreken, zodat vermoede schending van de loyaliteitsplicht in de regel zal moeten worden vastgesteld via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht. Zie nummer 38.b hiervoor.

280 Dit geldt ook in de tweede fase.

Een vermoeden dat de loyaliteitsplicht is geschonden zal in de regel samenvallen met voldoende aanwijzingen dat het bestuurlijk gedrag in zoverre ook de objectieve toets der kritiek in het kader van de zorgvuldigheidsplicht niet kan doorstaan, wat eveneens ten minste een vermoeden van ‘onjuist beleid’ oplevert.²⁸¹ Dit dient in beginsel te worden bepaald aan de hand van stap (2) of stap (3). Is de vermoede schending van de loyaliteitsplicht gebaseerd op aanwijzingen dat het bestuur met het oogmerk handelde de relevante onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende gedragsnorm te schenden, dan acht ik het uit praktisch oogpunt aanvaardbaar dat de Ondernemingskamer op dit punt in beginsel niet meer apart hoeft te toetsen of tevens schending van de zorgvuldigheidsplicht vermoed mag worden.

- (2) *De eerste fase en de zorgvuldigheidsplicht bij een neutraal bestuur, althans bij een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring*

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm.

De in de redelijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag pas vermoed worden te zijn geschonden als de Ondernemingskamer voldoende aanwijzingen heeft dat sprake is van – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag, in welk geval ten minste sprake is van een vermoeden van ‘onjuist beleid’. Twijfel bij de Ondernemingskamer komt niet voor rekening van het bestuur.²⁸²

281 Dit kan relevant zijn voor beantwoording van de vraag of voldoende aanleiding bestaat een onderzoek te gelasten, waarbij de door de Ondernemingskamer – met inachtneming van *alle* omstandigheden van het geval – te maken belangenafweging ook een rol speelt. Wordt vermoed dat zowel de loyaliteitsplicht als de zorgvuldigheidsplicht is geschonden dan zal de belangenafweging minder snel kunnen resulteren in afwijzing van het verzoek tot het gelasten van een onderzoek.

282 Dit geldt ook in de tweede fase. Deze systematiek biedt een evenwicht tussen het bevorderen van waardecreërende handelingen door het bestuur, met name bestaand uit het – (zeer) risicovol – ondernemen namens de vennootschap, en het voorkomen van waardevernietigende handelingen door het bestuur. De grens ligt dan bijvoorbeeld daar waar het bestuur zich uit desinteresse niet op subjectief *bona fide* wijze inzet voor de vennootschap, waar het bestuur zich schuldig maakt aan belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap, of waar het bestuur overduidelijk vennootschappelijke middelen verspilt. Vgl. in Delaware o.a. *Brehm v. Eisner* (Del. 2000): “Thus, directors’ decisions will be respected by the courts unless the directors are interested or lack independence relative to the decision, do not act in good faith, act in a manner that cannot be attributed to a rational business purpose or reach their decision by a grossly negligent process that includes the failure to consider all material facts reasonably available.” Zie o.a. Timmerman (2006 b), 335-336 en Easterbrook/Fischel (1991), 99: “(...) *ex post* settling up in markets has a comparative advantage over courts at enforcing the fiduciary principle *except* in the case of startling gaffes and large, one-shot, self-interested transactions. It should be no surprise, then, to learn that the business judgment rule confines courts to exactly these rare cases.”

HOOFDSTUK VI

De rationaliteitstoets is in deze context de enige objectieve toets die de Ondernemingskamer dient aan te leggen. Een vermoeden van disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit vermoed – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De Ondernemingskamer zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de rationaliteitstoets het vermoeden gerechtvaardigd is dat ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.²⁸³

Komt de Ondernemingskamer onder stappen (1) en (2) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht vermoedelijk is geschonden en dat sprake is van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, dan vindt geen normatieve divergentie plaats en dient zij de redelijkheidstoets te hanteren. Dit zal zich niet snel voordoen.²⁸⁴

(3) *De eerste fase en de zorgvuldigheidsplicht bij een niet-neutraal bestuur en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring*

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een niet-neutraal bestuur waarbij neutraliserende goedkeuring ontbreekt, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in beginsel niet.

De in de billijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag vermoed worden te zijn geschonden als de Ondernemingskamer er niet geheel van overtuigd is dat de *earmarks* van billijk gedrag aanwezig zijn, in welk geval ten minste sprake is van een vermoeden van ‘onjuist beleid’.²⁸⁵ Twijfel bij de Ondernemingskamer komt voor rekening van het bestuur.²⁸⁶ Indien en voor zover het bestuur enige manoeuvreerruimte moet worden gelaten ligt een redelijkheidstoets meer in de rede. In zoverre kan sprake zijn van normatieve divergentie.

Een vermoeden van disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit vermoed – schuldig – onbillijk en/of onredelijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De Ondernemingskamer zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets het vermoeden gerechtvaardigd is dat ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.²⁸⁷

283 Dit kan, zoals aangestipt onder stap (1), relevant zijn.

284 Zie nummer 38.b hiervoor.

285 Een zelfstandige/aanvullende grondslag voor een reële kans op ‘onjuist beleid’ kan bestaan uit vermoede – schuldige – schending van de op het bestuur rustende gedragsnorm die meebrengt, dat iedere bestuurder bij een tegenstrijdig belang dat hem raakt tijdig toereikende openheid dient te betrachten tegenover zijn mede-bestuurder(s) (en de raad van commissarissen indien aanwezig) over de aard van het tegenstrijdige belang in het licht van de voorgenomen transactie, alsmede het bestuur bij de voorbereiding/besluitvorming dient te betrekken (voor zover dit niet al het geval is) en dat het bestuur in ieder geval nadien toereikende openheid daarover dient te betrachten binnen de vennootschap.

286 Dit geldt ook in de tweede fase.

287 Dit kan, zoals aangestipt onder stappen (1) en (2), relevant zijn.

Komt de Ondernemingskamer onder stappen (1) en (3) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht vermoedelijk is geschonden en dat sprake is van een niet-neutraal bestuur waarbij neutraliserende goedkeuring ontbreekt, dan dient zij de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets te hanteren. Dit zal zich niet snel voordoen.²⁸⁸

– *De tweede fase en gradaties van (dis)kwalificatie*

Indien de Ondernemingskamer het enquêteverzoek heeft toegewezen en zij op basis van het onderzoeksverslag in de tweede fase²⁸⁹ – schuldige – schending door het bestuur van de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht vaststelt²⁹⁰ maar alle omstandigheden van het geval indachtig de voor ‘wanbeleid’ vereiste ernst ontbreekt, dient zij zich in het dictum te beperken tot de vaststelling dat van ‘wanbeleid’ niet is gebleken. Voorzieningen ex art. 2:356 BW kan de Ondernemingskamer dan niet treffen omdat daarvoor, gelet op het bepaalde in art. 2:355 lid 1 BW, de wettelijke grondslag ontbreekt. Dat sprake is van ‘onjuist beleid’ mag de Ondernemingskamer in het lichaam van de (eind)beschikking in haar analyse betrekken. Zijn de voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ vereiste bijkomende, verzwarende omstandigheden wel aanwezig, dan kan de Ondernemingskamer in het dictum vaststellen dat van ‘wanbeleid’ is gebleken.²⁹¹ Voorzieningen ex art. 2:356 BW kan zij dan, desverzocht, eventueel wel treffen. De Ondernemingskamer kan in geval van ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’ een verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW toewijzen, mits aan de voorwaarden daarvoor is voldaan.²⁹²

288 Zie nummer 38.b hiervoor.

289 Ervan uitgaande dat de tweede fase is geëntameerd. Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.

290 Met andere woorden: het in de eerste fase gehanteerde vermoeden blijkt in de tweede fase gegrond.

291 Wat als ‘juist beleid’ zou kwalificeren dient de Ondernemingskamer mijns inziens consequent in het midden te laten. Daarover gaat zij niet, net zomin als de rechter in bijvoorbeeld een art. 2:9 BW-procedure.

292 Zie nummers 36-37 hiervoor. In een procedure waarin het in de kern ‘slechts’ draait om de aan- of afwezigheid van schuldig ondermaats gedrag, is het denkbaar dat de rechter volstaat met de vaststelling dat de loyaliteitsplicht is geschonden omdat de zorgvuldigheidstoets daarin toch geen verandering kan brengen. Ik denk daarbij aan onder meer de art. 2:9 BW-procedure. Vgl. buiten Delaware o.a. *Boston Children’s Heart Foundation v. Nadal-Ginard* (1st Cir. 1996): “When, as in this case, a court finds that an officer failed to act in good faith, it follows that a fiduciary breach exists, and the need to determine whether or not [the transaction] is objectively reasonable is obviated.” Dit is anders in de enquêteprocedure, waarin het bij de ‘wanbeleid’ toets om meer draait dan de aan- of afwezigheid van een – schuldige – gedragsnormschending en het aankomt op de aan- of afwezigheid van bijkomende, verzwarende omstandigheden die de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ rechtvaardigen. Daarbij kan het, mede gelet op eventueel te treffen art. 2:356 BW-voorzieningen, wel degelijk relevant zijn of het bestuur niet alleen de loyaliteitsplicht heeft geschonden maar ook – op schuldige wijze – de zorgvuldigheidsplicht.

39. Stap 6: het primaat van de redelijkheidstoets in een beperkt aantal gevallen

De buitengrenzen voor objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, in strengheid voor het bestuur gemeten, zijn neergelegd in de zojuist geschematiseerde werkmethode.²⁹³ De rol van de redelijkheidstoets is binnen deze werkmethode vrij beperkt.

In bepaalde gevallen ligt het wel in de rede primair een redelijkheidstoets te hanteren, niet een rationaliteitstoets of een billijkheidstoets. De redelijkheidstoets vervult dan de functie van een *tussentoets*. De vier meest voorkomende gevallen behandel ik in deze zesde en laatste stap. Die gevallen vullen de geschematiseerde werkmethode, die het uitgangspunt vormt voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, aan.

39.a. *Bij het treffen door het bestuur van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname*

Er kunnen zich situaties voordoen waarin bij het maken van een zakelijke beleidsafweging in zekere zin sprake is van een tegenstrijdig belang, maar waarin het gelet op het karakter van die situaties in de rede ligt de rechterlijke toetsingsnorm niet in de sleutel van de billijkheidstoets te plaatsen. Ik denk met name aan het geval waarin het bestuur probeert door het treffen van een beschermingsmaatregel een vijandige overname af te weren.²⁹⁴

Het tegenstrijdig belang is dan wellicht minder pregnant aanwezig in vergelijking met bijvoorbeeld een geval waarin een bestuurder (in)direct aan beide zijden van een transactie optreedt en daarbij een *substantieel* persoonlijk belang heeft dat niet parallel loopt aan het belang van de vennootschap, maar de realiteit is dat het slagen van een overname doorgaans tot gevolg heeft dat het zittende bestuur het veld moet ruimen.²⁹⁵ Niet uit te sluiten valt daarom dat het bestuur zich bij het treffen van een beschermingsmaatregel – mede – laat leiden door het eigen belang bij continuering van het bestuurderschap, dat anders op de tocht komt te staan.²⁹⁶

293 Zie nummer 38.g hiervoor.

294 Daarbij kunnen, na implementatie van de 13^e richtlijn betreffende het openbare overnamebod, aanvullende spelregels gelden. Dit gaat het bestek van mijn studie te buiten. Hier kunnen ook situaties *à la* Stork spelen (vgl. Ok. 17 januari 2007 (Stork)), maar ik beperk mij hier tot de dreiging van een vijandige overname.

295 Zie o.a. Van Ginneken (2006), 528.

296 Zie hoofdstuk 4 – nummers 18.b en 21. De in art. 2:146/256 BW vervatte regeling is mogelijk ook hier van toepassing op door de vennootschap te verrichten rechtshandelingen, met alle complicaties van dien. Ik wijs op de sinds HR 22 maart 1996 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.), ro. 3.3 door de Hoge Raad met zoveel woorden gemaakte keuze het toepassingsbereik van art. 2:146/256 BW ruim uit te leggen. Vgl. HR 17 juli 2006 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.), ro. 3.3.1 e.v.; HR 9 juli 2004 (Duplicado/Goedkoop q.q.), ro. 3.5.2; en HR 3 mei 2002 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management), ro. 3.5.2. Dit ligt al besloten in HR 14 september 1940 (Maas/Amazone).

Toch dient dit mijns inziens niet te leiden tot toepassing van de billijkheidstoets, zoals bij een niet-neutraal bestuur gewoonlijk het geval zou zijn (afgezien van neutraliserende goedkeuring). Het gaat hier niet om een ‘gewone’ transactie die marktconforme voorwaarden dient te hebben en ook overigens in het belang van de vennootschap dient te zijn. Daarbij komt dat het bestuur in deze situatie wordt gebracht door de derde die aast op overname van de vennootschap, niet direct door eigen toedoen. Dit is anders wanneer het bestuur zelf kiest voor een transactie waarbij het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap speelt. Het bestuur zal ook enige armslag moeten hebben om adequaat te kunnen reageren op de dreiging van een vijandige overname. Dit alles past niet goed bij een billijkheidstoets.²⁹⁷ Daar staat tegenover dat een rationaliteitstoets het bestuur weer te veel ruimte laat, gelet op de mogelijkheid dat het bestuur het behoud van zijn positie mee laat wegen bij het maken van de zakelijke beleidsafweging.

Het valt dan te billijken dat de Ondernemingskamer in deze context een brede redelijkheidstoets hanteert, waardoor voor het bestuur in voorbereidend en inhoudelijk opzicht een zekere mate van beleidsvrijheid ontstaat, maar deze niet zover strekt dat slechts de rationaliteit van het bestuurlijk gedrag onderwerp van rechterlijke toetsing kan zijn. De Ondernemingskamer mag zich tot op zekere hoogte uitlaten over de objectieve ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag. Het ligt dan in de rede de gedragsnormen ook in de redelijkheidssleutel te plaatsen en niet in de billijkheidssleutel, die hier immers minder voor de hand ligt. Dit uitgangspunt biedt een zekere balans, strookt met de wijze waarop de gedragsnormen bij een neutraal bestuur worden ingekleurd en past bij de wijze waarop de Ondernemingskamer buiten deze context het gedrag van een niet-neutraal bestuur dient te toetsen dat zich minder goed voor een billijkheidstoets leent.²⁹⁸

Als het sluimerende risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap geneutraliseerd moet worden geacht, ligt hantering van de rationaliteitstoets wel in de rede. Daarbij valt met name te denken aan het geval waarin sprake is van neutraliserende aandeelhoudersgoedkeuring. Van het eenzijdig treffen van de beschermingsmaatregel door het bestuur is dan geen sprake. Wellicht kan ook worden gedacht aan de situatie waarin het bestuur op voorhand zeker weet dat hij bij het slagen van de overname niet voor zijn positie hoeft te vrezen. Dit zal afhangen van de omstandigheden van het geval.

Toepassing van de door mij bepleite dominantie van de redelijkheidstoets bij rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag bestaand uit het treffen van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname ligt in lijn met de *RNA*-beschikking²⁹⁹ van de Hoge Raad.

297 Zie o.a. Veasey (2005), 1426: “Entire fairness, which incorporates elements of fair dealing and fair price, is traditionally tied to situations involving self dealing (...)”; Allen/Jacobs/Strine (2001), 1303; en Johnson (1999), 817.

298 Zie nummer 38.e hiervoor.

299 HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7.

HOOFDSTUK VI

Voorop staat, aldus de Hoge Raad, dat onder bepaalde omstandigheden en ondanks een open vennootschappelijke structuur³⁰⁰ het gebruik van een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd kan zijn, als deze noodzakelijk is met het oog op onder meer de continuïteit van – het beleid van – de vennootschap en de behartiging van de daarbij betrokken deelbelangen.³⁰¹ Dat behartiging van bijvoorbeeld het werknemersbelang alleen het treffen van een beschermingsmaatregel kan rechtvaardigen lijkt daarmee niet uitgesloten.³⁰²

De Hoge Raad koppelt, anders dan de *Supreme Court* van Delaware, het geschetste toetsingskader niet met zoveel woorden aan de aanwezigheid van een *inherent conflict of interests*. Dit is niet verrassend, nu hiermee binnen het vennootschapsrecht van Delaware hantering van de *enhanced scrutiny test* in plaats van de *business judgment rule* wordt gerechtvaardigd, terwijl het Nederlandse vennootschapsrecht de *business judgment rule* niet kent maar daarbinnen juist primair de (‘marginale’) redelijkheidstoets wordt gehanteerd wanneer de rechter een zekere mate van bestuurlijke beleidsvrijheid dient te respecteren.

De rechtvaardiging van de getroffen beschermingsmaatregel moet volgens de Hoge Raad worden beoordeeld met inachtneming van alle omstandigheden van het geval. Dit spreekt eigenlijk voor zich, omdat een dergelijke beoordeling niet goed *in abstracto* te maken valt. Daarbij zal met name moeten worden afgewogen of het bestuur van de doelwitvennootschap, als hij besluit tot het treffen en vooralsnog handhaven van de beschermingsmaatregel:

1. in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat voor handhaving van de *status quo* situatie, waardoor in afwachting van de uitkomst van verder overleg³⁰³ wordt voorkomen dat – zonder voldoende overleg – wijzigingen worden aangebracht in het bestuur of in het beleid van de vennootschap die door het bestuur niet in het belang van de vennootschap worden geacht, het treffen van de beschermingsmaatregel noodzakelijk is;
2. en in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat deze beschermingsmaatregel bij een afweging van de in het geding zijnde belangen valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van de ongewenste overname.

Daarbij neemt de Hoge Raad tot uitgangspunt dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd

300 Waaronder wordt verstaan een kenbare statutaire inrichting waaruit niet expliciet het bestaan van beschermingsmogelijkheden blijkt.

301 Vgl. o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.15, 3.20 en Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.2. Dat de Hoge Raad anders dan de *Supreme Court* van Delaware niet expliciet de eis stelt van aan het treffen van beschermingsmaatregelen rationeel verbonden voordelen voor de aandeelhouders verwondert niet, nu het Nederlandse vennootschapsrecht het *shareholder primacy* model niet kent. Zie hoofdstuk 2 – nummer 7.

302 Zie o.a. Van Ginneken (2006), 532.

303 Vgl. Ok. 11 maart 1999 (Breevast), ro. 4.16.

digd zal zijn, terwijl het antwoord op de vraag of het bestuurlijk gedrag de tweede component van de toets kan doorstaan pas na verloop van enige tijd gegeven kan worden. Het komt niet alleen aan op de eerste reactie van het bestuur, maar ook op zowel het door het bestuur gevoerde beleid in verband met en in vervolg op het creëren van de *status quo*, als op de afweging van de betrokken deelbelangen in het licht van alle – mogelijk aan snelle wijzigingen onderhevige – omstandigheden van het geval. Daarvan maakt in het bijzonder deel uit – kort gezegd – de informering van alle aandeelhouders over de wederzijdse standpunten, inclusief de minderheidsaandeelhouder die de zeggenschap in de vennootschap tracht te verkrijgen.³⁰⁴

Op het bestuur rust kennelijk de plicht tot het voeren van nader overleg met voornoemde minderheidsaandeelhouder, voor zover mogelijk en toegestaan.³⁰⁵ Ik begrijp dit zo dat het bestuur te allen tijde op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze zakelijke beleidsafwegingen dient te maken, ook als het gaat om de vraag of een overname in het belang van de vennootschap moet worden geacht. Hebben partijen nog – nagenoeg – geen overleg gevoerd dan zal de getroffen beschermingsmaatregel mijns inziens alleen een voorlopig karakter mogen hebben. Blijft het bestuur ondanks nader overleg en mogelijk gewijzigde omstandigheden bij zijn standpunt dat een overname niet in het belang is van de vennootschap, dan zal het bestuur de getroffen beschermingsmaatregel mijns inziens mogen handhaven zolang dit de hiervoor uiteengezette redelijkheidstoets kan blijven doorstaan. Zo ligt het bijvoorbeeld niet in de rede om in geval van een *asset-stripper* die blijft aandringen op een overname de door het bestuur getroffen beschermingsmaatregel per definitie een beperkte houdbaarheidsduur toe te kennen, en daarmee de vennootschap op een gegeven moment bloot te stellen aan een aandeelhouder die een handelwijze voor ogen staat welke evident niet in het belang van de vennootschap is.³⁰⁶ Dit ligt in lijn met de overweging van de Hoge Raad dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel *in het algemeen* niet gerechtvaardigd zal zijn, wat ruimte laat voor uitzonderingen.

Aan de vraag wanneer sprake is van een beschermingsmaatregel besteedt de Hoge Raad niet rechtstreeks aandacht.³⁰⁷ Niet wordt opgemerkt dat het in voor-

304 Uit o.a. Ok. 27 mei 1999 (Gucci Group), ro. 3.17 e.v. volgt dat het antwoord op de vraag of de getroffen beschermingsmaatregel al dan niet op gespannen voet staat met wettelijke, statutaire en/of overige maatschappelijk aanvaarde normen eveneens van belang kan zijn.

305 Vgl. o.a. Ok. 17 januari 2007 (Stork), ro. 3.12: “Ten slotte kan er in dit verband niet aan worden voorbijgegaan dat beschermingsconstructies als de onderhavige in beginsel niet verder kunnen strekken dan het bestuur en de raad van commissarissen gedurende een zekere tijd de gelegenheid geven zich te vergewissen van de voornemens van een aandeelhouder die overwegende zeggenschap wenst te verkrijgen en met hem te kunnen overleggen over diens opvattingen omtrent het door hem wenselijk geachte beleid en daarover met de medeaandeelhouders te (kunnen) overleggen alsmede om alternatieven te onderzoeken.”

306 Zie o.a. Asser/Maeijer (2000), 589-590 met verwijzingen: “(...) een zekere bescherming [blijft] gewenst tegen zogenaamde ‘asset-strippers’ of ‘corporate raiders’ (enkel gericht op hun eigen belang op korte termijn) (...)”

307 Zie o.a. Van Ginneken (2006), 530.

HOOFDSTUK VI

komende gevallen zelfs van onverantwoord bestuur kan getuigen als geen beschermingsmaatregel wordt getroffen. De verwijzing naar een “dreigend gevaar van een ongewenste overname” duidt op een ruim tijdsbestek waarbinnen het bestuur tot preventieve actie mag overgaan.

Het lijkt goed verdedigbaar dat om een beschermingsmaatregel te mogen treffen en voorlopig handhaven in ieder geval vereist is:

1. dat het bestuur zich op redelijk geïnformeerde grondslag en doordachte wijze gedraagt;
2. dat er, mede in het licht van de continuïteitsgedachte, redelijke gronden zijn om in het belang van de vennootschap een beschermingsmaatregel te treffen;
3. en dat de getroffen en voorlopig gehandhaafde beschermingsmaatregel in proportionele verhouding staat tot de aanwezige dreiging, gezien vanuit het standpunt van de (rechts)persoon van wie die dreiging uitgaat.³⁰⁸

Er hoeft mijns inziens bij de derde component geen sprake te zijn van maatwerk, want zover reikt deze toets niet. Het gaat erom of de beschermingsmaatregel, in het licht van alle omstandigheden van het geval, duidelijk onnodig bezwarend *uitwerkt*: had het bestuur eenvoudig aanwijsbaar voor een minder bezwarende uitvoering van de beschermingsmaatregel kunnen kiezen, zonder dat dit de beschermende werking tegen de dreiging aan de maatregel zou ontnemen? Heeft het bestuur meerdere beschermingsmaatregelen getroffen, dan dient de Ondernemingskamer de uitwerking van de beschermingsmaatregelen als geheel te bezien in het kader van deze toets.³⁰⁹

De eerste twee componenten zien op de gedragsnormen die voorschrijven dat het bestuur:

- bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen;
- en telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.

De derde component raakt aan een separate door mij onderscheiden, onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende, gedragsnorm. Die brengt mee dat het bestuur bij het maken van iedere zakelijke beleidsafweging die tevens bestaat uit een voorzienbare benadeling van een in acht te nemen deelbelang telkens die belangenafweging dient te maken, welke dat deelbelang niet disproportioneel benadeelt. Deze gedragsnorm heeft zelfstandig bestaansrecht, omdat lang niet iedere

308 Met diens belang dient het bestuur ook rekening te houden. Vgl. o.a. Rb. Utrecht 15 september 1993 (Auxinvest/GTI Holding), ro. 5.5-5.10 en Rb. Haarlem 12 juni 1990 (Asko Deutsche Kaufhaus/Stichting Ahold Continuïteit), ro. 6.6-6.9.

309 Het vennootschapsrecht van Delaware biedt hiervoor interessante aanknopingspunten. Zie hoofdstuk 4 – nummers 18.b en 21.

zakelijke beleidsafweging een belangenafweging omvat.³¹⁰ Deze gedragsnorm blijft naast het voorgaande van betekenis nu ook een op redelijke gronden getroffen beschermingsmaatregel die in proportionele verhouding staat tot de gesignaleerde dreiging als hiervoor bedoeld niet duidelijk onnodig bezwarend mag uitwerken voor een ander in acht te nemen deelbelang.³¹¹ Het ene brengt niet automatisch het andere mee.

Ik wijs ter illustratie op de *RNA*-eindbeschikking³¹² van de Ondernemingskamer. Daarin oordeelt zij voor zover relevant en kort gezegd, dat hoewel de getroffen beschermingsmaatregel op zichzelf op redelijke gronden is genomen en op zichzelf niet in disproportionele verhouding staat tot de aanwezige dreiging, bezien vanuit de minderheidsaandeelhouder van wie die dreiging uitgaat, de uitwerking van deze beschermingsmaatregel duidelijk onnodig bezwarend is voor de gezamenlijke aandeelhouders van de vennootschap en daarmee zijn doel in zoverre voorbij schiet.³¹³

Dergelijke met de zakelijke beleidsafweging verband houdende aspecten dient de Ondernemingskamer mijns inziens – ook – te kunnen toetsen.

Hierin wijk ik kennelijk af van Timmerman, die slechts in aanmerking wil nemen of aan een bepaald relevant deelbelang in het geheel voorbij is gegaan omdat het niet is gezien door het bestuur, en buiten beschouwing wil laten of de door het bestuur gemaakte belangenafweging ook overigens (niet on)acceptabel is.³¹⁴ Het eerste element valt mijns inziens onder de toetsing van het met de zakelijke beleidsafweging verband houdend bestuurlijk gedrag in voorbereidend opzicht. Het tweede element valt mijns inziens onder de inhoudelijke toetsing van de gemaakte zakelijke beleidsafweging.³¹⁵ Heeft het bestuur de bescher-

310 Te denken valt bijvoorbeeld aan het geval waarin het bestuur een keuze dient te maken tussen investeren in de ontwikkeling en productie van product A of product B, welke producten de door de vennootschap gedreven onderneming allebei kan ontwikkelen en produceren. Het gaat dan niet om het afwegen van verschillende deelbelangen, zoals het aandeelhoudersbelang tegen het werknemersbelang, maar om een pure zakelijke beleidsafweging: op welk product behaalt de vennootschap op termijn naar verwachting meer rendement? Dit is in de kern een doelmatigheidsvraagstuk.

311 Ik zou menen dat van disproportionaliteit in deze zin niet alleen sprake kan zijn wanneer met een relevant deelbelang in het geheel geen rekening is gehouden. Vgl. o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.7 over een “zorgvuldige afweging van de betrokken belangen.” Zie o.a. A-G Mok in 2.3 voor HR 7 juli 1982 (Enka): “Wat de rechter bij marginale toetsing kan controleren is ten eerste of degene die het besluit genomen heeft de betrokken belangen heeft afgewogen en ten tweede of hij dat niet op een objectief onredelijke wijze heeft gedaan.”

312 Ok. 22 maart 2002 (RNA), ro. 3.28 e.v.

313 Instructief is HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.20.

314 Timmerman (2003 c), 561. Zie echter A-G Timmerman in 3.21, noot 66 voor HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or).

315 Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 28 november 1991 (BAT Nederland), ro. 4.4: “Niet is aannemelijk geworden dat de ondernemer de belangen van de werknemers niet behoorlijk heeft meegewogen (eerste element, BFA) en deze op een onredelijke wijze ten achter heeft gesteld bij het belang van de aandeelhouder en/of de internationale BAT-groep (tweede element, BFA).”

HOOFDSTUK VI

mingsmaatregel pas getroffen na neutraliserende goedkeuring daarvoor te hebben verkregen van de aandeelhouders en moet de door mij bepleite Nederlandse *business judgment rule* daardoor van toepassing worden geacht, dan laat dit onverlet dat het bestuur ook aan de hier bedoelde gedragsnorm dient te voldoen. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag noopt er niet toe dat de rechter een dergelijke toets in het geheel niet aan kan leggen.³¹⁶ Het ligt dan overigens, gelet op de verkregen goedkeuring, niet heel erg voor de hand dat sprake is van een disproportionele belangenafweging.

Tot een toetsing die strikter is dan strikt noodzakelijk leidt dit mijns inziens niet, nu het moet gaan om een duidelijk onnodig bezwarende uitwerking. Wel dient de Ondernemingskamer daarbij behoedzaam en terughoudend te werk te gaan en zich tot deze toets te beperken. Omdat de belangenafweging deel uitmaakt van de zakelijke beleidsafweging kan men zeggen dat, wanneer de belangenafweging de objectieve toets der kritiek niet kan doorstaan, de zakelijke beleidsafweging *in zoverre* de objectieve toets der kritiek evenmin kan doorstaan.

39.b. Bij achterstelling door het bestuur van één of meer deelbelangen

Een zakelijke beleidsafweging kan meebrengen dat een deelbelang daardoor wordt achtergesteld bij een ander deelbelang. Hier is op zichzelf niets op tegen. Wel mag dan de eis worden gesteld dat de aan deze zakelijke beleidsafweging inherente achterstelling van een in acht te nemen deelbelang in het licht van alle omstandigheden van het geval niet disproportioneel is aan het daarmee te bereiken doel, zodat geen sprake is van een duidelijk onnodig bezwarende uitwerking.³¹⁷ Dit vloeit voort uit de door mij onderscheiden, onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende, gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur bij het maken van iedere zakelijke beleidsafweging die tevens bestaat uit een voorzienbare benadeling van een in acht te nemen deelbelang telkens die belangenafweging dient te maken, welke dat deelbelang niet disproportioneel benadeelt.³¹⁸ Daarbij ligt hantering van de redelijkheidstoets met inachtneming van alle omstandigheden van het geval in de rede, nu de gedragsnorm welbeschouwd ook in die sleutel is geplaatst.³¹⁹ Tot een verdere verkleining van de rechterlijke toetsingsvrijheid noopt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag hier niet.

Hiertoe dient de Ondernemingskamer niet te gemakkelijk over te gaan, om te voorkomen dat zij ‘via een achterdeur’ toch een vrij stringent toetsingsbeleid han-

316 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

317 Zie nummer 39.a hiervoor.

318 Zie nummer 35.c hiervoor.

319 Vgl. o.a. Ok. 15 maart 2005 (EMBA), ro. 3.23-3.24, 3.27. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 28 november 1991 (BAT Nederland), ro. 4.4: “Niet is aannemelijk geworden dat de ondernemer de belangen van de werknemers (...) op een onredelijke wijze ten achter heeft gesteld bij het belang van de aandeelhouder en/of de internationale BAT-groep.” Anders o.a. De Wulf (2002), 854.

teert bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur, althans een niet-neutraal bestuur waarbij sprake is van neutraliserende goedkeuring. Zo zal de Ondernemingskamer in een situatie waarin het bestuur een zakelijke beleidsafweging maakt die gericht is op de lange(re) termijn in plaats van op de korte(re) termijn, zoals het aangaan van een *joint-venture* in plaats van het verkopen van een onderneming, mijns inziens binnen de zorgvuldigheidsplicht in beginsel moeten volstaan met een rationaliteitstoets. Ook wanneer niet wordt gehandeld conform de wens van – een deel van – de aandeelhouders die juist de voorkeur geven aan winstmaximalisatie op de korte termijn door verkoop van voornoemde onderneming. Er is dan niet zozeer sprake van een achterstelling resulterend in rechtstreekse benadeling van een deelbelang ten behoeve van een bepaald doel dat door het bestuur wordt nagestreefd, aan de hand waarvan op disproportionaliteit kan worden getoetst, als wel van gekibbel binnen de vennootschap over het tijdpad aan de hand waarvan het ondernemingsbeleid moet worden uitgezet. Daarvoor is deze flankerende rechterlijke toets in mijn ogen niet bedoeld, nu het in de eerste plaats aan het bestuur is om het ondernemingsbeleid te voeren.³²⁰ Is het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de zakelijke beleidsafweging (i.e. de keuze voor de *joint-venture* in plaats van verkoop van een onderneming) niet duidelijk logisch onverklaarbaar, dan blijven er welbeschouwd geen beleidsaspecten over die binnen de zorgvuldigheidsplicht voor een flankerende rechterlijke toetsing aan disproportionaliteit in aanmerking komen.

Dit is bijvoorbeeld anders wanneer door het bestuur ten behoeve van de continuïteit van de door de vennootschap gedreven onderneming saneringen worden doorgevoerd die voorzienbaar leiden tot verlies van arbeidsplaatsen. De achterstelling van het werknemersbelang is op zichzelf logisch verklaarbaar in het belang van de door de vennootschap gedreven onderneming die financieel niet in een florissante positie verkeert, maar dient tegelijkertijd niet duidelijk onnodig bezwarend uit te pakken voor de werknemers in het licht van het doel van de zakelijke beleidsafweging.

Hier kan zich ook een spanning voordoen tussen enerzijds het belang van de vennootschap en anderzijds het belang van het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt. Wat in het belang van de vennootschap is wordt dan mede gekleurd door het belang van het concern waarmee het bestuur rekening heeft te houden. Dit kan ertoe leiden dat het bestuur een zakelijke beleidsafweging maakt die sterk wordt gekleurd door het bredere belang van het concern en meebrengt dat het engere belang van de vennootschap voor een deel wordt weggecijferd.³²¹ Ook dan geldt dat geen sprake mag zijn van een disproportionele wegcijfering van een in acht te nemen deelbelang, in dit geval het belang van de vennootschap ten opzichte van het bredere concernbelang.

320 Situaties zoals bestreken door bijvoorbeeld art. 2:107a BW daargelaten. Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.e.

321 Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 21 juli 2006 (Fresenius Hemocare Netherlands), ro. 3.11.

HOOFDSTUK VI

39.c. *Bij ongelijke behandeling door het bestuur van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders*

Een tussentoets ligt eveneens in de rede wanneer het bestuur aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden niet gelijk behandelt.³²² Dit vloeit voort uit de door mij onderscheiden, onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende, gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op gelijke wijze dient te behandelen, tenzij voor het intreden van ongelijke gevolgen een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat.³²³ Er is dan geen statutaire bepaling op basis waarvan ongelijke behandeling mogelijk moet worden geacht.³²⁴ Het enkele feit dat de gemaakte zakelijke beleidsafweging met een daarvan deel uitmakende belangenafweging op zichzelf de objectieve toets der kritiek kunnen doorstaan, brengt niet automatisch mee dat een dergelijke rechtvaardigingsgrond bestaat. Daarvoor is meer nodig, gelet op het belang dat algemeen wordt gehecht aan het uitgangspunt van gelijke behandeling van gelijke gevallen.³²⁵ Ook hier ligt hantering van de redelijkheidstoets met inachtneming van alle omstandigheden van het geval voor de hand, nu de gedragsnorm welbeschouwd ook in die sleutel is geplaatst.³²⁶ Tot een verdere verkleining van de rechterlijke toetsingsvrijheid noopt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag hier niet.

39.d. *Bij schending door het bestuur van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen*

Een tussentoets ligt ten slotte ook in de rede in het geval, waarin het bestuur bij het maken van de zakelijke beleidsafweging niet handelt conform eerder bij anderen, zoals aandeelhouders, gewekte gerechtvaardigde verwachtingen ten aanzien van de door het bestuur te varen koers. Dit vloeit voort uit de door mij onder-

322 Of daarvan sprake is dient van geval tot geval te worden gezien, waarbij de rechter zich telkens dient te richten op de relevante belangen van de aandeelhouders die voortspruiten uit het aandeelhouderschap. Zie in de context van art. 2:92/201 BW o.a. A-G Mok in 4.2.7.2 voor HR 31 december 1993 (Van den Berge/Verenigde Bootlieden).

323 Zie nummer 35.a hiervoor.

324 Waaronder ik niet alleen vat de situatie dat de statuten geen bepaling bevatten die daarop ziet, maar ook de situatie dat de statuten wel een dergelijke bepaling bevatten maar deze bepaling strijdig is met bijvoorbeeld het bepaalde in art. 2:8 BW. Zie o.a. Vletter-van Dort (2006), 352: "Brengt een statutaire regeling (...) (ex art. 2:92 lid 1 BW, BFA) op grond waarvan verschillende soorten aandelen worden gecreëerd met zich dat de houders van die aandelen in verschillende omstandigheden verkeren waardoor geen plicht (meer) bestaat tot gelijke behandeling? In de parlementaire geschiedenis wordt deze vraag door de minister aldus beantwoord dat een statutaire bepaling die lid 1 toestaat kan leiden tot verschillende omstandigheden in de zin van lid 2. Lid 2 wordt wel als het complement van lid 1 beschouwd. Deze visie staat echter aan kritiek bloot (...)." Vgl. over het bepaalde in art. 2:92 lid 1 BW uitvoerig Ok. 28 maart 2007 (Koninklijke DSM), ro. 3.11-3.13.

325 Vgl. o.a. Ok. 20 juli 2001 (Bosbo), ro. 3.3.

326 Vgl. o.a. HR 31 december 1993 (Van den Berge/Verenigde Bootlieden), ro. 4.3.1, 4.3.3-4.3.4.

scheiden, onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende, gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging een daaraan voorafgaand gewekte en te honoreren verwachting dient te respecteren, tenzij voor het niet honoreren van de gewekte verwachting een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat.³²⁷ Het enkele feit dat de gemaakte zakelijke beleidsafweging met een daarvan deel uitmakende belangenafweging op zichzelf de objectieve toets der kritiek kunnen doorstaan, brengt ook hier niet automatisch mee dat een dergelijke rechtvaardigingsgrond bestaat. Daarvoor is meer nodig, gelet op het feit dat het bestuur zich heeft vastgelegd op een bepaalde te varen koers en daardoor zijn beleidsvrijheid heeft verkleind.³²⁸ Ook hier ligt hantering van de redelijkheidstoets met inachtneming van alle omstandigheden van het geval voor de hand, nu ook deze gedragsnorm welbeschouwd in de redelijkheidssleutel is geplaatst.³²⁹ Tot een verdere verkleining van de rechterlijke toetsingsvrijheid noopt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag hier niet.

39.e. *Afronding*

Wanneer het voor het bestuur onduidelijk is of sprake is van ongelijke behandeling van gelijke gevallen dan wel handelen in strijd met gewekte gerechtvaardigde verwachtingen, verdient het mijns inziens aanbeveling zekerheidshalve uit te gaan van toepasselijkheid van de onderhavige gedragsnormen en daarmee ook in de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging zoveel mogelijk rekening te houden. Wordt het bestuurlijk gedrag vervolgens ter beoordeling aan de Ondernemingskamer voorgelegd dan komt het bestuur goed beslagen ten ijs, ook als de Ondernemingskamer toetst of een afdoende rechtvaardigingsgrond aanwezig is. Het is dan ook waarschijnlijker dat het bestuur op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze de zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt. Die gedragsnorm is te allen tijde van toepassing bij het maken van een zakelijke beleidsafweging.

Omdat de Ondernemingskamer hier wél de mogelijkheid heeft bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur een redelijkheidstoets aan te leggen, dient er niet té snel van uitgegaan te worden dat sprake is van ongelijke behandeling van gelijke gevallen dan wel handelen in strijd met gewekte gerechtvaardigde verwachtingen. Is daarvan evenwel sprake, dan is het ook logisch om aan te nemen dat het bestuur vervolgens niet op al te lichte gronden mag overgaan tot een ongelijke behandeling of afwijking van de koers waarop hij zich heeft vastgelegd, maar

327 Zie nummer 35.c hiervoor.

328 Vgl. o.a. Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.23 en Ok. 21 juni 1979 (Batco Nederland), ro. 6. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. HR 7 juli 1982 (Enka), ro. 4.1-4.2. Zie o.a. Van Leeuwen (1990), 153. In Ok. 21 december 2004 (Unilever), ro. 3.23 hanteert de Ondernemingskamer als 'maatman' de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende, gewone belegger onderscheidenlijk lezer van financiële informatiebronnen en in Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.22 de gemiddeld geïnformeerde lezer van financiële informatiebronnen.

329 Vgl. o.a. Ok. 5 december 2006 (Bidou), ro. 3.4. Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 21 juli 2006 (Fresenius Hemocare Netherlands), ro. 3.8.

HOOFDSTUK VI

alleen wanneer deze gronden het belang van gelijke behandeling respectievelijk honorering van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen afdoende neutraliseren. Deze gronden mogen objectief bezien niet een duidelijk te gering gewicht in de schaal leggen, maar moeten in voldoende mate opwegen tegen bezwaren die kleven aan ongelijke behandeling van gelijke gevallen dan wel het niet honoreren van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen. Naarmate het aanwijsbare nadeel dat de derde zou lijden als gevolg van de ongelijke behandeling dan wel het niet handelen conform de gewekte gerechtvaardigde verwachtingen groter is, zal de in de omstandigheden van het geval schuilgaande rechtvaardiging daarvoor mijns inziens een dwingender karakter moeten hebben. Niet is echter vereist dat het bestuur niet anders kan dan gelijke gevallen ongelijk behandelen of in strijd handelen met gewekte gerechtvaardigde verwachtingen, dat het bestuur daartoe – min of meer – genoodzaakt is. Het bereik van toelaatbaar te achten mogelijkheden voor afwijking daarvan dient ruimer te worden getrokken. Het bestuur dient ook hier een zekere mate van beleidsvrijheid te behouden, mede gelet op zijn relatief autonome positie binnen de vennootschap en het feit dat ook voor het afwegen van onvergelykbare grootheden geen duidelijke objectieve criteria voorhanden zijn.³³⁰ Dit blijven appels en peren. Wordt de aangevoerde – op het belang van de vennootschap³³¹ gebaseerde – rechtvaardigingsgrond onredelijk en daarmee te licht bevonden, omdat deze alle omstandigheden van het geval indachtig duidelijk in geen verhouding staat tot het door de derde te lijden nadeel, dan kan de zakelijke beleidsafweging in zoverre niet door de beugel.

Wat nu wanneer ten aanzien van de zakelijke beleidsafweging zelf, afgezien van de problematiek van de ongelijke behandeling van gelijke gevallen en het handelen in strijd met gewekte gerechtvaardigde verwachtingen, ook onderwerp van discussie is de gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur bij het maken van iedere zakelijke beleidsafweging die tevens bestaat uit een voorzienbare benadeling van een deelbelang telkens die belangenafweging dient te maken, welke dat deelbelang niet disproportioneel benadeelt? Er dienen mijns inziens dan verschillende opeenvolgende tussentoetsen plaats te vinden en niet slechts één geïntegreerde tussentoets, omdat dit laatste eerder vertroebelend dan verhelderend werkt. Een dergelijke samenloop ontnemt het zicht op de specifieke en te onderscheiden achtergrond van deze tussentoetsen.

Op de vraag hoe de door mij bepleite werkmethode zich verhoudt tot bestaande enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer ga ik in hoofdstuk 7 in. Aan de hand van een zestal tweede fase beschikkingen illustreer ik dat er interessante raakvlakken en aanknopingspunten voorhanden zijn, maar dat er ook belangrijke verschillen bestaan.³³² Daarna pas ik de werkmethode in in de systematiek van art. 2:9 BW en rond ik af met een beschouwing over de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.

330 Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. HR 7 juli 1982 (Enka), ro. 4.1-4.2. Zie o.a. A-G Mok in 6-7 voor HR 7 juli 1982 (Enka).

331 Vgl. o.a. HR 11 januari 1963 (Rubber Cultuur Maatschappij Amsterdam/Van den Bergh).

332 Zie o.a. Timmerman (2003 a), 42.

Hoofdstuk VII

De werkmethode toegepast binnen het enquêterecht en ingepast in de systematiek van art. 2:9 BW

“Of de ondernemingskamer eerder een ander standpunt heeft ingenomen (...) is een belangwekkend maar niet beslissend gegeven. De inzichten van een rechter zijn aan ontwikkeling onderhevig.”¹

40. Inleiding

In dit hoofdstuk komen aan bod:

41. de werkmethode toegepast binnen het enquêterecht;
 - 41.a. Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen);
 - 41.b. Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding);
 - 41.c. Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding);
 - 41.d. Ok. 7 maart 1996 (Verto);
 - 41.e. Ok. 21 januari 2002 (HBG);
 - 41.f. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus);
42. de werkmethode ingepast in de systematiek van art. 2:9 BW;
 - 42.a. artikel 2:9 BW-rechtspraak van de Hoge Raad;
 - 42.b. de werkmethode ingepast;
 - 42.c. verdeling van de stel- en bewijsplicht;
 - 42.d. slotakkoord: de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.

41. De werkmethode toegepast binnen het enquêterecht

Hoe de door mij bepleite werkmethode zich verhoudt tot bestaande enquêterechtspraak illustreer ik aan de hand van een zestal tweede fase beschikkingen van de Ondernemingskamer.²

¹ A-G Mok in 3.1.3.2 voor HR 19 mei 1999 (Bobel).

² Daarbij: beperk ik mij uit praktisch oogpunt tot beschikkingen die vallen binnen het in hoofdstuk 6 – nummer 38.g uiteengezette schema; begin ik met de twee beschikkingen waarin de tegenstrijdig belang problematiek centraal staat; en vervolg ik met de vier beschikkingen waarin dat niet het geval is. Mijn analyse neemt uitsluitend de beschikkingen tot uitgangspunt. Ik abstraheer vanzelfsprekend van gebeurtenissen ter zitting die – zoals ik als advocaat weet – de uitkomst van een procedure kunnen bepalen zonder uit de uitspraak kenbaar te zijn.

HOOFDSTUK VII

41.a. Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen)

Ik wijs allereerst op de *T&L Verzekeringen*-eindbeschikking van de Ondernemingskamer.³

Het gaat om de verkoop door T&L Verzekeringen van haar assurantieportefeuille aan Tellus Groep. Enig bestuurder en enig aandeelhouder van Tellus Groep is Hausel Beheer, waarvan de enig bestuurder van T&L Verzekeringen (Hausel) enig bestuurder en aandeelhouder is.⁴ In de op 22 augustus 2002 gehouden algemene vergadering van aandeelhouders van T&L Verzekeringen verlenen de aandeelhouders toestemming aan Hausel te onderzoeken of de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen zou kunnen worden verkocht. Op 2 januari 2003 ondertekenen T&L Verzekeringen en Tellus Groep een overeenkomst waarbij de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen per 31 december 2002 voor een bedrag van € 322.500 wordt verkocht aan Tellus Groep⁵, terwijl:

- de middellijk aandeelhouder van T&L Verzekeringen Van der Horst, althans de vennootschap Espam Management via welke Van der Horst de aandelen in T&L Verzekeringen houdt, in de op 6 september 2002 gehouden algemene vergadering van aandeelhouders kenbaar maakt zich niet te conformeren aan het bedrag van € 330.000 waarop een onafhankelijke derde, volgens opgave van Hausel, de waarde van de assurantieportefeuille heeft getaxeerd;
- Van der Horst daarbij eveneens kenbaar maakt in de gelegenheid gesteld te willen worden zelf een bod op de assurantieportefeuille uit te brengen⁶ (wat niet gebeurt);
- de onafhankelijke derde in oktober 2002 in een notitie de ‘indicatieve waarde’ van de assurantieportefeuille – met de nodige voorbehouden – schat op € 330.000⁷;

3 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen).

4 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.18: “Blijkens een uittreksel uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam van 12 januari 2003 is Tellus Groep op 27 november 2002 opgericht. Haar enig aandeelhouder en enig bestuurder was Hausel Beheer B.V., waarvan Hausel enig bestuurder en aandeelhouder is.”

5 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.22: “Blijkens een door T&L Verzekeringen (namens welke vennootschap Enthoven optrad) en Tellus Groep (namens welke vennootschap Hausel optrad) op 2 januari 2003 ondertekende overeenkomst heeft T&L Verzekeringen haar assurantieportefeuille per 31 december 2002 voor € 322.500 (zijnde 60% van het provisieinkomen van € 537.500) verkocht aan Tellus Groep.”

6 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.15, 2.21: “Aan Dullemond Bedrijfsadvies B.V. (...) werd opgedragen de waarde van de assurantieportefeuille te taxeren. De taxatie kwam volgens opgave van Hausel uit op € 330.000. In de op 6 september 2002 gehouden algemene vergadering van aandeelhouders van T&L Verzekeringen heeft Van der Horst namens Espam Management laten weten – zakelijk weergegeven – dat hij niet kon instemmen met die opgave, waarop Hausel opmerkte dat voor de assurantieportefeuille in de markt geen belangstelling bestond. Van der Horst heeft laten weten dat hij in de gelegenheid gesteld wilde worden zelf een bod op de assurantieportefeuille uit te brengen.”

7 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.16.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

- Hausel op 27 november 2002 bij brief aan T&L Verzekeringen, gericht aan twee van de drie middellijk aandeelhouders niet zijnde Van der Horst, “onze afspraak” bevestigt dat Tellus Groep “de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen zal overnemen tegen de getaxeerde waarde van € 330.000”⁸;
- Hausel bij brief van 29 november 2002 een algemene vergadering van aandeelhouders van T&L Verzekeringen convoceert tegen 18 december 2002, waarbij als agendapunt C wordt genoemd “Verkoop van de totale portefeuille aan de Tellus Groep B.V. tegen de getaxeerde waarde van 330.000,- euro”;
- op 18 december 2002 de algemene vergadering van aandeelhouders wordt geschorst op verzoek van twee van de drie aandeelhouders niet zijnde Espam Management, vóór behandeling van agendapunt C;
- en Talland Verzekeringen, een door Van der Horst gecontroleerde vennootschap, op 18 december 2002 een bod uitbrengt op de assurantieportefeuille van € 335.000, dat door T&L Verzekeringen wordt genegeerd.⁹

De Ondernemingskamer¹⁰ overweegt, voor zover relevant, als volgt.

“T&L Verzekeringen heeft haar assurantieportefeuille verkocht aan Tellus Groep voor een prijs die steunde op een waardering van Dullemond Bedrijfsadvies, welke waardering Dullemond Bedrijfsadvies zelf had genuanceerd door op te merken dat de genoemde prijs – slechts – een indicatie betrof op basis van beperkte informatie omtrent de samenstelling en omvang van de portefeuille, zodat in beginsel (...) geenszins was uit te sluiten dat aanvulling dan wel wijziging van de verschaft informatie tot een – wezenlijk – andere waardering had geleid. (...) De Ondernemingskamer blijft in dit verband bij haar (...) oordeel dat Hausel zorg had dienen te dragen voor een nauwkeuriger waardering, zodat de mogelijkheid dat T&L Verzekeringen zou worden benadeeld zoveel mogelijk werd uitgesloten. Dat hij zulks heeft nagelaten moet – in het bijzonder gezien de verstrengeling van hoedanigheden en functies waarin Hausel in dezen is opgetreden en de grote zorgvuldigheid die hij in dat verband diende te betrachten met betrekking tot het uithouden van de onderscheiden belangen – als onwenselijk en onjuist worden aangemerkt, temeer nu vaststaat dat Espam Management, althans Van der Horst, niet vóór de verkoop aan Tellus Groep in de gelegenheid is gesteld een bod op de portefeuille te doen en het van de zijde van Talland Verzekeringen B.V. op de assurantieportefeuille uitgebrachte bod is genegeerd. Dat Hausel bovendien (...) namens T&L Verzekeringen geen andere potentiële kopers in de markt heeft gezocht, valt hem naar oordeel van de Ondernemingskamer evenwel niet tegen te werpen. Mede gezien de uiteenzetting van het rapport van Schneider (opgesteld in opdracht van de onderzoeker, BFA) van 30 september 2003 over de eenzijdige samenstelling van de onderhavige assurantieportefeuille (met name verzekeringsovereenkomsten met betrekking

8 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.17.

9 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.21: “Talland Verzekeringen B.V., een door Van der Horst gecontroleerde vennootschap, heeft op 18 december 2002 een bod op de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen uitgebracht van € 335.000. T&L Verzekeringen is op dat bod niet ingegaan.”

10 Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 3.3-3.8, 3.11-3.13.

HOOFDSTUK VII

tot auto's en taxi's betreffend) en de bijzondere positie die dergelijke verzekeringsovereenkomsten in de assurantiemarkt innemen, moet het er, zoals Hausel (ook) tegenover de onderzoeker heeft verklaard en tegenover deze heeft gestaafd met de – onweersproken gebleven – opmerking dat Dullemond Bedrijfsadvies een desbetreffende verkoopopdracht niet wilde aanvaarden, voor worden gehouden dat verkoop van de bewuste portefeuille 'in de markt' vrijwel onmogelijk was. Wat de prijs waarvoor de bewuste assurantieportefeuille aan Tellus Groep werd verkocht betreft overweegt de Ondernemingskamer als volgt. Uit het verslag van de onderzoeker blijkt dat de berekeningswijze van de prijs waarvoor de assurantieportefeuille aan Tellus Groep werd verkocht (te weten € 322.500, zijnde 60% van een provisie-inkomen van € 537.500) overeenstemt met de door Dullemond Bedrijfsadvies gevolgde berekeningswijze, zodat de (...) omstandigheid dat de portefeuille uiteindelijk voor een lager bedrag dan de geïndiceerde waarde is verkocht, anders dan hetgeen Espam Management heeft doen betogen, géén indicatie oplevert dat de koopprijs daadwerkelijk te laag is geweest. Ook overigens acht de Ondernemingskamer niet gebleken van omstandigheden die een dergelijke conclusie rechtvaardigen. (...) De Ondernemingskamer acht alles bijeengenomen aannemelijk, dat de prijs waarvoor de assurantieportefeuille aan Tellus Groep werd verkocht *fair* is geweest tegenover T&L Verzekeringen en haar aandeelhouders. (...) Dat de door Tellus Groep betaalde prijs *fair* is geweest, is te meer aannemelijk, nu vaststaat dat twee van de drie aandeelhouders van T&L Verzekeringen (Kenthly Holding, althans Enthoven, en Marevo Management, althans Hilgeholt) zich op voorhand aan de door Dullemond Bedrijfsadvies genoemde prijs hebben geconformeerd, terwijl zij in gelijke mate als Espam Management belang hadden bij een zo hoog mogelijke opbrengst van de assurantieportefeuille. Bovendien geldt dat het deel van de assurantieportefeuille dat oorspronkelijk afkomstig was van TTL Leasing in december 2003 aan een buitenstaander is verkocht voor – pro rata – dezelfde prijs als Hausel aan T&L Verzekeringen heeft betaald, terwijl wat betreft het overige deel van de assurantieportefeuille (...) is komen vaststaan dat de toetreding van (onder meer) Kenthly Holding medio 2004 als aandeelhouder in het geplaatste kapitaal van Tellus Groep juist werd ingegeven door de beperkte winstgevendheid van de portefeuille en de daaruit voortvloeiende vermogensbehoefte bij Tellus Groep, waarin Kenthly Holding bereid was te voorzien. De slotsom van het voorgaande is dat weliswaar opmerkingen zijn te plaatsen bij de gang van zaken met betrekking tot de overdracht van de portefeuille van T&L Verzekeringen, maar dat niet aannemelijk is dat de overdracht daarvan niet naar de inhoud genomen op *at arm's length* voorwaarden heeft plaatsgevonden, zodat van wanbeleid niet kan worden gesproken."

Dit is in mijn ogen niet een vanzelfsprekende uitkomst.

Van het ontbreken van subjectieve goede trouw bij Hausel blijkt niet expliciet uit de eindbeschikking. Wel volgt daaruit klip en klaar dat de handelwijze van Hausel in voorbereidend opzicht "als onwenselijk en onjuist" moet worden aangemerkt, omdat hij zich ondanks het substantieel tegenstrijdig belang¹¹ in onvol-

11 Dat zou ik hier wel willen aannemen: T&L Verzekeringen heeft als verkoper belang bij een zo hoog mogelijke verkoopprijs; Hausel, enig bestuurder van T&L Verzekeringen tevens enig

→

doende mate objectief heeft laten voorlichten over de financiële waarde van de assurantieportefeuille. Van voorbereidend billijk gedrag kan dan al geen sprake meer zijn, nu dan niet meer gezegd kan worden dat Hausel in voorbereidend opzicht de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap op adequate wijze heeft uitgesloten.¹² Dit geldt mijns inziens ook voor de inhoud van de gemaakte zakelijke beleidsafweging, ervan uitgaande dat die door Hausel is gemaakt¹³ en dat geen neutraliserende goedkeuring heeft plaatsgevonden¹⁴, nu T&L Verzekeringen de assurantieportefeuille uiteindelijk verkoopt aan in feite Hausel zelf¹⁵ tegen een (niet on)beduidend lagere verkoopprijs (EUR 322.500) dan het bod van Talland Verzekeringen (EUR 335.000), terwijl aan die duidelijk lagere verkoopprijs verder geen voordelen voor de vennootschap van enigerlei aard verbonden zijn.¹⁶ Dit komt erop neer dat de vennootschap ten gunste van Hausel de assurantieportefeuille voor € 12.500 minder van de hand heeft gedaan dan zij er in ieder geval voor had kunnen krijgen. Ook in inhoudelijk opzicht is dan in mijn optiek geen sprake van billijk gedrag.

bestuurder en aandeelhouder van Hausel Beheer welke vennootschap enig bestuurder en enig aandeelhouder is van Tellus Groep, heeft als kort gezegd de koper belang bij een *zo laag* mogelijke koopprijs. Dat de Ondernemingskamer daarvan uitgaat blijkt, naast het citaat in de hoofdtekst en noot 15 hierna, ook wel uit haar overweging met de strekking dat op Hausel, vanwege dat tegenstrijdig belang, een verzwaarde zorgvuldigheidsplicht rust jegens T&L Verzekeringen. Ik wijs ook op de omstandigheid dat Tellus Groep is opgericht nadat Hausel was verzocht door de aandeelhouders van T&L Verzekeringen om de mogelijkheden van verkoop van de assurantieportefeuille te onderzoeken, meer specifiek op de dag dat Hausel twee van de drie middellijk aandeelhouders van T&L Verzekeringen – niet zijnde Van der Horst – “onze afspraak” bevestigt dat Tellus Groep “de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen zal overnemen tegen de getaxeerde waarde van € 330.000.” Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.18.

12 Dit klemt te meer gelet op hetgeen de Ondernemingskamer overweegt in Ok. 11 april 2003 (T&L Verzekeringen), ro. 3.1: “Espam Management heeft door het doen stellen van vragen in – onder meer – de algemene vergaderingen van aandeelhouders van T&L Verzekeringen van 7 juni 2002, 22 augustus 2002 en 6 september 2002 over het beleid en de gang van zaken haar bezwaren tegen het door T&L Verzekeringen gevoerde beleid kenbaar gemaakt. Zo is, naar voldoende aannemelijk is geworden, door Van der Horst namens Espam Management in de vergadering van 22 augustus 2002 kenbaar gemaakt dat zij zich niet op voorhand wenste te conformeren aan een bepaalde verkoopprijs van de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen en dat zij bezwaren had tegen een blanco volmacht terzake van Hausel, en heeft zij in de vergadering van 6 september 2002 – onder meer – doen wijzen op mogelijk tegenstrijdige belangen en de vraag doen stellen of “het niet gewenst is om een tegenbod af te wachten door andere partijen (...)” Vgl. o.a. Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.4 en Ok. 30 december 2002 (Aesculaap Beheer), ro. 3.4.

13 Iets anders blijkt niet uit de beschikking.

14 Uit de beschikking blijkt niet meer dan dat Enthoven namens T&L Verzekeringen de overeenkomst met Tellus Groep heeft ondertekend op 2 januari 2003, waarbij Hausel de overeenkomst namens Tellus Groep heeft ondertekend.

15 De Ondernemingskamer verwijst in Ok. 11 april 2003 (T&L Verzekeringen), ro. 3.3 naar “de omstandigheid dat Hausel – als toenmalig bestuurder van T&L Verzekeringen – de assurantieportefeuille in feite aan zichzelf – immers aan door [sic] hem gecontroleerde Tellus Groep – heeft verkocht.”

16 Iets anders blijkt niet uit de beschikking.

HOOFDSTUK VII

Wonderlijk genoeg signaleert de Ondernemingskamer wel dat Talland Verzekeringen voornoemd bod heeft gedaan en dat de vennootschap – lees: haar enig bestuurder Hausel – daarop niet is ingegaan respectievelijk dit heeft genegeerd, maar zij doet dat niet in het kader van de uiteindelijk door T&L Verzekeringen voor de assurantieportefeuille ontvangen verkoopprijs en zij verbindt daar overigens ook geen enkele conclusie aan.¹⁷ De Ondernemingskamer beperkt zich tot kwalificatie van de verkoopprijs van € 322.500 als “*fair*” jegens de vennootschap *in abstracto*, als vallend binnen een bandbreedte van billijkheid, zonder het bod van Talland Verzekeringen daarbij te betrekken. Wanneer Talland Verzekeringen het bod van € 335.000 niet had gedaan was een dergelijk eindoordeel denkbaar geweest. Het cruciale punt is evenwel dat Talland Verzekeringen, zoals door de Ondernemingskamer gesignaleerd, dat bod wél heeft gedaan en dat het dan te kort door de bocht is om slechts aandacht te besteden aan de vraag of het bod van € 322.500 op zichzelf bezien valt binnen de bandbreedte van billijkheid. Een verkoopprijs kan op zichzelf (niet on)billijk zijn maar in het licht van *alle* omstandigheden van het geval desalniettemin toch niet billijk jegens de vennootschap, omdat het belang van de vennootschap aanwijsbaar meer gebaat is bij verkoop van een vermogensbestanddeel – zoals *in casu* de assurantieportefeuille – tegen een hogere verkoopsom.¹⁸ Daarom is het mijns inziens, alles bijeengenomen, niet aannemelijk dat de prijs waarvoor de assurantieportefeuille uiteindelijk aan Tellus Groep is verkocht als “*fair*” jegens de vennootschap kwalificeert en dat de overdracht ervan naar de inhoud genomen op *at arm's length* voorwaarden heeft plaatsgevonden. Hieraan doet logischerwijs niet af:

- dat de overige aandeelhouders van T&L Verzekeringen zich op voorhand aan een prijs van € 330.000 hebben ‘geconformeerd’ terwijl zij in gelijke mate als Van der Horst belang hebben bij een zo hoog mogelijke opbrengst¹⁹;
- dat Tellus Groep een deel van de assurantieportefeuille bijna een jaar later voor omgerekend dezelfde koopsom heeft doorverkocht aan een derde;

17 Daarbij laat ik nog buiten beschouwing dat de Ondernemingskamer wel erg gemakkelijk aanneemt dat verkoop van de assurantieportefeuille ‘in de markt’ vrijwel onmogelijk was. Mogelijke alternatieven heeft Hausel klaarblijkelijk niet verkend en tot het doen van een bod heeft Hausel Van der Horst, althans Espam Management, niet in staat gesteld, aldus de Ondernemingskamer zelf.

18 Dit wordt ook in o.a. Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.4 buiten beschouwing gelaten. Vgl. o.a. Ok. 28 februari 2002 (Triple P), ro. 3.6 waarin de Ondernemingskamer signaleert dat “er onvoldoende redenen zijn om aan te nemen dat zich (...) vermenging van belangen heeft voorgedaan of dat enige transactie niet *at arm's length* dan wel – anderszins – op onevenwichtige wijze zou zijn aangegaan.”

19 Waarbij aantekening verdient dat uit Ok. 7 maart 2006 (T&L Verzekeringen), ro. 2.15, 2.17 niet meer blijkt dan dat de verrichte taxatie “volgens opgave van Hausel uit[kwam] op € 330.000” en dat Hausel bij brief van 27 november 2002 aan de twee overige aandeelhouders “‘onze afspraak’ [heeft] bevestigd dat Tellus Groep (...) de assurantieportefeuille van T&L Verzekeringen zal overnemen tegen de getaxeerde waarde van € 330.000.” Dat de overige aandeelhouders bekend waren met de door de taxateur gemaakte voorbehouden blijkt niet uit de beschikking. Dat de overige aandeelhouders bekend waren met het bod van Talland Verzekeringen blijkt daaruit evenmin.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

- of dat een andere aandeelhouder van T&L Verzekeringen in 2004 aandeelhouder is geworden van Tellus Groep.

De rechtvaardiging van de door de Ondernemingskamer bereikte slotsom volgt niet uit de beschikking.

41.b. *Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding)*

Ik wijs ten tweede op de *S.H.G.P. Tussenholding*-eindbeschikking²⁰ van de Ondernemingskamer.

In dit geval gaat het om meerdere transacties, te weten de verkoop door – het bestuur van – S.H.G.P. Tussenholding van alle aandelen in het geplaatste kapitaal van twee vennootschappen aan enkele (Haakma, De Haan en Buis) maar niet alle (De Moel) partijen die via hun persoonlijke vennootschappen ook aandeelhouder zijn van S.H.G.P. Tussenholding. Gelet op deze transactie moet volgens de Ondernemingskamer²¹, mede gelet op de door de wederpartijen verrichte tegenprestaties, het belang van de vennootschap vermoed worden te zijn achtergesteld bij de persoonlijke belangen van de partijen met een dubbelrol. Dit duidt de Ondernemingskamer als ‘wanbeleid’.²²

Hierover kan ik kort zijn. De in deze eindbeschikking door de Ondernemingskamer gehanteerde werkwijze past mooi bij de door mij bepleite systematiek voor rechterlijke toetsing in het kader van de zorgvuldigheidsplicht bij een niet-neutraal bestuur en bij het uitgangspunt dat twijfel in dat verband voor rekening van het niet-neutrale bestuur dient te komen.²³

41.c. *Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding)*

Ik wijs ten derde op de *Ogem Holding*-eindbeschikking²⁴ van de Ondernemingskamer.²⁵

Hieruit blijkt onder meer dat – het bestuur van – Ogem Holding in 1977, in het kader van de voorgenomen wereldwijde expansie, binnen een termijn van enkele maanden op overhaaste wijze overgaat tot aankoop van een substantieel pakket aandelen in het geplaatste kapitaal van de West-Duitse vennootschap Beton- und Monierbau tegen een bedrag van DM 40 miljoen zonder precies te

20 Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding).

21 Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding), ro. 3.1, 3.3-3.4.

22 In Ok. 5 januari 2005 (S.H.G.P. Tussenholding), ro. 3.8-3.11 gaat de Ondernemingskamer nog in op onttrekkingen van liquide middelen aan S.H.G.P. Tussenholding door Haakma, De Haan en Buis “ter bevrediging van behoeften in de privé sfeer en zonder overleg met hun (indirecte) medeaandeelhouder De Moel” in een periode waarin de vennootschap aan die liquide middelen dringend zelf behoefte heeft en als gevolg waarvan de vennootschap en Mobrass Beheer, de vennootschap van De Moel, mogelijk zijn benadeeld. Ook dit levert ‘wanbeleid’ op.

23 Vgl. o.a. Ok. 22 september 2003 (I.H.D. Schiphol Service), ro. 3.4-3.5; Ok. 23 mei 2003 (Duo Staal), ro. 3.4-3.6; en Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding). Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.g.

24 Ok. 3 december 1987 (Ogem Holding).

HOOFDSTUK VII

weten wat nu eigenlijk wordt gekocht. De transactie vormt gelet op het geldelijk belang, zowel op zichzelf bezien als in relatie tot het eigen vermogen van Ogem Holding, een aangelegenheid van belangrijke aard voor de vennootschap.

Het bestuur gaat in feite af op de beurskoers van het aandeel, de jaarrekening over 1975 met accountantsrapport, een mondelinge garantie van de verkopende partij inhoudende dat de balanspositie over 1976 niet slechter is en dat de West-Duitse vennootschap over 1977 een behoorlijke winst zal draaien, en de correcte indruk die de namens de verkopende partij optredende functionaris maakt. Het bestuur kent de West-Duitse vennootschap niet van nabij. In de actuele financiële positie en de orderportefeuille van de West-Duitse vennootschap heeft het bestuur geen enkel inzicht. Nader (boeken)onderzoek is volgens de verkopende partij niet mogelijk naar West-Duits vennootschapsrecht, omdat het niet zou zijn toegestaan aan een individuele aandeelhouder meer gegevens te verstrekken dan aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Het bestuur neemt met die mededeling genoegen, mede gelet op de plotselinge stijging van de beurskoers van de aandelen. Kort nadat de koopovereenkomst is gesloten wordt het bestuur door functionarissen van de West-Duitse vennootschap duidelijk gemaakt dat Ogem Holding een kat in de zak heeft gekocht, daarbij naast andere negatieve berichten wijzend op een concept accountants-rapport waaruit blijkt van grote verliezen over de jaren 1974-1976. Het wordt het bestuur naderhand duidelijk dat de West-Duitse vennootschap over 1976 een verlies heeft gedraaid van ongeveer DM 76 miljoen.

De transactie draait uiteindelijk uit op een fiasco voor de vennootschap.

De Ondernemingskamer haalt zonder veel omhaal een streep door deze handelwijze en duidt het bestuurlijk gedrag als 'wanbeleid', omdat het bestuur in het licht van voornoemde omstandigheden heeft nagelaten een prijscorrectie in neerwaartse zin te bedingen.²⁵ De loyaliteit en neutraliteit van het bestuur staan daarbij niet ter discussie. Dit ziet op de gemaakte zakelijke beleidsafweging zelf om akkoord te gaan met de koop van het aandelenpakket tegen een koopprijs van DM 40 miljoen zonder het risico op tegenvallers af te dekken. Het komt mij niet *per se* irrationeel voor niet (ook) voor een mogelijkheid tot neerwaartse prijscorrectie te kiezen, maar te volstaan met de garantie dat de balanspositie over 1976 niet slechter is dan over de bekende jaarrekening van 1975 en dat de vennootschap over 1977 een behoorlijke winst zal draaien. De pijn schuilt hier eerder in het gegeven dat deze garantie mondeling is afgegeven. Het komt *dán* niet onverdedigbaar voor te concluderen dat het op zich loyale en neutrale bestuur door een dergelijke zakelijke beleidsafweging te maken een absurd/schokkend groot financieel risico heeft genomen.

25 Zie voor de feiten met name Glasz (1995), 16 e.v.

26 In HR 10 januari 1990 (Ogem Holding), ro. 8.3 wordt korte metten gemaakt met de klacht dat de Ondernemingskamer uitdrukkelijker in had dienen te gaan op voornoemde omstandigheden bij beantwoording van de vraag of het bestuur de mogelijkheid tot neerwaartse prijscorrectie had moeten bedingen. Met name de omvang van het geldelijk belang van de transactie lijkt daarbij een doorslaggevende rol te hebben gespeeld.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

De pijn schuilt hier mijns inziens tevens in het op onvoldoende geïnformeerde en doordachte wijze maken van de zakelijke beleidsafweging, nu het bestuur:

- in wezen geen essentiële objectieve en verifieerbare – want niet door de verkopende partij verschaft – informatie met een voldoende actueel karakter ter beschikking stond;
- en de vennootschap evenmin zelf van nabij kende;
- maar desondanks zonder de voorgenomen koers goed te doordenken, door bijvoorbeeld aandacht te schenken aan de vraag of de mogelijkheid tot neerwaartse prijscorrectie zou moeten worden bedongen;
- en zonder directe noodzaak daartoe heeft aangestuurd – in het licht van de plotseling stijgende beurskoers van het aandeel en het lonkende vooruitzicht van wereldwijde expansie – op een snelle afronding van de transactie.

Welbeschouwd heeft het bestuur daarmee Ogem Holding op ‘blinde’ en overhaaste wijze de overname doen plegen, nu hij in wezen bij gebreke aan essentiële objectieve informatie niet wist wat de financiële gevolgen daarvan voor de vennootschap zouden kunnen zijn en daar verder niet echt over heeft nagedacht. Een dergelijke handelwijze geeft geen blijk van een, in het licht van de omstandigheden van het geval, rationeel vormgegeven voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging.

Gelet op de mate van nadeel die Ogem Holding als gevolg hiervan geleden heeft, is dienaangaande mijns inziens terecht niet slechts sprake van ‘onjuist beleid’ maar zelfs van ‘wanbeleid’.²⁷ Deze benadering, hoewel niet direct gevolgd door de Ondernemingskamer, past in de hierboven door mij bepleite systematiek.

41.d. Ok. 7 maart 1996 (*Verto*)

Ten vierde noem ik de *Verto*-beschikking²⁸ van de Ondernemingskamer. Hieraan ligt een casus ten grondslag die sterk doet denken aan de feitelijke achtergrond van de zojuist behandelde *Ogem Holding*-eindbeschikking van de Ondernemingskamer, maar waarin zij niet tot ‘wanbeleid’ concludeert.

In de tweede helft van de jaren tachtig van de vorige eeuw is de verwachting ten aanzien van de rentabiliteit bij *Verto* dusdanig somber dat maatregelen ter verbetering daarvan dringend geboden zijn. In dat kader gaat *Verto* over tot de formulering van beleid dat erop gericht is het twijnen van aramidevezels in Nederland op te pakken en de aramide-toepassingen verder te ontwikkelen, waar-

27 In lijn daarmee ligt de ‘wanbeleid’ conclusie van de Ondernemingskamer omtrent het feit dat twee bestuurders en de president-commissaris van Ogem Holding in het kader van het inmiddels gelanceerde reddingsplan medio augustus 1980 een grote stapel overeenkomsten ondertekenen, zonder te weten waartoe zij Ogem Holding daarmee precies verplichten jegens de financierende banken en zonder daaromtrent tijdig extern advies in te winnen. Naderhand blijkt dat Ogem Holding daardoor tegen de afspraak in alle aan haar toebehorende onroerende goederen heeft verhypothekerd aan de banken.

28 Ok. 7 maart 1996 (*Verto*).

HOOFDSTUK VII

van deel uitmaakt de acquisitie van een binnen dat beleid passende vennootschap. Dit resulteert uiteindelijk in de overname van de Nederlandse vennootschap De Regt Special Cable²⁹ voor ruim NLG 12 miljoen. De transactie pakt slecht uit voor Verto.

Welk beeld vloeit nu voort uit de bevindingen van de onderzoekers die verband houden met het bestuurlijk gedrag?³⁰ Minst genomen heeft het *prima facie* loyale en neutrale bestuur, hoewel daarvoor in tijd gemeten klaarblijkelijk wel voldoende mogelijkheid bestond:

- wat betreft een acquisitie in een aanpalende groeisector geen enkel alternatief onderzocht voor de integrale overname van DRSC waarmee zij tevens in de gespecialiseerde kabelproductie stapte, terwijl het bestuur op voorhand wist dat DRSC enerzijds na twee verliesjaren hooguit op *break-even* zou uitkomen en zeker op korte termijn niet de beoogde en zo gewenste rentabiliteitsverbetering voor Verto zou brengen, en anderzijds dat Verto door de overname van DRSC nóg afhankelijker zou worden van de *offshore*-industrie dan zij op dat moment al was;
- alvorens de keuze voor overname van DRSC en daarmee uitbreiding van activiteiten naar de gespecialiseerde kabelproductie te maken geen externe adviseur(s) zoals marktdeskundigen op het gebied van gespecialiseerde kabelproductie ingeschakeld, hoewel Verto zelf daaromtrent naar het bestuur op voorhand wist geen eigen kennis bezat, maar genoeg genomen met een rapport van meer dan een jaar oud dat een aantal duidelijke waarschuwingen bevatte voor deze industrie die zich kenmerkte door snelle ontwikkelingen;
- bij het onderzoek naar DRSC voorafgaand aan de acquisitie op geen enkele wijze zorggedragen voor: afronding van het – vanwege de strekking van de opdracht reeds zeer beperkte – accountantsrapport; het instellen van een specifiek op het ontdekken van verborgen verplichtingen van DRSC gericht onderzoek; bijstand van externe deskundigen op bijvoorbeeld juridisch, fiscaal, milieu- en technisch gebied; het doen verrichten van een analyse van de resultaten over een aantal verstreken jaren om zekerheid te verkrijgen over de werkelijke oorzaken van de verliezen van DRSC in de jaren 1986-1987 en de verwachte omslag naar een *break-even* positie in 1988; en het voeren van gesprekken met het *midden-management* van DRSC.³¹

29 Door de Ondernemingskamer als DRSC geduid.

30 Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 2.2.

31 Vgl. Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 23. De onderzoekers merken ook op dat de indruk is gewekt dat de beleidsnota gelet op de volgorde van gebeurtenissen naar de acquisitie toe is geschreven. Dit aspect is door belanghebbenden gemotiveerd betwist en daarom in Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.2 van tafel geveegd, waarbij de Ondernemingskamer er nog op wijst dat “onderzoekers in het bewuste punt slechts hebben aangegeven dat een indruk is gewekt en niet dat die indruk ook juist is.” Reden waarom ik daaraan verder geen aandacht besteed.

In het licht van alle relevante omstandigheden van het geval³² lijkt mij de conclusie gerechtvaardigd dat het bestuur van Verto niet op een logisch verklaarbare wijze invulling heeft gegeven aan de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging. Illustratief is dat het bestuur de ogen heeft gesloten voor het bestaan, de inhoud en de strekking van mogelijke alternatieven en zich niet heeft gebogen over de vraag waarom het ene alternatief de voorkeur verdiende boven het andere alternatief. Het vergaren van alle mogelijk denkbare informatie is geen realistisch of zinvol vereiste, nu het ondernemende bestuur slagvaardig en daadkrachtig moet kunnen optreden zonder al te voorzichtig te hoeven zijn, maar dit feitencomplex bevindt zich wel heel erg aan de andere zijde van het spectrum.

De Ondernemingskamer is evenwel opmerkelijk mild in haar eindoordeel.³³ Zo laat zij het gegeven dat het bestuur bij een acquisitie in een aanpalende groeisector geen enkel alternatief heeft onderzocht hier buiten beschouwing, maar betreft zij dit later in haar beschouwingen bij beantwoording van de vraag of – zoals door verzoekers gesteld – voor de overname van DRSC “bedrijfseconomische en strategische redenen” in ernstige mate ontbraken.³⁴ Gelet op het feit dat het bestuur van Verto niet kritisch heeft gekeken nadat DRSC een welwillende – en handig opererende – overnamekandidaat bleek³⁵ maar zich juist van een tunnelvisie heeft bediend, zich daarbij vervolgens summier verder informerend over de relevante aspecten van deze voor Verto vrij cruciale stap voorwaarts, vind ik eerder getuigen van grof nalatig gedrag dan van een rationeel vormgegeven voorbereiding van de

32 Te weten, kort gezegd: dat juist deze overname voor Verto moest leiden tot een uitweg uit haar weinig benijdenswaardige positie waarin zij in de tweede helft van de jaren tachtig van de vorige eeuw verzeild was geraakt; dat het hier ging om een complexe en voor Verto bijzonder belangrijke zakelijke beleidsafweging met grote financiële gevolgen; dat de achtergrond van het bestuur en de bij hem aanwezige algemene kennis en ervaring zich in ieder geval niet uitsloot over de gespecialiseerde kabelproductie; dat de reeds voorhanden specifieke informatie over DRSC en haar bedrijven in Capelle en Ierland niet actueel was en gelet op de aard ervan welbeschouwd eerder aanleiding gaf tot nader onderzoek dan tot stilzitten; dat naar ik aanneem het inwinnen van additionele informatie in het licht van de omvang van de beoogde investering geen buitensporig hoge kosten met zich gebracht zou hebben; en dat van een crisis die minder nauwgezet handelen noodzakelijk maakte geen sprake was.

33 Vgl. daarentegen in de eerste fase o.a. Ok. 27 mei 1993 (KMZM), ro. 4.2 en in de tweede fase o.a. Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11 e.v. en Ok. 1 september 1994 (KMZM), ro. 4.2.3. In de 2:354 BW-beschikking van dezelfde dag, Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 3.1-3.6, weigert de Ondernemingskamer kostenverhaal door de vennootschap toe te staan.

34 Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.3. Wellicht is de Ondernemingskamer van mening dat wel sprake is van onredelijk maar niet van irrationeel gedrag, gelet op haar conclusie dat – het bestuur van – Verto weliswaar onvoldoende onderzoek heeft ingesteld maar dat haar handelwijze niet onbegrijpelijk is. Dit zou op zichzelf een interessant dwarsverband met de door mij bepleite systematiek zijn, maar deze is alleen mogelijk doordat de Ondernemingskamer de accenten zo legt dat het bestuurlijk gedrag hooguit als slordig te typeren valt, niet als extreem slordig in het licht van alle omstandigheden van het geval. In o.a. Ok. 28 juni 2001 (De Vries Robbé Groep), ro. 3.11 wordt in een niet onvergelykbare situatie weer een veel minder vrijblijvend standpunt ingenomen. Hier concludeert de Ondernemingskamer uiteindelijk wél dat “de vennootschap heeft verzuimd een deugdelijk onderzoek in te (doen) stellen.”

35 Hetgeen de onderzoekers daarover opmerken is door de Ondernemingskamer buiten beschouwing gelaten.

HOOFDSTUK VII

zakelijke beleidsafweging. Het is helemaal niet zo ‘begrijpelijk’ dat Verto toen zich de mogelijkheid van overname van DRSC voordeed “vrij snel op dat spoor kwam te zitten en uiteindelijk haar keuze daartoe bepaalde”, nu uit de onderbouwing daarvan door de Ondernemingskamer niet blijkt dat het bestuur zonder voorgenomenheid heeft rondgekeken alvorens met De Regt in zee te gaan in het kader van de acquisitie van DRSC terwijl daaraan kenbaar de nodige nadelen kleefden.³⁶ Het enkele feit dat DRSC volgens het bestuur van Verto voldeed aan het *high-tech* criterium maakt de keuze van het bestuur van Verto om dan vervolgens in het geheel maar niet meer verder te kijken naar andere potentiële overnamekandidaten – juist gelet op de precaire situatie waarin Verto verkeerde en de kenbare nadelen die kleefden aan een overname van DRSC – toch nog niet tot een logisch verklaarbare? Dit duidt veeleer op oogkleppengedrag.³⁷ Uit de *Verto*-beschikking blijkt in ieder geval niet dat er geen andere potentiële kandidaten voor een overname of samenwerking waren dan DRSC.³⁸ Dat Verto de De Regt groep – waarvan DRSC deel uitmaakte – reeds langer van nabij kende, dat Verto in het bezit was van het gedateerde Knight Wendling rapport en dat het *management* binnen Verto DRSC als een interessante kandidaat typeerde (maar ook niet meer dan dat), doet daaraan mijns inziens op zichzelf niet af terwijl de Ondernemingskamer hierop juist haar eerdere ‘begrijpelijkheidsoordeel’ baseert. Als zelfs een dergelijke passieve, extreem slordige bestuurlijke handelwijze de rechterlijke toets zou kunnen doorstaan heeft de rationaliteitstoets te weinig tanden.³⁹

Wat betreft de inhoudelijke beoordeling van de afstoting door Verto van DRSC medio 1991 onderschrijf ik het oordeel van de Ondernemingskamer dat dienaangaande van ‘wanbeleid’ geen sprake kan zijn.⁴⁰ Het bestuur maakte de zakelijke beleidsafweging, naar aanleiding van de inmiddels sterk tegenvallende resultaten van DRSC en de daaraan gelieerde bedrijven, om niet te kiezen voor verkoop van Verto’s staalkabelfabriek. Die keuze onderbouwt het bestuur mede met de argumenten dat het saneren van DRSC een “relatief lange termijn project zou zijn, geen zekerheid bood op succes, nog jaren verlies zou meebrengen en mede in het

36 In Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.2.4 overweegt zij slechts, zij het in een andere context: “Belanghebbenden hebben wat het onderzoek naar alternatieven betreft (...) opgemerkt dat in de beleidsnota als één van de te nemen maatregelen werd aanbevolen uitbreiding van de high-tech groeisector, in welk verband als potentiële kandidaten werden genoemd Sefac, Roblon en DRSC. Aangezien DRSC in de ogen van de RvB voldeed aan het criterium ‘high-tech’ acht het hof het niet onbegrijpelijk dat er bij de RvB en RvC geen grote behoefte was om op dat moment een diepgaand onderzoek naar alternatieven in te stellen, hoezeer dat ook achteraf bezien wenselijk ware geweest.”

37 Hieraan wordt meer aandacht besteed in bijvoorbeeld Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.30. Ik wijs ook op Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 3.4.11.4 waarin de Ondernemingskamer het standpunt van belanghebbenden over het onderzoeken van alternatieven samengevat weergeeft en waaruit juist lijkt te volgen dat er wél – enig – onderzoek dienaangaande heeft plaatsgevonden. Hieraan lijkt zij uiteindelijk evenwel geen zelfstandige waarde te hechten.

38 Dit volgt wel uit Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 17.

39 Voegt men aan dit feitencomplex nieuwe elementen toe dan zou de slotsom vanzelfsprekend anders kunnen luiden. Vgl. Gh. ’s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 21 e.v.

40 Ok. 7 maart 1996 (Verto), ro. 4.3.

bijzonder dat het alternatief, verkoop of sluiting van de staalkabeldivisie, aanmerkelijk moeilijker en duurder zou zijn.” Deze keuze is in het licht van de continuïteitsgedachte ontegenzeggelijk logisch verklaarbaar in het belang van Verto, ‘weg van de minste weerstand’ of niet. Hier kan geen sprake zijn van schending van de gedragsnorm die meebrengt, dat het bestuur die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.⁴¹

41.e. Ok. 21 januari 2002 (HBG)

Ten vijfde noem ik de *HBG*-eindbeschikking⁴² van de Ondernemingskamer.⁴³

De kern van het inhoudelijke twistpunt vormt de onvrede bij een niet onaanzienlijk deel van de aandeelhouders van HBG met de door het *prima facie* loyale en neutrale bestuur gekozen strategische koers, namelijk door middel van een voorgenomen *joint-venture* samenwerken met een derde partij en van daaruit de baggeractiviteiten verder ontwikkelen in plaats van verkoop aan een andere derde – waarmee eerder gemaakte plannen voor een fusie zijn afgeketst – van de aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap van waaruit HBG haar baggeractiviteiten uitoefent. De strengheid voor het bestuur die de Ondernemingskamer aan de dag legt komt al tot uiting in de *HBG*-beschikking⁴⁴ waarin het enquêteverzoek wordt toegewezen. Waar de overwegingen van de Ondernemingskamer in deze beschikking nog voor een deel in de sleutel staan van de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging, concentreert zij zich in haar *HBG*-eindbeschikking⁴⁵ nog sterker op de merites van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging omtrent de voorgenomen *joint-venture*, door deze keuze ook cijfermatig op nauwgezette wijze af te wegen tegen het niet gekozen alternatief.⁴⁶

41 Opmerkelijk is wel dat de Ondernemingskamer in dit verband het bestuurlijk gedrag niet als ‘begrijpelijk’ duidt, maar kenbaar maakt dat er geen feiten of omstandigheden zijn gebleken op grond waarvan de gemaakte afweging ‘onjuist’ geacht moet worden. Dit neigt sterker naar een redelijkheidstoets, waaruit wellicht afgeleid kan worden dat de Ondernemingskamer niet beoogd heeft een onderscheid te maken tussen een redelijkheidstoets en een duidelijk mildere rationaliteitstoets.

42 Ok. 21 januari 2002 (HBG).

43 Deze beschikking is in HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.1 e.v. gecasseerd maar daarin laat de Hoge Raad zich niet uit over het hier behandelde aspect.

44 Ok. 4 juli 2001 (HBG), ro. 3.13-3.14.

45 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.5 e.v.

46 De tweedeling die de Ondernemingskamer aanbrengt in enerzijds de inhoudelijke toetsing van het beleid/de gemaakte keuze (ro. 3.5 e.v.) en anderzijds de beoordeling van de wijze waarop het beleid/de gemaakte keuze tot stand is gekomen (ro. 3.37 e.v.) is niet loepzuiver, nu de Ondernemingskamer in eerstgenoemde component ook de wijze betreft waarop het bestuur zich dienaangaande van relevante informatie heeft voorzien terwijl dit welbeschouwd meer een beleidsvoorbereidend aspect betreft. Dit lijkt te worden veroorzaakt doordat de Ondernemingskamer de tweede component reserveert voor de beoordeling van de wijze waarop het bestuur met de aandeelhouders is omgegaan, in welk verband zij uiteindelijk meent dat sprake is van “strijd met hetgeen elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap met zich brengen en wel aldus dat van wanbeleid moet worden gesproken.” Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.53. Dit oordeel is gecasseerd in HR 21 februari 2003 (HBG), ro. 6.3-6.8.2.

HOOFDSTUK VII

De inhoudelijke toets plaatst de Ondernemingskamer expliciet in de redelijkheidssleutel.⁴⁷ Na een zeer uitvoerige⁴⁸ en bepaald kritische – cijfermatige – analyse van de door het bestuur gehanteerde waardeberekening van de alternatieven – waarop het bestuur zich overigens niet alleen maar heeft gebaseerd – waarbij de Ondernemingskamer diverse kanttekeningen plaatst, komt de Ondernemingskamer met de onderzoekers tot de deelconclusie dat de alternatieven elkaar “in *shareholder value* gemeten, niet veel ontlopen” en dat niet valt in te zien dat het – het bestuur van – HBG “uit een oogpunt van een evenwichtige en objectieve vergelijking van met name de financiële gevolgen – gemeten in *shareholder value* – van het bod van Boskalis en de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in redelijkheid niet zou hebben vrijgestaan de laatste optie te kiezen.”⁴⁹ Er is geen sprake van een bod “dat zozeer in het belang van de aandeelhouders van HBG is dat afwijzing daarvan in strijd zou komen met hetgeen juiste naleving van de beginselen van corporate governance” vereist.⁵⁰ Tevens leidt de Ondernemingskamer uit voornoemde vaststelling af dat de door – het bestuur van – HBG gemaakte strategische keuze niet slechts is gebaseerd op de gedachte dat het alternatief niet paste in de door het bestuur en de raad van commissarissen omarmde strategie, maar ook “althans minst genomen mede – haar grondslag vond in de vergelijking van de financiële gevolgen van de mogelijke keuze tussen de voorhanden alternatieven.”⁵¹ Vervolgens stelt de Ondernemingskamer vast dat het aan de *joint-venture* gekoppelde recht van Ballast Nedam haar aandeel in de samenwerking steeds te kunnen aanbieden aan HBG tegen marktwaarde niet zal leiden tot een situatie waarin de vennootschap in financiële moeilijkheden verzeild zal raken, nu HBG naar verwachting “alsdan over voldoende financieringsmogelijkheden zal kunnen beschikken zonder – in onaanvaardbare mate – afhankelijk te worden van financierende instellingen.”⁵² Met de gemaakte strategische keuze heeft het bestuur het voortbestaan van de vennootschap niet in gevaar gebracht. Ten slotte oordeelt de Ondernemingskamer dat de vennootschap ten tijde van de gesprekken met Boskalis over een eventuele fusie “in redelijkheid heeft kunnen besluiten niet af te wijken van een fusie met Boskalis op basis van gelijkwaardigheid.”⁵³ Hiermee lijkt de Ondernemingskamer het bestuurlijk gedrag ‘goed te keuren’ nu ze, mede vanuit *shareholder value*

47 De hier gehanteerde ‘wanbeleid’ maatstaf verschilt niet echt van het in art. 26 lid 4 WOR vervatte criterium. Opmerkelijk genoeg verwijst Willems (2001), 12 in de context van art. 26 lid 4 WOR naar het vereiste dat het door de ondernemer genomen besluit ‘uitlegbaar’ moet zijn, wat mijns inziens niet noodzakelijkerwijs samenvalt met redelijk.

48 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.7-3.26.

49 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.27-3.28.

50 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.29. De Ondernemingskamer gaat er kennelijk van uit dat in theorie een dergelijk omslagpunt wel kan bestaan, in welk geval het bestuur klaarblijkelijk die keuze ook moet maken en de rechter een dergelijk oordeel ook mag vellen. In dit verband wordt wel gesproken van een *knock-out* bod. Was daarvoor toereikend geweest dat het verkoop alternatief in aandeelhouderswaarde gemeten het *joint-venture* alternatief zou overstijgen? De grondslag voor die prikkelende stelling licht de Ondernemingskamer niet toe.

51 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.30.

52 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.31.

53 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.32.

bezien, overtuigd is van de toereikende objectieve ‘wijsheid’ van de gemaakte strategische keuze. Maar de Ondernemingskamer is er nog niet. Ook de “kwalitatieve, niet steeds met alle precisie meetbare aspecten”⁵⁴ dienen in haar visie – de te onderscheiden ‘voors en tegens’ indachtig – te worden beoordeeld en meegewogen. Uiteindelijk komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat – het bestuur van – HBG in redelijkheid tot de gemaakte zakelijke beleidsafweging heeft kunnen komen.⁵⁵

Pas na een diepgravende analyse en een zowel uitvoerige als minutieuze (af)weging van alle kwantitatieve en kwalitatieve beleidsaspecten, zowel van het wel als van het niet gekozen alternatief, concludeert de Ondernemingskamer dat de marges tussen de alternatieven dusdanig klein zijn dat de gemaakte zakelijke beleidsafweging als redelijk gekwalificeerd kan worden en daarmee door de beugel kan. Daarmee probeert de Ondernemingskamer in wezen vast te stellen of het bestuur, in zijn geheel gezien en alle omstandigheden van het geval indachtig, een zakelijke beleidsafweging heeft gemaakt die objectief gezien voldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ is zodat deze in redelijkheid de voorkeur kan verdienen.⁵⁶ De Ondernemingskamer gaat verder dan de mijns inziens gerechtvaardigde vraag of de door het *prima facie* loyale en neutrale bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging in het licht van het belang van de vennootschap duidelijk logisch onverklaarbaar is. In feite heeft de Ondernemingskamer het werk van het bestuur goedgekeurd over gedaan.⁵⁷ Dit is een benadering die ik eerder terug zou willen zien bij rechterlijke toetsing van bijvoorbeeld niet-neutraal bestuurlijk gedrag.⁵⁸ Dat een deel van de aandeelhouders – in het licht van de teleurstellende prestaties van de vennootschap in de achterliggende jaren – de voorkeur geeft aan een niet door het bestuur gekozen alternatief/tijdpad dient mijns inziens op zichzelf niet te leiden tot een aanscherping van de objectieve rechterlijke toets. Het uitzetten van de door de vennootschap te varen koers is primair aan het bestuur.⁵⁹

54 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.33-3.34.

55 Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.35.

56 Vgl. in de context van art. 26 lid 4 WOR o.a. Ok. 25 maart 1999 (Nuts Ohra Beheer), ro. 3.6. Ok. 21 januari 2002 (HBG) toont van begin tot eind een gretige *hands-on* Ondernemingskamer, getuige onder meer de kanttekening dat het niet zonder meer vergelijkbaar zijn van de voorliggende alternatieven onder meer meebrengt dat een financiële vergelijking tussen die alternatieven “met enige terughoudendheid” moet worden gezien, en ademt de sfeer van een rechterlijke *dotting the i's and crossing the t's* mentaliteit, tot uiting komend in zelfs de kleinste nuances. Illustratief is de expliciete taalkundige verbetering in Ok. 21 januari 2002 (HBG), ro. 3.35 van het oordeel van de – in tweede instantie benoemde – onderzoekers dat naar hun oordeel het bestuur in redelijkheid tot “haar” keuze voor de *joint-venture* heeft kunnen komen. Dit had de Ondernemingskamer even goed achterwege kunnen laten, door haar eindoordeel te formuleren en kenbaar te maken dat dit gelijklopend was aan dat van – al – de onderzoekers. Zie o.a. Smit (2002), 46-47 en Brink in zijn noot sub 3.ii bij Ok. 21 januari 2002 (HBG).

57 Wellicht duiden o.a. Ok. 28 december 2006 (KPNQwest), ro. 3.14; Ok. 8 december 2006 (VTI), ro. 3.12, 3.28; Ok. 13 juli 2006 (Audilux), ro. 3.6; en Ok. 2 september 2004 (Getronics), ro. 3.9, 3.13, 3.16 op een inmiddels wat terughoudender opererende Ondernemingskamer?

58 De benadering van de Ondernemingskamer past beter bij de *enhanced scrutiny test* als gehanteerd binnen het vennootschapsrecht van Delaware. Zie hoofdstuk 4 – nummers 18.b en 21.

59 Vgl. o.a. Ok. 3 mei 2007 (ABN AMRO Holding), ro. 3.17 en Ok. 17 januari 2007 (Stork), 3.14. Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.e.

HOOFDSTUK VII

41.f. Ok. 16 oktober 2003 (Laurus)

Ten zesde noem ik de *Laurus*-beschikking⁶⁰ van de Ondernemingskamer.⁶¹

Het *prima facie* loyale en neutrale bestuur van Laurus maakt eind 2000 de strategische keuze voor een uiterst ambitieus maar niet onhaalbaar *businessplan*, kort gezegd bestaande uit het invoeren van één formule voor alle Laurus supermarkten. Noodscenario's zijn er niet. Direct is voor het bestuur duidelijk dat het plan alleen kan slagen als aan cruciale randvoorwaarden wordt voldaan. Het bestuur wordt diverse malen geconfronteerd met negatieve signalen en maakt in juni 2001 kenbaar dat de uitvoering van het *businessplan* fout is gegaan, maar besluit onverminderd door te zetten zonder acht te slaan op signalen die duiden op de onhaalbaarheid ervan en de sterk verslechterende financiële situatie van Laurus. Als in augustus 2001 duidelijk wordt dat het voortbestaan van Laurus op het spel staat heeft het bestuur de uitvoering van het *businessplan* al stopgezet.

De Ondernemingskamer duidt dit als 'wanbeleid'.⁶² Vanwege de lastig te parafaseren redenering van de Ondernemingskamer citeer ik de kernoverweging.

“De Ondernemingskamer gaat er – met de onderzoekers – van uit dat de strategische keuze voor één formule voor alle supermarkten van Laurus in Nederland in beginsel verantwoord was en het businessplan in beginsel op zichzelf niet onhaalbaar. Tegelijk was evenwel van meet af aan duidelijk dat het plan uiterst ambitieus was, zowel financieel als operationeel, en dat het alleen zou kunnen slagen als werd voldaan aan de in het businessplan omschreven randvoorwaarden. Uit het verslag van de onderzoekers blijkt evenwel dat aan cruciale randvoorwaarden op het punt van financiering, administratieve organisatie, managementinformatie en logistiek op geen enkel moment is voldaan, hetgeen de hoofddirectie in een vroeg stadium heeft kunnen en moeten onderkennen. Door ondanks alle negatieve signalen de uitvoering van het businessplan voort te zetten voorbij een punt waarbij geen aanvaardbare weg terug meer mogelijk was, heeft de hoofddirectie onverantwoorde risico's genomen waarbij uiteindelijk ook het voortbestaan van Laurus op het spel is komen te staan, met alle nadelige gevolgen van dien. Moge voor het doorgaan op een onverantwoorde koers nog een psychologische verklaring denkbaar zijn – een zeer sterke focus op en geloof in het succes van de vernieuwde winkels –, rationeel kan daarvoor geen enkele rechtvaardiging worden gegeven, omdat de aantrekkingskracht van de nieuwe winkelformule – laat staan de haalbaarheid van de gehele ombouwoperatie – niet aan enige serieuze test is onderworpen. Het had dan ook reeds snel duidelijk moeten zijn geweest dat voormelde focus op een illusie berustte. Het oordeel kan dan ook slechts luiden dat het ter zake van de operatie Groenland door de hoofddirectie van Laurus gevoerde beleid dient te worden gekwalificeerd als wanbeleid.”

60 Ok. 16 oktober 2003 (Laurus).

61 Deze beschikking is in HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.5 e.v. weliswaar op formele gronden gecasseerd door de Hoge Raad, maar dit laat de relevantie van wat de Ondernemingskamer in inhoudelijke zin overweegt over het bestuurlijk gedrag mijns inziens onverlet.

62 Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 3.4-3.5.

De door mij bepleite inhoudelijke rationaliteitstoets toont raakvlakken met de door de Ondernemingskamer gekozen koers. Toch plaats ik daarbij enige kanttekeningen.

Had het niet voor de hand gelegen het beleidsinhoudelijke bestanddeel nadrukkelijker te onderscheiden van het beleidsvoorbereidende bestanddeel? Het doorzetten van zeer risicovol beleid dat vroegtijdig kenbaar gedoemd is te mislukken omdat niet aan cruciale randvoorwaarden wordt voldaan kan niet logisch verklaarbaar in het belang van de vennootschap zijn. Iets anders is dat het bestuur uiteindelijk zelfs het voortbestaan van Laurus op het spel heeft gezet. Weer iets anders is dat het bestuur zich er niet afdoende op voorhand van heeft vergewist of het beleid binnen de marges van de gestelde cruciale randvoorwaarden paste en of de formule wel aantrekkingskracht had. In het – tegen beter weten in – laten prevaleren van toekomstdromen (i.e. het succes van de vernieuwde winkels) boven de harde werkelijkheid (i.e. het kenbaar op geen enkel moment voldoen aan cruciale randvoorwaarden) schuilt de irrationaliteit van het bestuurlijk gedrag waarop de Ondernemingskamer in wezen het oog heeft, namelijk het doorgaan met de uitvoering van het *businessplan*.⁶³ Dat de haalbaarheid van het plan en de aantrekkingskracht van de formule niet aan enige serieuze test zijn onderworpen is in dát opzicht welbeschouwd niet relevant. Dit zijn aparte verwijten van ongeïnformeerd en ondoordacht gedrag, niet dé grondslagen voor het inhoudelijk irrationele gedrag zoals de Ondernemingskamer kennelijk meent.⁶⁴

42. De werkmethode ingepast in de systematiek van art. 2:9 BW

De hiervoor uiteengezette werkmethode heb ik geplaatst in het kader van het enquêterecht. Of bestuurders persoonlijk aansprakelijk zijn voor hun gedragingen stelt de Ondernemingskamer niet vast.⁶⁵ De vraag rijst of de door mij bepleite werkmethode in dat kader kan worden ingepast. Daarbij ga ik wederom uit van een solvante vennootschap en van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid. Ik richt mij eerst op art. 2:9 BW.⁶⁶

42.a. Artikel 2:9 BW-rechtspraak van de Hoge Raad

In art. 2:9 BW is de persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap geregeld, de interne bestuurdersaansprakelijkheid.⁶⁷

63 Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 2.50, 3.4, 3.6 en 3.9.

64 Ok. 16 oktober 2003 (Laurus), ro. 2.25, 3.4, 3.8 en 3.9.

65 Artikel 2:354 BW daarbij buiten beschouwing latend. Zie hoofdstuk 5 – nummers 24.c en 29.

66 Assink/Olden (2005) en Assink (2005 b) bevatten enkele eerste gedachten hierover. Voortschrijdend inzicht brengt mij tot de hiernavolgende uitwerking van die eerste gedachten.

67 Vgl. over de grondslag van interne bestuurdersaansprakelijkheid o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 1992 (Schoormans/Clecon International), ro. 4.1.1, 4.1.5. Dat het bij art. 2:9 BW gaat om de aansprakelijkheid in privé van de bestuurder jegens de *vennootschap* wordt in de praktijk niet altijd even goed voor ogen gehouden. Vgl. o.a. Rb. Arnhem 5 april 2001 (De Best/Etude Services), ro. 3.7.

HOOFDSTUK VII

Omdat art. 2:9 BW is gericht tot de individuele bestuurder verwijs ik hier naar de bestuurder in plaats van naar het bestuur. Dit neemt niet weg dat het Nederlandse vennootschapsrecht, zoals blijkt uit art. 2:129/239 BW, ervan uitgaat dat het besturen van de vennootschap – bij meerdere bestuurders – een collegiale taak is. Het ligt daarom in de rede tot uitgangspunt te nemen dat het bestuur collectief verantwoordelijk is voor de behoorlijke vervulling van de opgedragen taak.⁶⁸

Artikel 2:9 BW bepaalt niet wat in algemene zin het springende punt is naar persoonlijke aansprakelijkheid. Het bepaalt slechts dat elke bestuurder tegenover de rechtspersoon gehouden is tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak.⁶⁹

Dit verduidelijkt de Hoge Raad in zijn *Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*-arrest.⁷⁰ Daarin behandelt hij de maatstaf die behoort te worden gehanteerd bij de beantwoording van de vraag of een bestuurder die een natuurlijk persoon is en zijn taak in dienstbetrekking vervult, zozeer in een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak is tekortgeschoten dat hij krachtens art. 2:9 BW tegenover de vennootschap aansprakelijk is voor de schade welke deze als gevolg van die tekortkoming lijdt. Persoonlijke aansprakelijkheid op de voet van art. 2:9 BW vereist dat aan de bestuurder een ‘ernstig verwijt’ kan worden gemaakt, aldus de Hoge Raad.

“Zoals het Hof en ook het onderdeel terecht tot uitgangspunt nemen, is voor aansprakelijkheid op de voet van art. 2:9 vereist dat aan de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of in een bepaald geval plaats is voor een ernstig verwijt als hier bedoeld, dient te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. Tot de in aanmerking te nemen omstandigheden behoren onder meer de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de in het algemeen daaruit voortvloeiende risico’s, de taakverdeling binnen het bestuur, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen, de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen, alsmede het inzicht en de zorgvuldigheid die

68 Vgl. o.a. Rb. Arnhem 18 mei 2005 (Vero Dordrecht/Erasmus Beheer): “Eisers leggen er veel nadruk op dat [gedaagde 2] binnen Erato de financiële zaken voor zijn rekening nam. Hun betoog is vervolgens voor een belangrijk deel gebouwd op de stelling dat [gedaagde 2] – dat moet dus zijn: als bestuurder – zeer eigenmachtig optrad bij de behartiging van die financiële zaken en daardoor Erato benadeelde. Zij verliezen hierbij uit het oog dat [eiser 2] ook zelf bestuurder was en dus mede verantwoordelijk óók voor de financiële zaken. Dat deze bestuurder de financiële zaken overliet aan de andere bestuurder, pleit hem niet vrij van zijn eigen bestuurders-verantwoordelijkheid.”

69 Vgl. o.a. de nogal cryptische uitleg ervan in Rb. ’s-Hertogenbosch 16 maart 2001 (De Voort q.q./Beheermaatschappij Zaltbommel), ro. 4.3. Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 21 en Van der Heijden/Van der Grinten (1992), 456-457: “Omtrent het leidende beginsel van deze regeling heeft minister Donner gesteld: “Wie doet wat naar redelijkheid van hem verlangd kan worden, vervult zijn taak behoorlijk. Een niet aan te rekenen verzuim maakt dus niet schadelijk.”

70 HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo), ro. 3.3.1.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult.”⁷¹ De door het gerechtshof⁷² bereikte slotsom luidt dat “aan de directie in beginsel een ernstig verwijt van onbehoorlijke taakvervulling kan worden gemaakt in de zin van art. 2:9 BW. Het voortdurende karakter van dit wanbeleid speelt daarbij een rol.” De Hoge Raad sanctioneert “’s Hofs oordeel dat aan de directie een ernstig verwijt van onbehoorlijk bestuur kan worden gemaakt.”⁷³

Dit standpunt bevestigt de Hoge Raad nadien diverse malen. De persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ wordt daarbij van enige contouren voorzien.

Ik noem de kernoverwegingen uit de relevante arresten.⁷⁴

Uit het *Van Dooren q.q./Hendriks*-arrest⁷⁵ van de Hoge Raad: “De eerste klacht van onderdeel 1 berust op de veronderstelling dat het Hof ervan is uitgegaan dat het veiligstellen van aanspraken op diegenen die de rechtspersoon op onrechtmatige wijze schade hebben berokkend, niet tot de taken van het bestuur behoort. Deze klacht mist feitelijke grondslag. In rov. 4.5.2 van het bestreden arrest heeft het Hof vooropgesteld dat het met de Rechtbank van oordeel is dat “H. (...) zijn taak als bestuurder niet naar behoren heeft verricht”, waarbij het Hof met zijn verwijzing naar het oordeel van de Rechtbank klaarblijkelijk het oog heeft gehad op haar overweging dat H. geen rechtsvordering tegen zichzelf heeft ingesteld en evenmin een stuitingshandeling heeft verricht, en aldus zijn taak niet naar behoren heeft verricht. In rov. 4.5.2 en 4.5.3 heeft het Hof overwogen dat, zeker nadat

71 Gelet op de verwijzing naar een natuurlijk persoon die zijn taak als bestuurder in dienstbetrekking vervult lijkt de Hoge Raad in HR 10 januari 1997 (*Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*), ro. 3.3.1 geen onderscheid te willen maken tussen een bestuurder/werknemer en een bestuurder/niet-werknemer bij de toetsing van bestuurlijk gedrag in het kader van de bestuurstaak.

72 Gh. 's-Hertogenbosch 11 juli 1995 (*Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman*), ro. 19.

73 HR 10 januari 1997 (*Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*), ro. 3.3.2.

74 Vgl. in de lagere rechtspraak o.a. Gh. 's-Gravenhage 26 september 2006 (*Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper*), ro. 10-12; Rb. Haarlem 26 juli 2006 (*Snouckaert van Schauburg q.q./R.*), ro. 4.27; Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006, ro. 4.8; GHJ 30 november 2004 (*Marielle Investments/ING Bank*), ro. 2.9 e.v.; Gh. 's-Hertogenbosch 28 september 2004 (*Matkovic/Exhol*), ro. 4.4.1, 4.4.5; Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (*Berghuizer Papierfabriek/Schwandt*), ro. 4.7.1; Rb. Groningen 28 april 2004 (*NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij/X.*), ro. 5.3; Rb. Arnhem 19 november 2003 (*Ardoz Pharma Holding/Bontekoe Health Care Ventures*), ro. 4.2; Rb. Haarlem 17 september 2003 (*Buigcentrale Noord-Holland/T.*), ro. 5.5-5.6; Gh. Leeuwarden 2 mei 2001 (*Jaarsma/Skipper Club Charter*), ro. 9 (gecasseerd in HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), ro. 3.5); Rb. 's-Hertogenbosch 16 maart 2001 (*De Voort q.q./Beheermaatschappij Zaltbommel*), ro. 4.3; Gh. Arnhem 12 december 2000 (*Berghuizer Papierfabriek/Schwandt*), ro. 4.6 (gecasseerd in HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), ro. 3.4.5); Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (*Verto/Drenth*), ro. 13; Rb. Zutphen 5 maart 1998 (*Van Rootselaar q.q./Kruitwagen*), ro. 7.4; Rb. 's-Gravenhage 4 maart 1998 (*Luijks q.q./Sikma*), ro. 4.5; Gh. 's-Gravenhage 7 oktober 1997 (*Vogel/Van Berkum q.q.*), ro. 6.2-6.3; en Gh. 's-Hertogenbosch 24 juli 1997 (*Emmerig q.q./Hendriks*), ro. 4.5.2.

75 HR 11 juni 1999 (*Van Dooren q.q./Hendriks*), ro. 3.3-3.5.

HOOFDSTUK VII

de Rechtbank van Koophandel de vordering had toegewezen, H. niet erop bedacht behoefde te zijn zichzelf aansprakelijk te stellen of een stuitingshandeling te verrichten, waarbij mede een rol speelt dat per 1 januari 1992 de verjaringstermijnen aanzienlijk zijn bekort. Aldus heeft het Hof voldoende inzicht in zijn gedachtegang gegeven, zodat de klacht dat niet (voldoende) inzichtelijk is hoe het Hof tot zijn in rov. 4.5.2 vervatte oordeel is gekomen, tevergeefs is voorgesteld. Het oordeel van het Hof in rov. 4.5.2 komt hierop neer dat H. als bestuurder weliswaar niet naar behoren heeft gehandeld, maar dat hem van het achterwege laten van hetgeen hij had behoren te doen – zichzelf aansprakelijk stellen, althans de verjaring stuiten – in de omstandigheden van het geval geen ernstig verwijt kan worden gemaakt. Aldus verstaan is van tegenstrijdigheid geen sprake, zodat onderdeel 1 in zoverre eveneens faalt. Bij zijn beoordeling van de vraag of H. op grond van art. 2:9 aansprakelijk is, heeft het Hof terecht onderzocht of hem een ‘ernstig verwijt’ kan worden gemaakt (HR 10 januari 1997, nr. 16145, NJ 1997, 360). Zijn oordeel dat daarvan geen sprake is op grond van de hiervoor (...) kort weergegeven omstandigheden van het geval – die meebrachten dat hij niet bedacht behoefde te zijn op de noodzaak de handelingen te verrichten waarvan hem verweten wordt dat hij deze achterwege heeft gelaten – geeft niet blijk van een onjuiste opvatting omtrent voormelde maatstaf, en is zozeer verweven met een waardering van omstandigheden van feitelijke aard dat het voor het overige in cassatie niet op juistheid kan worden onderzocht. Het is niet onbegrijpelijk en behoefde geen nadere motivering. Onderdeel 2 is derhalve tevergeefs voorgesteld. In rov. 4.5.4 heeft het Hof de vraag onder ogen gezien of de omstandigheid dat H. en de vennootschap een tegenstrijdig belang hadden, tot een ander oordeel zou moeten leiden, welke vraag het Hof ontkennend heeft beantwoord. Ook indien met onderdeel 3 ervan zou moeten worden uitgegaan dat bij vennootschappen als de onderhavige de kwestie van tegenstrijdig belang “zich oplost in” de vraag of sprake is van onbehoorlijk bestuur, behoefde het Hof zich door het bestaan van een tegenstrijdig belang niet te laten weerhouden van zijn oordeel dat geen sprake is van ernstige verwijtbaarheid, nu het aan H. verweten gedrag bestond in het achterwege laten van handelingen, op het verrichten waarvan hij naar ‘s Hof’s in cassatie tevergeefs bestreden oordeel niet bedacht behoefde te zijn. Onderdeel 3 faalt derhalve eveneens.”

Uit het *Moonen/Prickartz q.q.*-arrest⁷⁶ van de Hoge Raad: “Onderdeel 1 van het middel bevat een aantal klachten die zich richten tegen rov. 4.3.2 van het Hof waarin wordt overwogen dat M. als degene die het kasgeld onder zich had in beginsel aansprakelijk is voor het verdwijnen van het geldbedrag uit de kantoorkas. Deze klachten zijn gegrond. In de eerste plaats valt zonder nadere motivering, die ontbreekt, niet in te zien waarom M. aansprakelijk is voor het verdwijnen van het geld uit de kantoorkas, indien moet worden aangenomen dat niet hij doch zijn echtgenote het beheer over die kas had. Deze laatste mogelijkheid is immers door het Hof in zijn rov. 4.3.1 opengelaten. In de tweede plaats wordt terecht aangevoerd dat, indien moet worden aangenomen dat M. het kasgeld zelf onder zich had, hij als bestuurder van M. BV alleen aansprakelijk is voor het verdwijnen van dat geld in geval van ernstige verwijtbaarheid. Voorzover moet worden aangenomen dat aan M. als werknemer van M. BV wordt verweten dat het kasgeld is verdwenen, voert het onderdeel terecht aan dat M. in beginsel jegens zijn werkgeefster daarvoor slechts aansprakelijk is in

76 HR 10 december 1999 (*Moonen/Prickartz q.q.*), ro. 3.2.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

geval van opzet of bewuste roekeloosheid. Nu het Hof omtrent dit een en ander niets heeft overwogen, geeft zijn oordeel blijk van een onjuiste rechtsopvatting dan wel heeft het Hof zijn beslissing niet voldoende met redenen omkleed.”

Uit het *Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*-arrest⁷⁷ van de Hoge Raad: “Middel 2 is gericht tegen rov. 4.6 van het Hof luidende: “Uit het voorgaande volgt dat Schwandt door het aangaan van de optieovereenkomst zonder de statutair vereiste toestemming van de raad van commissarissen ernstig verwijtbaar heeft gehandeld en zijn taak als bestuurder onbehoorlijk heeft vervuld.” Onderdeel 2.1 betoogt dat het Hof, door het aangaan van de optieovereenkomst zonder statutair vereiste toestemming van de raad van commissarissen zonder meer als ernstig verwijtbaar en derhalve als onbehoorlijk bestuur aan te merken, dat oordeel, gelet op hetgeen Schwandt in de procedure heeft aangevoerd, onvoldoende heeft gemotiveerd, daar alle van belang zijnde omstandigheden in dat oordeel moeten worden betrokken. Het onderdeel stelt dat het Hof niet heeft laten blijken dat het door Schwandt ter zake aangevoerde stellingen heeft laten meewegen. Onderdeel 2.2 betoogt dat ook als moet worden aangenomen dat het Hof zou hebben geoordeeld dat sprake is van een onrechtmatige daad in de zin van art. 6:162 BW van Schwandt – als een daarop gebaseerde vordering naast die gebaseerd op art. 2:9 BW al mogelijk zou zijn – het oordeel eveneens onbegrijpelijk is, daar het Hof op geen enkele wijze aangeeft waarom en in hoeverre van een onrechtmatige daad door Schwandt sprake zou zijn. Onderdeel 2.2, dat de Hoge Raad het eerst zal behandelen, kan niet tot cassatie leiden wegens gebrek aan feitelijke grondslag. Het Hof heeft de aansprakelijkheid van Schwandt onmiskenbaar gegrond op art. 2:9 BW. Onderdeel 2.1 slaagt. Voor aansprakelijkheid op de voet van art. 2:9 BW is vereist dat aan de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of van een ernstig verwijt sprake is, dient te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval. De omstandigheid dat gehandeld is in strijd met statutaire bepalingen die de rechtspersoon beogen te beschermen, moet in dit verband als een zwaarwegende omstandigheid worden aangemerkt, die in beginsel de aansprakelijkheid van de bestuurder vestigt. Indien de aldus aangesproken bestuurder echter feiten en omstandigheden heeft aangevoerd op grond waarvan zou kunnen worden aangenomen dat het gewraakte handelen in strijd met de statutaire bepalingen niet een ernstig verwijt oplevert, dient de rechter deze feiten en omstandigheden uitdrukkelijk in zijn oordeel te betrekken. Het onderdeel wijst onder meer erop dat Schwandt heeft aangevoerd dat bij BPF het patroon bestond dat niet-bestuurders vergelijkbare (des)investeringen deden zonder de raad van commissarissen om toestemming te vragen, dat de raad van commissarissen geen belangstelling had voor qua omvang geringe desinvesteringen en geen interesse heeft getoond in de onderhavige desinvesteringsskwestie, en dat ten processe niet vaststaat dat Schwandt ten tijde van de optieverlening wist of behoorde te weten dat derden bereid zouden zijn een veel hogere prijs voor de aandelen Xeikon te betalen. Van deze omstandigheden – die in ieder geval in onderling verband beschouwd de houding van de raad van commissarissen betreffen – kan niet gezegd worden dat zij niet zouden kunnen afdoen aan het oordeel dat Schwandt een ernstig verwijt valt te maken door de statuten niet na te leven. Het Hof heeft derhalve, oordelend dat Schwandt een ernstig verwijt valt te maken op grond van het enkele feit dat hij niet de vereiste goedkeuring heeft

77 HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), ro. 3.4.3-3.4.5.

HOOFDSTUK VII

gevraagd aan de raad van commissarissen, hetzij een onjuiste rechtsopvatting tot uitgangspunt genomen, hetzij zijn uitspraak niet naar de eis der wet met redenen omkleed door niet de door Schwandt aangevoerde omstandigheden in zijn oordeel te betrekken.”⁷⁸

Uit het *Skipper Club Charter/Jaarsma*-arrest⁷⁹ van de Hoge Raad: “De Rechtbank heeft de hiervoor (...) vermelde tussenvonnissen gewezen. Het Hof heeft de vordering in reconventie van SCC afgewezen en de zaak in conventie ter verdere behandeling en beslissing naar de Rechtbank verwezen. Het Hof heeft, voorzover in cassatie van belang, als volgt geoordeeld. De beschikkingen van de Ondernemingskamer van 7 november 1996 en 27 maart 1997 hebben geen directe betekenis voor de in het onderhavige geding door SCC in reconventie gestelde rechtsbetrekking tussen partijen. De onderhavige vordering van SCC is er hoofdzakelijk op gegrond, dat Jaarsma onbehoorlijk bestuur in de zin van art. 2:9 BW zou hebben gepleegd, maar de Ondernemingskamer heeft in haar eerstgenoemde beschikking beoordeeld, of er bij SCC sprake was van wanbeleid in de zin van art. 2:355 BW (rov. 8). Een op art. 2:9 BW gebaseerde aansprakelijkheid zoals door SCC gesteld, kan slechts worden aangenomen in het geval dat de betrokken bestuurder als zodanig (en derhalve niet als aandeelhouder) zo onmiskenbaar en duidelijk in de vervulling van zijn taken is tekortgekomen, dat daarover geen redelijk oordelend ondernemer zou kunnen twijfelen (rov. 9). SCC heeft onvoldoende concreet feiten en omstandigheden gesteld, waaruit kan worden afgeleid dat Jaarsma’s – al dan niet door anderen gecorrigeerde – uitvoering van de hem opgedragen taak als bestuurder van SCC van dien aard was, dat deze voldeed aan de hiervoor gegeven omschrijving (rov. 10). Een tekortkoming als in rov. 9 bedoeld, valt evenmin af te leiden uit het daarop geen betrekking hebbende onderzoeksverslag van G.E. Bod (rov. 11). De enkele omstandigheid, dat een optreden of nalaten van een bestuurder wellicht heeft geleid tot schade voor de vennootschap, brengt nog niet mee dat geen redelijk oordelend ondernemer zou twijfelen aan de ontoereikendheid van het bestuurlijk handelen of nalaten. Dit geldt te meer voor afgeleide kosten, zoals door bestuurlijk handelen of nalaten wellicht veroorzaakte extra kosten van een accountant (rov. 12). Met zijn oordeel in rov. 8 dat de beschikkingen van de Ondernemingskamer van 7 november 1996 en 27 maart 1997 geen directe betekenis hebben voor de in dit geding door SCC (in reconventie) gestelde rechtsbetrekking tussen partijen, heeft het Hof tot uitdrukking gebracht dat die beschikkingen niet (tevens) bindend doen vaststaan dat Jaarsma aansprakelijk is op de voet van art. 2:9 BW. Dit oordeel is juist. Onderdeel 1 dat uitgaat van een andere lezing van (dit gedeelte van) rov. 8 van het Hof, kan derhalve bij gebrek aan feitelijke grondslag niet tot cassatie leiden. Onderdeel 2 strekt ten betoge dat het Hof in rov. 9 een onjuiste maatstaf heeft aangelegd voor aansprakelijkheid op de voet van art. 2:9 BW. Voor deze aansprakelijkheid is vereist dat aan de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of van een ernstig verwijt sprake is, dient te worden beoordeeld aan de hand van alle omstandigheden van het geval (laatstelijk HR 29 november 2002, nr. C01/096, RvdW 2002, 195). De bewoordingen van de hiervoor (...) weergegeven rov. 9 van het Hof lijken erop te wijzen dat het Hof aldus een te strenge maatstaf heeft aangelegd. Geheel duidelijk is dit evenwel niet, nu het Hof

78 Vgl. o.a. Rb. Arnhem 15 juni 2000 (H. Holding/A.), ro. 4.4. Zie voor het arrest na verwijzing Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt).

79 HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma), ro. 3.3-3.5.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

met zijn rov. 10 tegen de achtergrond van het debat in de feitelijke instanties, en met name ook de stellingen van SCC (...), onvoldoende inzicht heeft gegeven in de gedachtegang die heeft geleid tot de verwerping van de stelling van SCC dat Jaarsma zich heeft schuldig gemaakt aan onbehoorlijk bestuur. Ook uit rov. 10 valt niet af te leiden welke maatstaf het Hof precies heeft gehanteerd. In zoverre is ook onderdeel 3.3 gegrond. De overige klachten van onderdeel 3 behoeven geen behandeling. Het Hof waarnaar de zaak wordt verwezen, zal opnieuw en in volle omvang op grond van hetgeen partijen in de feitelijke instanties hebben aangevoerd, hebben te beoordelen of Jaarsma als bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt.”⁸⁰

Hieruit blijkt onder meer dat ‘ernstige verwijtbaarheid’ dé persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf is in de context van art. 2:9 BW, dat de schuldvraag daarin – met naar het lijkt de normschendingvraag – verpakt zit, dat de rechter alle omstandigheden van het geval in aanmerking dient te nemen⁸¹ en dat voor ‘ernstige verwijtbaarheid’ niet vereist is dat de bestuurder zich (doel)bewust ondermaats gedraagt⁸²: een ‘ernstig verwijtbare’ handelwijze is niet uitwisselbaar met bewuste roekeloosheid (of opzet).⁸³ Of de Hoge Raad er daarbij van uitgaat dat een ‘ernstig verwijtbare’ handelwijze leidt tot – of: gelijkstaat aan – een ‘onbehoorlijke taakvervulling’ is niet helemaal duidelijk, omdat de nadruk telkens ligt op het ver-

80 In HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8 verwijst de Hoge Raad naar de functionaris die “tegenover de rechtspersoon zijn taak niet heeft vervuld op de wijze waarop een redelijk bekwame en redelijk handelende functionaris die taak in de gegeven omstandigheden had behoren te vervullen.” Zie o.a. Timmerman (2006 a), 539-540 en Kroeze/Timmerman/Wezeman (2005), 137. Zie over de ‘redelijk bekwame en redelijk handelende persoon’ als ‘maatman’ o.a. A-G Timmerman in 3.19 voor HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or) (aansprakelijkheid Verzekeringkamer) en in 2.2 voor HR 19 december 2003 (X./Interplan Import-Export Woontextiel) (persoonlijke aansprakelijkheid faillissementscurator) en Van Dam (2000), 268 e.v.

81 Ook de door de bestuurder aangevoerde verzachtende omstandigheden. Zie o.a. plv. P-G De Vries Lentsch-Kostense in 16 voor HR 30 maart 2007 (Marielle Investments/ING Bank): “Het Hof heeft zijn beoordeling toegespitst op de door ING Trust aangevoerde ‘disculperende omstandigheden’, die evenzeer behoren tot de omstandigheden die in de beoordeling dienen te worden betrokken.”

82 Voor de ruimte die deze systematiek mijns inziens laat voor vrijetekening en vrijwaring van bestuurders verwijs ik naar Assink/Olden (2005), 13-16.

83 Vgl. in het enquêterecht o.a. HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.26. Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5-3.6. Zie o.a. Van Schilfgaarde/Winter (2006), 148-149; Timmerman (2006 a), 539-540, die wel gecharmeerd is van een disloyaliteitsvereiste voor persoonlijke aansprakelijkheid; A-G Huydecoper in 14-16, 19, 23-24 voor HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma); A-G Spier in 3.36, 3.38, 3.40, 3.43-3.46 voor HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek); plv. P-G Mok in 3.2.6.2 voor HR 11 juni 1999 (Van Dooren q.q./Hendriks); A-G Mok in 3.3.3 voor HR 10 januari 1997 (Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo); en Glasz/Beckman/Bos (1994), 112-114. Zie over opzet en bewuste roekeloosheid o.a. Van Dam (2000), 264: “De intentie, de bedoeling van *deze* persoon is derhalve bepalend voor het antwoord op de vraag of er sprake is van opzet; hetzelfde geldt voor bewuste roekeloosheid.” Dit zal doorgaans niet eenvoudig zijn aan te tonen. Zie o.a. Haazen (2004), 214 en Van Dam (2000), 265.

HOOFDSTUK VII

eiste van een ‘ernstig verwijt’, niet – ook – op ‘onbehoorlijke taakvervulling’. Ik acht dit zeker denkbaar.

In dit verband kan ook gewezen worden op het arrest van de Hoge Raad inzake *Holding Nutsbedrijf Westland/X*.⁸⁴: “Art. 2:9 BW houdt een norm in voor het handelen van een bestuurder van een rechtspersoon bij de vervulling van de hem opgedragen taak. In de rechtspraak is aangenomen dat aansprakelijkheid wegens schending van die norm slechts bestaat indien de bestuurder van zijn handelen een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Art. 7:661 BW bevat een norm ter zake van de vergoeding van schade die door de werknemer aan de werkgever of aan een derde is toegebracht bij de uitvoering van de arbeidsovereenkomst. Eerst indien sprake is van opzet of bewuste roekeloosheid van de werknemer, is hij jegens de werkgever aansprakelijk voor de door hem toegebrachte schade. De beide bepalingen impliceren dus een beperking van de aansprakelijkheid van de bestuurder respectievelijk werknemer voor schade die zij, kort gezegd, binnen de uitoefening van hun werkzaamheden, hebben toegebracht.”⁸⁵

De door de Hoge Raad omarmde persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ ademt wel een sfeer van enige rechterlijke terughoudendheid, maar hoe de rechter daaraan precies invulling dient te geven is – door de Hoge Raad – niet uitgewerkt.⁸⁶

84 HR 2 maart 2007 (*Holding Nutsbedrijf Westland/X.*), ro. 3.4.4.

85 Vgl. o.a. HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*), ro. 3.3-3.5; HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*), ro. 3.4.3-3.4.5; en HR 11 juni 1999 (*Van Dooren q.q./Hendriks*), ro. 3.3-3.4. Vgl. in de lagere rechtspraak o.a. Rb. Haarlem 26 juli 2006 (*Snouckaert van Schauburg q.q./R.*), ro. 4.27; GHJ 30 november 2004 (*Marielle Investments/ING Bank*), ro. 2.10-2.11; Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (*Berghuizer Papierfabriek/Schwandt*), ro. 4.7.1; Gh. Arnhem 12 december 2000 (*Berghuizer Papierfabriek/Schwandt*), ro. 4.6; Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999 (*Verdo/Drenth*), ro. 13; en Gh. 's-Hertogenbosch 24 juli 1997 (*Emmerig q.q./Hendriks*), ro. 4.5.2. Zie o.a. Wezeman (2004), 86-87; A-G Huydecoper in 22 voor HR 4 april 2003 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*); Wezeman in zijn noot bij HR 29 november 2002 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*); plv. P-G Mok in 3.4.3.3-3.4.3.4 voor HR 11 juni 1999 (*Van Dooren q.q./Hendriks*); Glasz/Beckman/Bos (1994), 113-114; en Van der Heijden/Van der Grinten (1992), 456-457. Een ‘samengevoegde’ benadering wordt in ieder geval wel gehanteerd in de context van art. 2:138/248 BW en art. 36 Iw. 1990. Vgl. naast art. 2:138/248 lid 1 BW en art. 36 Iw. 1990 zelf o.a. HR 8 juni 2001 (*Gilhuis q.q./Hamelinck*), ro. 3.7 en HR 7 juni 1996 (*Ontvanger/Van Zoolingen*), ro. 5.3. Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 4, 13 waarin wordt uitgegaan van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ wegens schuldige verwaarlozing van de bestuurstaak. Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. Rb. Leeuwarden 21 maart 2007, ro. 4.2 en HR 8 december 2006 (*Ontvanger/Roelofsen*), ro. 3.5-3.6. Anders o.a. Van Solinge in zijn noot sub 8 bij HR 8 april 2005 (*Laurus*) die de maatstaf ‘ernstig verwijt’ enkel in de sleutel van de schuldvraag plaatst.

86 Zie o.a. A-G Timmerman in 2.11 voor HR 2 maart 2007 (*Holding Nutsbedrijf Westland/X.*): “In de wetgeschiedenis en literatuur is geen eenduidige definitie te vinden van wat onder ernstig verwijtbaar handelen van een bestuurder kan worden verstaan” en Kroeze (2005), 16: “Ernstige verwijtbaarheid is een vage norm.”

Het is duidelijk dat de rechter alle omstandigheden van het geval in acht dient te nemen en dat schending van een statutaire bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen in beginsel tot persoonlijke aansprakelijkheid leidt, maar veel verder dan dat reiken de richtlijnen van de Hoge Raad welbeschouwd niet. Het gegeven dat de rechter rekening dient te houden met alle omstandigheden van het geval is mijns inziens wat al te mager om, al dan niet aan de hand van een redelijkheidstoets⁸⁷, in – met name – de context van gevoerd ondernemingsbeleid tot een verantwoord eindoordeel te kunnen komen.⁸⁸ De persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ biedt de rechter als het erop aankomt nog niet veel houvast.⁸⁹ Dat houvast vindt de rechter ook niet echt in de literatuur.⁹⁰

42.b. De werkmethode ingepast

Het is mijns inziens zuiver, tegen de achtergrond van de loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht, de ondergrens voor persoonlijke aansprakelijkheid ex art. 2:9 BW te leggen bij normschendend gedrag jegens de vennootschap waarvan de bestuurder schuld treft (kortom: bij ‘onbehoorlijke taakvervulling’), en afhankelijk van de voorliggende gedragsnorm en de omstandigheden van het geval een voor het bestuur meer of minder milde toetsingsnorm toe te passen.⁹¹ De *prima facie* loyale en neutrale bestuurder zal waar gerechtvaardigd, en dit zal met name zo zijn ten aanzien van gedragingen die liggen in het domein van het ondernemingsbeleid, uit moeten kunnen gaan van een royale mate van beleidsvrijheid. Ondermaats gedrag – waarvan de bestuurder schuld treft – moet met name in die context binnen de zorgvuldigheidsplicht niet snel worden aangenomen.⁹²

87 Vgl. o.a. Rb. Arnhem 19 november 2003 (Ardoz Pharma Holding/Bontekoe Health Care Ventures), ro. 4.2 en Gh. ‘s-Gravenhage 6 april 1999 (Verlo/Drenth), ro. 13. Zie o.a. Wezeman (2004), 87 en Wezeman (1998), 68. Ik wijs ook op o.a. Gh. Leeuwarden 22 maart 2006 (NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij/X.), ro. 6, 9.

88 Kennelijk anders o.a. Orsel (2005), 2135; Grapperhaus (2005), 17-18; en Huizink (2005), 4-10, 9-12.

89 Vgl. o.a. Gh. ‘s-Hertogenbosch 11 juli 1995 (Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman), ro. 16-17. Kritisch daarover is Kroeze (2005), 18: “Hoe weet het hof dit allemaal?”

90 Zie o.a. Strik (2006), 43; Huizink (2005), 9 e.v.; Wezeman (2004), 87; Borrius (2003), 92; Asser/Maeijer (2000), 435; Wezeman (1998), 69; en Van der Heijden/Van der Grinten (1992), 457. Kritisch over deze maatstaf is o.a. Blanco Fernández (2000), 474 e.v.

91 Zie voor het schuld aspect hoofdstuk 5 – nummer 24.c.

92 In zoverre zal de *prima facie* loyale en neutrale bestuurder het inderdaad bepaald bont moeten maken wil persoonlijke aansprakelijkheid kunnen intreden. Zie in bredere zin o.a. Huizink (2005), 9-12. Er resteert dan in zoverre, wat betreft de zorgvuldigheidsplicht, een *minimaal* persoonlijke aansprakelijkheidsrisico voor de ondernemende bestuurder. Zie o.a. A-G Timmerman in 3.19 voor HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or): “(...) enige dreiging en enige tucht van aansprakelijkheid [is] nuttig, omdat dit eraan kan bijdragen de toezichthouder, zoals dat in het aansprakelijkheidsrecht wordt genoemd, te prikkelen en scherp te houden.”

HOOFDSTUK VII

Juist voor dat gevaar lijkt de Hoge Raad in zijn *Staleman/Van de Ven Automobielbedrijf Venlo*-arrest ook beducht te zijn, gelet op de introductie van het begrip ‘ernstig verwijt’ als persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf en de aandacht voor de in het algemeen uit de activiteiten van de vennootschap voortvloeiende risico’s als in acht te nemen omstandigheid.⁹³ Het aan het arrest van het gerechtshof ten grondslag liggende feitencomplex is ook sterk gekleurd door het door de bestuurders gevoerde ondernemingsbeleid. Wat evenwel opvalt is dat de Hoge Raad niet met zoveel woorden benadrukt dat de rechter het *prima facie* loyale en neutrale bestuurlijk gedrag in beginsel terughoudend objectief dient te toetsen en een ruime marge van bestuurlijke beleidsvrijheid in aanmerking dient te nemen. De Hoge Raad motiveert de introductie van de persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ ook niet. Timmerman wijst er terecht op dat de rechter de marge van de in het voorliggende geval aan de bestuurder toekomende beleidsvrijheid in aanmerking dient te nemen.⁹⁴ Daarmee is echter nog niet gezegd waar de beleidsvrijheid van de bestuurder eindigt, of anders gezegd: hoever de toetsingsvrijheid van de rechter reikt.

Voor bestuurdersaansprakelijkheid op de voet van art. 2:9 BW wegens ‘onbehoorlijke taakvervulling’ binnen de zorgvuldigheidsplicht komt dit er dus op neer dat het, gelet op alle omstandigheden van het geval, duidelijk moet zijn dat de bestuurder:

1. een jegens de vennootschap in acht te nemen, onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende, gedragsnorm heeft geschonden (i.e. ondermaats gedrag);
2. terwijl hij dit had kunnen weten én hij zich anders had kunnen gedragen (i.e. waarvan de bestuurder schuld treft).⁹⁵

93 Dit blijkt bijvoorbeeld ook uit HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5 waarin de Hoge Raad vrij gemakkelijk, zij het in beginsel, een ‘ernstig verwijt’ en daarmee persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder aanneemt. Mijns inziens kan dit worden verklaard doordat het hier niet gaat om in het domein van het gevoerde ondernemingsbeleid liggend bestuurlijk gedrag, maar om schending van een vrij eenduidige statutaire bepaling (die de vennootschap beoogt te beschermen, waarin een relativiteitselement schuilgaat). Dienaangaande komt de bestuurder welbeschouwd geen beleidsvrijheid toe. Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.b.

94 Timmerman (2006 b), 336-337.

95 Kon hij dat niet dan zal van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ geen sprake kunnen zijn. Dit strookt met Memorie van Antwoord (1983-1984), 4, 13 waarin wordt uitgegaan van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ wegens schuldige verwaarlozing van de bestuurstaak. Vgl. o.a. HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma), ro. 3.3-3.5; HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5; en HR 11 juni 1999 (Van Dooren q.q./Hendriks), ro. 3.3-3.4. Zie o.a. A-G Huydecoper in 13 voor HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma). De vereiste (1) gedragsnormschending (2) waarvan de bestuurder schuld treft lijkt op één hoop te worden gegooid in Rb. Utrecht 15 december 2004 (Dulack q.q./Co-Ho Beheer), ro. 4.16. Dit is anders in o.a. Rb. Alkmaar 14 december 1995, ro. 6 waarbij het gaat om persoonlijke aansprakelijkheid van commissarissen. Wellicht kan in een uitzonderlijke situatie worden aangenomen dat in het licht van de omstandigheden van het geval een gedragsnorm toch niet van toepassing is. Handelt de bestuurder niet conform die gedragsnorm dan kan van ondermaats gedrag geen sprake zijn. Zie o.a. Assink/Olden (2005), 10. Ik ga hier verder niet op in.

Dán heeft de bestuurder mijns inziens in algemene zin steken van voldoende gewicht laten vallen om persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap te rechtvaardigen.

De in de context van art. 2:9 BW gehanteerde systematiek is dan niet geheel gelijk aan de in de context van art. 6:162 BW gehanteerde systematiek. De ratio daarvan is dat het bij art. 6:162 BW gaat om een vorm van secundaire aansprakelijkheid, waarbij de vennootschap de schakel tussen de bestuurder en de derde vormt en deze daarom de eerst – en in beginsel enige – aansprakelijke partij is. Slechts voor de *ernstiger* verschijningsvormen van – schuldig – ondermaats gedrag jegens de derde geldt dan dat de bestuurlijke handelwijze persoonlijk onrechtmatig kan worden genoemd en dat de bestuurder uit dien hoofde persoonlijk aansprakelijk kan zijn jegens die derde.⁹⁶ Het gaat dan om het ‘opheffen’ van rechtspersoonlijkheid ten nadele van de bestuurder. Dit speelt in de context van art. 2:9 BW niet nu het daarin gaat om primaire aansprakelijkheid waarvoor – schuldig – ondermaats gedrag volstaat, met dien verstande dat waar gerechtvaardigd de bestuurder beschermd wordt door een bepaald milde toetsingsnorm en – schuldig – gedragsnormoverschrijdend gedrag dan ook een bepaalde ernst zal hebben.⁹⁷

96 Vgl. o.a. Rb. Leeuwarden 21 maart 2007, ro. 4.2 in navolging van HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5-3.6: “De rechtbank stelt voorop dat bij benadeling van een schuldeiser van een vennootschap door het onbetaald en onverhaald blijven van diens vordering, naast de aansprakelijkheid van de vennootschap ook, afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval, grond kan zijn voor aansprakelijkheid van degene die als bestuurder heeft bewerkstelligd of toegelaten dat de vennootschap haar contractuele verplichtingen niet nakomt. In het algemeen mag alleen dan worden aangenomen dat de bestuurder jegens de schuldeiser van de vennootschap onrechtmatig heeft gehandeld waar hem, mede gelet op zijn verplichting tot een behoorlijke taakuitoefening als bedoeld in artikel 2:9 BW, een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt. Als maatstaf geldt in dit geval of het handelen of nalaten als bestuurder van de betrokken vennootschap ten opzichte van de schuldeiser in de gegeven omstandigheden zodanig onzorgvuldig is dat hem daarvan persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt.”

97 Zie o.a. A-G Timmerman in 5.7 voor HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen) met verwijzingen. Het lijkt verdedigbaar om in geval van een bestuurder/werknemer de in art. 7:661 BW vervatte maatstaf van ‘opzet’ en ‘bewuste roekeloosheid’ te reserveren voor gedragingen die welbeschouwd geen enkel functioneel verband houden met de bestuurstaak, waarbij te denken valt aan bijvoorbeeld het aanrijden van een voetganger op weg naar een bestuursvergadering of aan een ongeluk op de werkvloer (bij een bestuurder/niet-werknemer verdeelt art. 6:170 lid 3 BW op dezelfde wijze de draagplicht tussen de vennootschap en de ‘ondergeschikte’). Ervan uitgaande dat dit een zekere mate van disloyaliteit vereist, anders dan persoonlijke aansprakelijkheid in de context van art. 2:9 BW. Er bestaat geen goede grond om ten aanzien van dergelijke gedragingen de bestuurder met een groter persoonlijke aansprakelijkheidsrisico te belasten dan een ‘gewone’ werknemer. Aangenomen kan dan worden dat de vennootschap de functionaris als werknemer aanspreekt. Dit staat niet noodzakelijkerwijs op gespannen voet met HR 10 december 1999 (Moonen/Prickartz q.q.), ro. 3.2. Zie o.a. A-G Timmerman in 2.14 voor HR 2 maart 2007 (Holding Nutsbedrijf Westland/X.); Assink/Olden (2005), 13; en Wezeman (2004) 89-91. Ik wijs ook op A-G Huydecoper in 23-24 voor HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma). Anders Verburg (2005), 28 die zijn standpunt niet echt motiveert.

HOOFDSTUK VII

Schuldig ondermaats gedrag noem ik, in dit verband, samenvattend ‘ernstig verwijtbaar’ gedrag.⁹⁸

Men zou in deze context ook kunnen spreken over een onzorgvuldige gedraging met een zekere mate van ernst waarvan de bestuurder schuld treft.⁹⁹ Dit erkent dat er een ruimte kan zijn waarbinnen in theorie kritische kanttekeningen bij het bestuurlijk gedrag kunnen worden geplaatst en de bestuurder zich in die zin onzorgvuldig heeft gedragen, maar de relevante gedragsnorm per saldo niet geschonden moet worden geacht (en de bestuurder zich per saldo dus niet ondermaats heeft gedragen). Anders gezegd: niet iedere onvolkomenheid of iedere vorm van tekortschieten leidt tot een normschending, die onvolkomenheid of dat tekortschieten moet wel van voldoende gewicht – of: fundamenteel – zijn om tot dat resultaat te kunnen leiden. Dat een en ander op het bestuurlijk gedrag aan te merken valt is daarvoor niet altijd toereikend. Dit zal zich vooral kunnen voordoen wanneer de gedragsnorm en de toetsingsnorm divergeren. Omdat normatieve divergentie zich lang niet altijd voordoet¹⁰⁰ vind ik de zojuist geformuleerde benadering per saldo zuiverder. Ik druk mij in deze studie dan ook langs die lijn uit.

De voor de wettelijke (dis)kwalificatie ‘onbehoorlijke taakvervulling’ vereiste ondermaatse wijze waarop de bestuurder zich gedragen heeft is niet onlosmakelijk verbonden met het voorzienbaar kunnen intreden van schade.¹⁰¹ Het enkele feit dat het bestuurlijk gedrag in schade voor de vennootschap zou kunnen resulteren kán niet maatgevend zijn, omdat het nemen van – (zeer) grote – risico’s in het belang van de vennootschap – die goed maar ook slecht kunnen uitpakken – inherent is aan ondernemen en doorgaans één van de kerntaken is van het bestuur. Evenmin maatgevend is de omstandigheid dat de zakelijke beleidsafweging tot schade voor de vennootschap heeft geleid. Dit vormt veeleer de aanleiding voor de vennootschap om een art. 2:9 BW-procedure te starten.

Het voorgaande neemt logischerwijs niet weg dat het (doel)bewust doen intreden van schade in de regel ‘onbehoorlijke taakvervulling’ oplevert en daarmee persoonlijke aansprakelijkheid vestigt. Een aardige illustratie biedt hetgeen het Gerechtshof ’s-Gravenhage overweegt in zijn *Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper*-arrest¹⁰²: “Op grond van artikel 2:9 BW is de bestuurder van een rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke

98 Dit is een contextgebonden begrip. In de context van art. 2:9 BW krijgt dit begrip mijns inziens een andere – en minder enge – invulling dan in de context van art. 6:162 BW. Hoewel ik dit begrip beter vind passen bij laatstgenoemde context, waarin het gaat om secundaire aansprakelijkheid, geef ik het een – zij het niet-centrale – plaats in de door mij bepleite systematiek omdat de Hoge Raad er in de context van art. 2:9 BW vrij consequent naar verwijst. Schuldig ondermaats gedrag dekt de lading echter beter.

99 Zie o.a. Assink/Olden (2005), 11.

100 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.

101 Vgl. o.a. HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5. Het in beginsel ‘ernstig verwijtbare’ gedrag van de bestuurder schuilt in de schending van een statutaire bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen. Over eventuele schadelijke gevolgen daarvan rept de Hoge Raad met geen woord. Zie o.a. A-G Spier in 3.39 voor HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek). Mogelijk anders o.a. Orsel (2005), 2135 en Borrius (2004), 8-9.

102 Gh. ’s-Gravenhage 26 september 2006 (Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper), ro. 11.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

vervulling van de hem opgedragen taak. Kruiper is in de vervulling van zijn taak als directeur van Recourt toerekenbaar tekort geschoten door het belang van Recourt op ontoelaatbare wijze achter te stellen bij zijn privé-belang. Door te eigen behoefte personeelsleden van de vennootschap te benaderen om met hem mee te gaan naar zijn eigen make-laarskantoor op korte afstand van dat van Recourt, zonder gelijktijdig maatregelen te treffen om een voor de vennootschap onverwacht vertrek van nagenoeg het gehele personeel (...) op te vangen, heeft hij bewust de continuïteit van de onderneming in gevaar gebracht. Van dit onbehoorlijk bestuur treft Kruiper een ernstig verwijt. Daarbij wordt in aanmerking genomen dat Kruiper de aandeelhoudster van Recourt niet al vóór eind mei 2000 in kennis heeft gesteld van de tevoren ontwikkelde plannen van hemzelf en de personeelsleden.”¹⁰³

Schuldig ondermaats – want normschendend – bestuurlijk gedrag dat in een art. 2:9 BW-procedure kan worden vertaald als ‘onbehoorlijke taakvervulling’ (of, zoals ik het conceptualiseer: als ‘ernstig verwijtbaar’ gedrag in deze context) kan mijns inziens in een enquêteprocedure niet altijd worden vertaald als ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW van de vennootschap. In mijn optiek is een enkele schuldige gedragsnormschending daarvoor op zichzelf onvoldoende, niet iedere vorm van ‘ernstig verwijtbaar’ bestuurlijk gedrag in deze context dient in een enquêteprocedure tot ‘wanbeleid’ van de vennootschap te leiden.¹⁰⁴ Dit is een wezenlijk andere toets. ‘Wanbeleid’ vereist naast een – schuldige – gedragsnormschending bijkomende, verzwarende omstandigheden. Pas als die aanwezig zijn is sprake van dusdanig ernstig tekortschietend beleid dat dit in enquêterechtelijke zin als ‘wanbeleid’ kan (dis)kwalificeren. Nog even terug naar het *Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper*-arrest van het Gerechtshof 's-Gravenhage. Het daaraan ten grondslag liggende feitencomplex, waarbij volgens het gerechtshof in de kern sprake is van een situatie waarin de niet-neutrale bestuurder “bewust de continuïteit van de onderneming in gevaar [heeft] gebracht”, zou mijns inziens in een enquêteprocedure heel wel binnen de grenzen van ‘wanbeleid’ kunnen vallen.

Stelt de rechter direct vast dat de bestuurder de loyaliteitsplicht heeft geschonden, dan kan toetsing aan de relevante gedragsnorm in het kader van de zorgvuldigheidsplicht in de regel achterwege blijven omdat dan reeds sprake is van schuldig ondermaats gedrag en daarmee van ‘onbehoorlijke taakvervulling’, ongeacht of het bestuurlijk gedrag op zichzelf de objectieve toets der kritiek binnen de zorgvuldigheidsplicht kan doorstaan.¹⁰⁵ Dit zal zich niet vaak voordoen omdat bewijsstukken waarop dergelijke rechtstreekse aanwijzingen kunnen worden gegrond doorgaans zullen ontbreken, zodat schending van de loyaliteitsplicht in de regel

103 Vgl. o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2.

104 Indien de Hoge Raad in HR 18 april 2003 (RNA), ro. 3.26 deze ‘één-op-één’ koers wel vaart (“(...) in het oordeel van de Ondernemingskamer [ligt] besloten dat de door haar afgekeurde handelwijze van RNA ernstig verwijtbaar is en daarom de kwalificatie wanbeleid verdient”) onderschrijf ik die koers dus niet. Zo vestigt de enkele schending van een statutaire bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen in beginsel wel persoonlijke aansprakelijkheid ex art. 2:9 BW, getuige HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5, maar dit rechtvaardigt mijns inziens in een enquêteprocedure nog niet de zware (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Zie o.a. Timmerman (2003 c), 557. Zie hoofdstuk 6 – nummer 36.

105 Dit is anders in de door mij bepleite systematiek binnen het enquêterecht. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.g.

HOOFDSTUK VII

zal moeten worden vastgesteld via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht.

De marge van beleidsvrijheid die de bestuurder toekomt binnen de zorgvuldigheidsplicht dient mijns inziens vooral terug te keren in de eerste component van de hiervoor gemaakte tweeslag: inhoud en strekking van de voorliggende gedragsnorm en de verhouding tussen deze bestuurlijke gedragsnorm en de daarop van toepassing zijnde rechterlijke toetsingsnorm, in het licht van de omstandigheden van het geval. Dáárin schuilt, gelet op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, naar mijn idee vooral de pijn bij objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, niet zozeer in de (vervolg)vraag of de bestuurder van eenmaal vastgesteld ondermaats gedrag ook schuld treft.¹⁰⁶ De algemene ondergrens van de tweede component kan dan gewone schuld zijn en niet, analoog aan bijvoorbeeld het *Amev Schadeverzekering/Meyerink*-arrest¹⁰⁷ van de Hoge Raad, per definitie ‘merkelijke schuld’ of een nog zwaardere gradatie van subjectieve laaikbaarheid.¹⁰⁸ Iets anders is, bijvoorbeeld, dat wanneer een *prima facie* loyale en neutrale bestuurder een vanuit het belang van de vennootschap bezien inhoudelijk irrationele zakelijke beleidsafweging maakt – waarvan hem doorgaans schuld treft – vaak als vanzelf niet meer sprake zal zijn van gewone schuld, juist vanwege de zonneklare schending van de zorgvuldigheidsplicht. Lang niet iedere toetsingsnorm brengt echter een dergelijke hoge mate van beleidsvrijheid mee. Illustratief is het geval waarin de bestuurder met een substantieel tegenstrijdig belang de zakelijke beleidsafweging maakt en neutraliserende goedkeuring ontbreekt. Dan:

- dient de bestuurder zich in voorbereidend én inhoudelijk opzicht billijk te gedragen jegens de vennootschap¹⁰⁹;
- dient de rechter in beginsel evenredig streng te toetsen, eventuele toepassing van de redelijkheidstoets daargelaten;
- en komt twijfel voor rekening van de bestuurder;

wat meebrengt dat een aanzienlijk minder zonneklare schending van de zorgvuldigheidsplicht tot ondermaats gedrag kan leiden.¹¹⁰ Omdat de normschending –

106 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3. Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. Rb. Leeuwarden 21 maart 2007, ro. 4.2 en HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5. Onder anderen A-G Timmerman in 2.11 voor HR 2 maart 2007 (Holding Nutsbedrijf Westland/X.) en Wezeman (2004), 86 lijken de nadruk anders – want op de mate van schuld – te leggen.

107 HR 4 april 2003 (Amev Schadeverzekering/Meyerink), ro. 3.5.

108 Die schuld is aanwezig of niet in geval van een gedragsnormschending, een tussenweg is er in dit geval niet. Iets anders is natuurlijk dat de aanwezige schuld vervolgens gradaties kan kennen en in die zin meer of minder ernstig kan zijn, maar daarom gaat het hier – anders dan Orsel (2005), 2135 kennelijk meent – mijns inziens niet. Zie de ‘schuldadder’ in Franssen van de Putte (2004), 498-499.

109 Dus: de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap op deugdelijke wijze uit te sluiten en het belang van de vennootschap onverkort te laten prevaleren boven het vennootschapsvreemde belang.

110 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.e. Zie o.a. Van Dam (2000), 191: “Bij het wisselen van het decor veranderen de regels.”

of: de ‘fout’ – er dan minder dik bovenop kan liggen, in die zin dat minder ernstige vormen van bijvoorbeeld nalatigheid dan tot een normschending kunnen leiden, zal van meer dan gewone schuld niet altijd sprake zijn. De aan te leggen toetsingsnorm is van invloed op de mate van schuld die de bestuurder doorgaans zal treffen bij toerekenbare schending van de gedragsnorm. Dit hangt met elkaar samen.¹¹¹ Kort en goed: de zwaarte van de subjectieve laakbaarheid kan per geval fluctueren, maar een algemeen verhoogde ondergrens voor de vereiste schuld bestaat in de door mij bepleite systematiek niet.

Ik zou menen dat de door mij in het kader van het enquêterecht bepleite werkmethode in aangepaste vorm ook van waarde kan zijn in de context van interne bestuurdersaansprakelijkheid, waar het gaat om rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met een zakelijke beleidsafweging. In wezen verschilt niet zozeer het onderwerp van toetsing als wel de inrichting van de procedure en de daarbij te hanteren begrippen, terwijl – anders dan in de enquêteprocedure – in de persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure uiteindelijk wél het gedrag van de individuele bestuurder(s) ter discussie staat tegen de achtergrond van persoonlijke aansprakelijkheid voor de door de vennootschap geleden schade. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag gaat hier onverminderd op.

Dat het Nederlandse vennootschapsrecht – nog – geen afgeleide actie kent en art. 2:9 BW-procedures mede daarom relatief schaars zijn doet daaraan niet af, al was het maar omdat de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag onverminderd opgaat als de vennootschap de art. 2:9 BW-procedure zelf start en geen goede reden bestaat om de door mij bepleite werkmethode te reserveren voor de enquêteprocedure.¹¹² Naarmate de wettelijke regulering van bestuurlijk gedrag meer via de band van – dreiging van – persoonlijke aansprakelijkheid wordt gespeeld, neemt het belang van introductie van een afgeleide actie in het Nederlandse vennootschapsrecht toe: het ligt dan in de rede het

111 Vgl. o.a. HR 4 april 2003 (Amev Schadeverzekering/Meyerink), ro. 3.5: “Aan art. 294 K ligt de gedachte ten grondslag dat de verzekeraar bij de beoordeling van het risico dat hij krachtens de te sluiten overeenkomst zal gaan lopen, ervan mag uitgaan dat de verzekerde niet zozeer tekortschiet in zorg ter voorkoming van schade dat er sprake is van merkelijke schuld (HR 19 juni 1992, nr. 7941, NJ 1993, 555). Met het begrip merkelijke schuld in art. 294 K wordt een ernstige mate van schuld aangeduid. Bij lichtere graden van schuld blijft de verplichting tot uitkering van de (brand)verzekeraar in stand, omdat minder ernstige vormen van nalatigheid en onvoorzichtigheid nu juist zijn te rekenen tot de gevaren waartegen de verzekering dekking biedt. Bij de beantwoording van de vraag welke mate van zorg de verzekeraar van de verzekerde mag verwachten, kan als uitgangspunt gelden dat van de verzekerde mag worden verwacht, dat hij zich onthoudt van gedragingen waarvan hij weet of behoort te weten dat een aanmerkelijke kans bestaat dat deze tot schade zullen leiden. Van merkelijke schuld in de zin van art. 294 K is derhalve ook sprake, indien het gaat om een gedraging die, al is de verzekerde zich daarvan niet bewust, naar objectieve maatstaven een zodanig aanmerkelijke kans op schade met zich brengt dat de betrokken verzekerde zich van dat gevaar bewust had behoren te zijn en door zich van die gedraging niet te onthouden in ernstige mate tekort schiet in zorg ter voorkoming van schade.”

112 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

HOOFDSTUK VII

Nederlandse vennootschapsrecht met deze faciliteit uit te rusten en aandeelhouders van de vennootschap de – geclausuleerde – mogelijkheid te bieden, ten behoeve van de vennootschap, het bestuurlijk gedrag ter toetsing aan de rechter voor te leggen in een art. 2:9 BW-procedure.¹¹³

Wat nu wanneer de art. 2:9 BW-procedure is voorafgegaan door een enquêteprocedure? Vaak heeft de Ondernemingskamer de neiging bevindingen van de onderzoeker in beginsel voor waar aan te nemen, terwijl die onderzoeker bij de vergaring van de feiten een grote vrijheid kent en de wijze waarop de onderzoeker zich van zijn taak dient te kwijten bepaald niet uitgekristalliseerd is.¹¹⁴ De bewijsrechtelijke gevolgen van mogelijke enquête-rechtelijke (dis)kwalificaties in een art. 2:9 BW-procedure zou ik willen mitigeren door deze tot nul te reduceren. De door de Ondernemingskamer in de enquêteprocedure vastgestelde feiten staan – ook – in de art. 2:9 BW-procedure dan niet op voorhand vast, zelfs niet behoudens tegenbewijs, terwijl van een vermoeden van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ evenmin sprake kan zijn.¹¹⁵ De rechter in de art. 2:9 BW-procedure dient mijns inziens van meet af aan – onder meer – zelfstandig te bepalen welke feiten vaststaan, welke gedragsnormen onderwerp van discussie zijn en of in het licht van alle omstandigheden van het geval al dan niet sprake is van schuldige schending door de bestuurder van één of meer van die gedragsnormen (en dus van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:9 BW).¹¹⁶ De rechter dient bij eenmaal vastgesteld schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag voorts, voor zover relevant, autonoom te beoordelen of sprake is van causaal verband tussen de ‘onbehoorlijke taakvervulling’ en door de vennootschap geleden schade, de omvang van de schade, de toerekenbaarheid daarvan aan de bestuurder en de aan- of afwezigheid van een grond voor matiging.¹¹⁷ De betrokken bestuurder begint dan in zoverre met een schone lei. Wanneer het aan de rechter voorgelegde feitencomplex totaal niet verschilt van het feitencomplex waarop de Ondernemingskamer haar oordeel heeft gebaseerd ligt het niet heel erg voor de

113 Kroeze (2005), 18 is eveneens een voorstander van invoering van een Nederlandse variant van de *business judgment rule* in de context van art. 2:9 BW, maar bepleit – in ieder geval in deze context – een andere uitwerking daarvan. Zie ook Kroeze (2004), 375-376. Grapperhaus (2005), 17-18 onderschrijft de door mij bepleite werkmethode en de daarbinnen gehanteerde rationaliteitstoets niet. Het zal geen verbazing wekken dat de door Grapperhaus daartoe aangevoerde argumenten mijns inziens geen hout snijden (waarbij ik aanteken dat Grapperhaus mijn betoog in Assink (2005 b), 409, waarop hij reageert, niet correct weergeeft).

114 Vgl. o.a. Ok. 18 maart 1976 (Sekisui). Zie o.a. A-G Timmerman in 3.16 voor HR 8 april 2005 (Laurus).

115 Uit HR 18 november 2005 (Unilever), ro. 4.4.1 en HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8 volgt dat de Hoge Raad over dit laatste punt anders denkt. Vgl. in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 13 oktober 2006 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or), ro. 8.3.9-8.3.10.

116 Vgl. o.a. Gh. ‘s-Gravenhage 6 april 1999 (Verto/Drenth), ro. 5-7. Vgl. in het enquêterecht o.a. HR 4 juni 1997 (Text Lite Holding), ro. 4.1.3 en Ok. 7 december 1989 (VBB), ro. 4.13.5.

117 Vgl. o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispens q.q./Coebergh) en Rb. Amsterdam 28 augustus 1996 (Grapperhaus q.q./Van Rossum), ro. 25.1-25.2. Zie o.a. A-G Spier in 3.39 voor HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek). De door mij bepleite werkmethode blijft ook relevant in een art. 2:9 BW-procedure wanneer daaraan een enquêteprocedure is voorafgegaan en de Ondernemingskamer daarin de in hoofdstuk 6 – nummer 38.g uiteengezette werkmethode heeft toegepast, juist omdat de rechter in een art. 2:9 BW-procedure de persoonlijke aansprakelijkheidsvraag autonoom dient te beantwoorden en daarbij mede acht dient te slaan op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

hand dat de rechter ten aanzien van bijvoorbeeld de – schuldige – gedragsnormschending tot een andere uitkomst komt dan de Ondernemingskamer, maar ondenkbaar is dat niet. Ook rechters kunnen met elkaar van mening verschillen en de nuances anders leggen.

In dit verband lijken vooral van belang de gedragsnormen die meebrengen dat de bestuurder:

- op subjectief *bona fide* wijze invulling dient te geven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap (i.e. de loyaliteitsplicht)¹¹⁸;
- iedere zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te maken (i.e. de zorgvuldigheidsplicht)¹¹⁹;
- en telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken, waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat (i.e. de zorgvuldigheidsplicht).¹²⁰

De rechter dient zich, alvorens over te gaan tot objectieve toetsing van het bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, af te vragen hoe terughoudend die toetsing dient plaats te vinden. Daarbij vervullen de aan- of afwezigheid van *prima facie* loyaliteit, een substantieel tegenstrijdig belang en neutraliserende goedkeuring een scharnierfunctie. Dit zijn door de rechter te beantwoorden vragen die voorafgaan aan de daadwerkelijke toetsing in het kader van de op het bestuur rustende zorgvuldigheidsplicht, net zoals dat voor de Ondernemingskamer geldt in de enquêteprocedure.¹²¹

Uitgangspunt is dan dat bij een kort gezegd *prima facie* loyale en neutrale bestuurder, althans een niet-neutrale bestuurder waarbij sprake is van neutraliserende goedkeuring, van een – schuldige – gedragsnormschending en daarmee strijd met de zorgvuldigheidsplicht pas sprake kan zijn, als de bestuurder in het

118 Vgl. o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2-4.8.

119 Vgl. o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispen q.q./Coebergh), ro. 3.9.a-3.9.b, 3.10.a e.v. Ik wijs ook op o.a. Rb. Amsterdam 28 augustus 1996 (Grapperhaus q.q./Van Rossum), ro. 25.1-25.2.

120 Vgl. o.a. Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispen q.q./Coebergh), ro. 3.4, 3.9.b.XI, 3.10.a e.v. en Rb. 's-Gravenhage 4 maart 1998 (Luijks q.q./Sikma), ro. 4.3-4.5. Vgl. wat betreft de niet-neutrale bestuurder o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt), ro. 4.6.2-4.8, waarbij ook speelt dat onvoldoende transparantie is betracht binnen de vennootschap en in strijd is gehandeld met de statuten, en Gh. 's-Gravenhage 7 oktober 1997 (Vogel/Van Berkum q.q.), ro. 2.1-2.15-6.3, 6.5-6.6 waarbij ik aantekenen dat het gerechtshof de beoordeling van het bestuurlijk gedrag niet specifiek in deze sleutel lijkt te plaatsen. In Rb. Rotterdam 17 juni 1999 (Gispen q.q./Coebergh) ro. 3.4, 3.9.a. e.v. hanteert de rechtbank deels een voor het bestuur strenge – tegen de door mij bepleite billijkheidstoets aanschuurende – toetsingsnorm, reeds omdat bij de betreffende transactie een aandeelhouder van de vennootschap tevens indirect 50% aandeelhouder is in de wederpartij bij de transactie. Hier is niet noodzakelijkerwijs sprake van een substantieel tegenstrijdig belang dat het bestuur raakt. Dat dient de rechter te onderzoeken alvorens eventueel een voor het bestuur strenge(re) toetsingsnorm te hanteren in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Ik wijs ook op o.a. Gh. Arnhem 2 december 1997 (Groenewegen/Stichting Volwassenen Educatie Flevo Leert), ro. 5.2, 5.8-5.14.

121 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.g. Individuele disculpatieverweren (vgl. de tweede volzin van art. 2:9 BW) laat ik verder buiten beschouwing.

HOOFDSTUK VII

licht van alle omstandigheden van het geval bij het maken van de zakelijke beleidsafweging niet op rationele wijze heeft kunnen menen op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze in het belang van de vennootschap te handelen. Daarbij dient door de rechter een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd. Dit uitgangspunt, dat hierna terugkomt in stap (2) van de geschematiseerde werkmethode, is de Nederlandse *business judgment rule*. Onder stap (2) van het schema is de *bovengrens* van objectieve rechterlijke toetsing de rationaliteitstoets. Strenger voor de bestuurder mag de rechter dan niet toetsen. Is sprake van een niet-neutrale bestuurder en ontbreekt neutraliserende goedkeuring, dan is niet de Nederlandse *business judgment rule* van toepassing maar stap (3) van het schema. Onder stap (3) van het schema is de *ondergrens* van objectieve rechterlijke toetsing de redelijkheidstoets, maar dient de rechter in beginsel de voor de bestuurder nog strengere billijkheidstoets te hanteren. Milder voor de bestuurder mag de rechter dan niet toetsen. Dit is een wezenlijk onderscheid.

(1) De loyaliteitsplicht

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging *prima facie* blijkt van een loyale bestuurder, los van een objectieve toetsing binnen de zorgvuldigheidsplicht, dan dient hij de blik te wenden naar stap (2) bij een neutrale bestuurder, althans bij een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, en naar stap (3) bij een niet-neutrale bestuurder en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring.

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging rechtstreeks¹²² – alle omstandigheden van het geval indachtig – blijkt van niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag, dan is de loyaliteitsplicht geschonden en is de schuld van de bestuurder gegeven.¹²³ Teneinde de juridische en de feitelijke werkelijkheid niet te ver op te rekken dient de rechter hiertoe niet op lichte gronden over te gaan. Twijfel bij de rechter komt niet voor rekening van de bestuurder. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

Schending van de loyaliteitsplicht zal vaak samenvallen met schending van de zorgvuldigheidsplicht, maar dat hoeft niet. Dit dient de rechter, indien nodig, apart vast te stellen aan de hand van stap (2) of stap (3). Het ligt niet voor de hand dat de rechter nog tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht dient over te gaan als vaststaat dat de loyaliteitsplicht is geschonden.¹²⁴ Volledigheidshalve neem ik dit wel op in de werkmethode.¹²⁵

122 Dus niet via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht, in welk geval het ontbreken van subjectieve *bona fides* op indirecte wijze wordt vastgesteld. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

123 In mijn optiek is daarmee ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven.

124 Zie de vorige noot.

125 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

(2) *De zorgvuldigheidsplicht bij een neutrale bestuurder, althans bij een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring*

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een neutrale bestuurder, althans van een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm.

De in de redelijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag pas geschonden worden geacht als de rechter – alle omstandigheden van het geval indachtig – duidelijk blijkt van irrationeel bestuurlijk gedrag. Twijfel bij de rechter komt niet voor rekening van de bestuurder. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schuld, schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

De rationaliteitstoets is in deze context de enige objectieve toets die de rechter dient aan te leggen. Disloyaal bestuurlijk gedrag *kán* uit – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De rechter zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de rationaliteitstoets de conclusie gerechtvaardigd is dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.¹²⁶

Komt de rechter onder stappen (1) en (2) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht is geschonden en dat sprake is van een neutrale bestuurder, althans van een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, dan vindt geen normatieve divergentie plaats. De rechter dient dan de redelijkheidstoets te hanteren, zo hij nog overgaat tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit zal zich niet snel voordoen.¹²⁷

(3) *De zorgvuldigheidsplicht bij een niet-neutrale bestuurder en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring*

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een niet-neutrale bestuurder en van het ontbreken van neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in beginsel niet.

126 Het ligt bijzondere omstandigheden daargelaten niet in de rede dat dit nodig is, omdat in mijn optiek met – alle omstandigheden van het geval indachtig – schuldige schending van de zorgvuldigheidsplicht ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven is. Schending van de loyaliteitsplicht is daarvoor niet vereist, maar dit kan zich daarbij natuurlijk wel voordoen.

127 Dit zal zich niet snel voordoen omdat bewijsstukken waarop dergelijke rechtstreekse aanwijzingen kunnen worden gegrond doorgaans zullen ontbreken, zodat schending van de loyaliteitsplicht in de regel zal moeten worden vastgesteld via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b. Daarbij komt dat als reeds vaststaat dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – de loyaliteitsplicht geschonden is, in mijn optiek ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven is. Bijzondere omstandigheden daargelaten bestaat er dan geen reden meer om een zorgvuldigheidstoetsing uit te voeren.

HOOFDSTUK VII

De in de billijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag geschonden worden geacht als de rechter er – alle omstandigheden van het geval indachtig – niet geheel van overtuigd is dat de *earmarks* van billijk gedrag aanwezig zijn. Twijfel bij de rechter komt voor rekening van de bestuurder. Indien en voor zover de bestuurder enige manoeuvreerruimte moet worden gelaten ligt een redelijkheidstoets meer in de rede. In zoverre kan sprake zijn van normatieve divergentie. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schuld, schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

Disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit – schuldig – onbillijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De rechter zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets de conclusie gerechtvaardigd is dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.¹²⁸

Komt de rechter onder stappen (1) en (3) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht is geschonden en dat sprake is van zowel een niet-neutrale bestuurder als het ontbreken van neutraliserende goedkeuring dan dient hij de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets te hanteren, zo hij nog overgaat tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit zal zich niet snel voordoen.¹²⁹

42.c. *Verdeling van de stel- en bewijsplicht*

Ik maak een zijstap naar de verdeling van de stel- en bewijsplicht. Anders dan in de enquêteprocedure ageert in een art. 2:9 BW-procedure de vennootschap zelf rechtstreeks tegen één of meer van haar – gewezen – bestuurders. In een art. 2:9 BW-procedure is het, gelet op art. 150 Rv., in beginsel aan de vennootschap om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat een bestuurder zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld als gevolg van schuldige schending van één of meer gedragsnormen.¹³⁰ Door de bestuurder aangevoerde verzachtende omstandigheden dient de rechter daarbij vanzelfsprekend in zijn oordeel te betrekken.¹³¹

Omdat de vennootschap in een art. 2:9 BW-procedure in de regel niet in een soortgelijke informatieachterstand verkeert als een verzoeker in de eerste fase van de enquêteprocedure, ben ik hier minder snel geneigd van de in rechte betrokken bestuurder te verlangen dat deze vrij ruimhartig feitelijke gegevens verstrekt ter motivering van zijn betwisting van de stellingen van de vennootschap, teneinde de vennootschap aanknopingspunten voor eventuele bewijslevering te verschaf-

128 Ik verwijs naar hetgeen ik dienaangaande heb opgemerkt onder stap (2).

129 Ik verwijs naar hetgeen ik dienaangaande heb opgemerkt onder stap (2).

130 Zie o.a. A-G Timmerman in 2.11 voor HR 2 maart 2007 (Holding Nutsbedrijf Westland/X.) en Huizink (2005), 22-30.

131 Vgl. o.a. HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), ro. 3.4.5 en HR 11 juni 1999 (Van Dooren q.q./Hendriks), ro. 3.3-3.4.

fen.¹³² Daarvoor zou wel aanleiding kunnen bestaan wanneer de bestuurder niet reeds eerder is overgegaan tot het verschaffen van dergelijke inzichten en hij omtrent zijn door de vennootschap gewraakte gedragingen destijds niets, althans weinig, heeft vastgelegd in bijvoorbeeld memoranda, periodieke verslagen of notulen van bestuursvergaderingen¹³³ waardoor de vennootschap daarin geen afdoende inzicht heeft.¹³⁴ Dit om een onevenredig zware stel- en bewijsplicht voor de vennootschap tegen te gaan, bijvoorbeeld wanneer een minder eenduidige kwestie onderwerp van discussie vormt zoals de vraag of de bestuurder de aangevallen zakelijke beleidsafweging wel op een voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze heeft gemaakt. In een dergelijk geval komt een verzwaarde stel-/motiveringsplicht voor de bestuurder redelijk en billijk voor om zo zijn betwisting beter ‘controleerbaar’ te maken. Het ligt dan op de weg van de vennootschap hiervan bij dagvaarding gemotiveerd gewag te maken.

Ik kan mij voorstellen dat in bepaalde gevallen en bij wijze van uitzondering voldoende aanleiding bestaat de stel- en bewijsplicht geheel naar de bestuurder te verplaatsen. Daarbij denk ik met name aan de context van het risico op belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap.

Zo ligt het mijns inziens in de rede dat zodra vaststaat dat van een substantieel tegenstrijdig belang sprake is, waarbij de stel- en bewijsplicht rust op de vennootschap, en de vennootschap vervolgens gemotiveerd stelt dat de niet-neutrale bestuurder zich op schuldige wijze niet billijk gedragen heeft jegens de vennootschap, het indien relevant aan de bestuurder is om te stellen en eventueel te bewijzen dat neutraliserende goedkeuring heeft plaatsgevonden waardoor niet de billijkheidstoets maar in beginsel slechts de rationaliteitstoets dient te worden gehanteerd. Slaagt de bestuurder hierin dan rust de stel- en bewijsplicht ten aanzien van de schuldige irrationaliteit van het bestuurlijk gedrag omtrent de gemaakte zakelijke beleidsafweging zoals gebruikelijk op de vennootschap, afgezien van een eventueel op de bestuurder rustende verzwaarde stel-/motiveringsplicht. Hetzelfde geldt voor de overige vereisten voor persoonlijke aansprakelijkheid. Slaagt de bestuurder hier niet in, dan vind ik het verdedigbaar om in beginsel op de bestuurder de stel- én bewijsplicht te laten rusten dat hij zich ondanks het substantieel tegenstrijdig belang op billijke wijze jegens de vennootschap heeft gedragen. Dit past ook bij de preventieve werking die uitgaat van de voor dergelijke gevallen geldende voor de bestuurder strenge objectieve rechterlijke

132 Hier is het uitgangspunt tegengesteld aan dat in de enquêteprocedure. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.g. Minder genuanceerd is De Wulf (2002), 475, 575-577.

133 Dit vormt tegelijkertijd een *incentive* voor de bestuurder zijn handelen afdoende te documenteren.

134 In HR 28 juni 1996 (Pasma q.q./Brijder), ro. 3.5 lijkt de Hoge Raad deze voorwaarde niet te stellen in de context van art. 2:138/248 BW. Mij lijkt deze voorwaarde nuttig, omdat pas bij – zoals Maeijer het in zijn noot sub 3 bij voornoemd arrest verwoordt – “verstoring van het processuele evenwicht” aan een dergelijke correctie behoefte bestaat. Van een dergelijke verstoring lijkt mij geen sprake als de vennootschap op basis van reeds voorhanden documentatie voldoende inzicht heeft in de gang van zaken destijds.

HOOFDSTUK VII

toets.¹³⁵ Onhaalbaar is deze drempel zeker niet, maar de lat ligt dan voor de bestuurder wel een heel stuk hoger. Dat wist hij evenwel op voorhand, althans dat had hij kunnen weten. Slaagt de bestuurder er niet in om aan te tonen dat hij zich billijk jegens de vennootschap heeft gedragen, dan ligt het op zijn weg om aan te tonen dat vanwege het ontbreken van schuld, schade, causaliteit en/of toerekenbaarheid geen, althans een beperkte, verplichting tot schadevergoeding is ontstaan, althans dat een grond voor matiging bestaat.

Dient volgens de rechter toch op de vennootschap de plicht te rusten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de niet-neutrale bestuurder persoonlijk aansprakelijk is jegens de vennootschap, dan behoort de rechter te preciseren welke bijzondere omstandigheden van het geval dat rechtvaardigen.¹³⁶

42.d. Slotakkoord: de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW

Ten slotte besteed ik aandacht aan de (dis)kwalificatie ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:138/248 lid 1 BW.¹³⁷ Daarbij valt onderscheid te maken in enerzijds de situatie dat de crediteuren van de vennootschap worden gedupeerd doordat de vennootschap zelf wordt benadeeld als gevolg van jegens haar schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag, waarbij met name valt te denken aan door de bestuurder gevoerd ondernemingsbeleid dat – zeer – slecht uitpakt, anderzijds de situatie dat de crediteuren van de vennootschap worden gedupeerd terwijl de vennootschap ten koste van de crediteuren juist wordt bevoordeeld.¹³⁸ Eerstgenoemde situatie – waarin crediteuren via de band van de benadeelde vennootschap worden geraakt – lijkt de wetsgeschiedenis van art. 2:138/248 BW sterk te hebben gekleurd¹³⁹, maar door de Hoge Raad is in zijn *Gilhuis q.q./Hamelinck-arrest*¹⁴⁰ *en passant* bevestigd dat “een duidelijke bedoeling (van de bestuurder,

135 Zie o.a. Assink/Olden (2005), 12. Dit proef ik ook bij wat A-G Spier opmerkt in 3.37 voor HR 29 november 2002 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek).

136 Vgl. voor een variant van deze benadering in de context van art. 6:162 BW o.a. HR 20 november 1998 (Simon Møkster Shipping/Wijsmuller Groep Holding), ro. 3.3.2-3.3.3, 3.3.5; HR 10 juni 1994 (Romme/Bakker), ro. 3.6.2; en HR 3 april 1992 (Van Waning/Van der Vliet), ro. 3.3.

137 Ik behandel art. 2:138/248 BW – en het daarmee *qua* opzet corresponderende art. 36 Iw. 1990 – niet *in extenso*. In HR 14 oktober 2005 (Ontvanger/Van Burgeler), ro. 4.2.4, gewezen in de context van art. 36 Iw. 1990, wordt verwezen naar “de norm dat de bestuurder zich van kennelijk onbehoorlijk bestuur dient te onthouden” welke norm “niet specifiek strekt tot het voorkomen van het gevaar van het niet betalen van belastingschulden.” Zou de Hoge Raad in lijn hiermee bijvoorbeeld ook onderscheiden de ‘normen’ dat de bestuurder zich van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ (ex art. 2:9 BW) dient te onthouden en dat het bestuur zich van ‘wanbeleid’ (ex art. 2:355 lid 1 BW) dient te onthouden? Dit lijkt mij niet een heel zinvolle benadering.

138 Het gaat daarbij telkens om de gezamenlijke crediteuren van de vennootschap.

139 Zie o.a. Memorie van Toelichting (1980-1981) 4.

140 HR 8 juni 2001 (Gilhuis q.q./Hamelinck), ro. 3.8: “Uit rov. 3.5, gelezen in samenhang met de rov. 3.1 en 3.4, blijkt dat het Hof duidelijk gebleken opzet om crediteuren te benadelen en een even duidelijke bedoeling om de eigen vennootschap ten koste van de crediteuren te bevoor-

→

BFA) om de eigen vennootschap ten koste van de crediteuren te bevoordelen” kan worden aangemerkt als één van de concrete omstandigheden waaruit kan volgen dat sprake is geweest van een ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’.¹⁴¹ Gelet op de nadruk die in deze studie ligt op de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van gevoerd ondernemingsbeleid en het belang van de vennootschap, beperk ik mij tot eerstgenoemde situatie.

‘Kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ als bedoeld in art. 2:138/248 lid 1 BW is niet uitwisselbaar met ‘onbehoorlijke taakvervulling’ als bedoeld in art. 2:9 BW. Niet ieder geval van schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag in de zin van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ kan worden herleid tot onverantwoordelijk handelen met de geobjectiverde of zelfs daadwerkelijke wetenschap dat de schuldeisers van de vennootschap daarvan de dupe zouden kunnen worden.¹⁴² Dát is wat in wezen wordt bedoeld met de (dis)kwalificatie ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’. Dit volgt mijns inziens uit de ratio van art. 2:138/248 BW als uiteengezet in de wetsgeschiedenis van deze bepaling.

Daarin wordt aangehaakt bij de voorloper van art. 2:9 BW (art. 2:8 oud BW)¹⁴³ maar ook het volgende overwogen: “Bij onbehoorlijk bestuur gaat het om gedragingen die als schuldlige verwaarlozing van de bestuurstaak kunnen worden aangemerkt, (...) en is niet bedoeld de bestuurders een verwijt te maken van fouten, misrekeningen of achteraf beschouwd onjuiste beoordelingen van feiten en omstandigheden die voor het bepalen van het bestuursbeleid van belang zijn. Voor onbehoorlijke taakvervulling (als bedoeld in art. 2:138/248, BFA) is méér nodig, in het bijzonder dat onverantwoordelijk is gehandeld met de wetenschap – objectief te bepalen – dat de schuldeisers daarvan de dupe zouden kunnen worden. Een zodanige taakvervulling is gelijk te stellen met misbruik. (...) Evenwel is er aanleiding om door toevoeging van het woord ‘kennelijk’ volstrekt duidelijk te maken dat het onbehoorlijke karakter van het handelen of nalaten van het bestuur buiten kijf moet staan en dat er in geval van twijfel (de ‘grijze zone’) geen aansprakelijkheid ontstaat.”¹⁴⁴

Zo zal, wanneer de vennootschap een bedrag van € 10 miljoen aan eigen vermogen en € 2 miljoen aan liquide middelen heeft en een crediteurenpost van slechts € 1 miljoen kent, schuldlige schending van de gedragsnorm die meebrengt dat de bestuurder telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat en waardoor de vennootschap schade kan lijden ten belope van maximaal € 1 miljoen, op zichzelf wél kwalificeren als ‘onbehoorlijke taakvervulling’ maar zonder bijkomende omstandigheden niet als ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’. Juist omdat

delen, niet heeft aangemerkt als vereisten waaraan voldaan moet zijn om te kunnen oordelen dat sprake is geweest van kennelijk onbehoorlijk bestuur, maar slechts heeft aangemerkt als één van de concrete omstandigheden waaruit kan volgen dat sprake is geweest van kennelijk onbehoorlijk bestuur. Zulks getuigt niet van een onjuiste rechtsopvatting.”

141 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 4.

142 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 4, 13. Vgl. o.a. Gh. ’s-Gravenhage 7 oktober 1997 (Vogel/Van Berkum q.q.), ro. 6.3-6.4.

143 Zie o.a. A-G Huydecoper in 10 voor HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma).

144 Zie o.a. A-G Huydecoper in 22 voor HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma).

HOOFDSTUK VII

de schuldeisers daarvan niet de dupe zouden kunnen worden.¹⁴⁵ De ondergrens van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ ligt in die zin hoger.¹⁴⁶

Ik wijs erop dat zelfs als sprake is van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:138/248 lid 1 BW, persoonlijke aansprakelijkheid als bedoeld in deze bepaling pas kan intreden wanneer het aannemelijk is dat deze ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Het enkele feit dat de bestuurder op schuldige wijze onverantwoordelijk heeft gehandeld met de wetenschap – objectief te bepalen – dat de schuldeisers daarvan de dupe zouden kunnen worden, en dus zijn taak ‘kennelijk onbehoorlijk’ heeft vervuld, brengt niet noodzakelijkerwijs mee dat aan het tweede vereiste van art. 2:138/248 lid 1 BW is voldaan: heeft de bestuurder bijvoorbeeld op schuldige wijze onverantwoorde risico’s genomen waarvan de schuldeisers de dupe zouden kunnen worden (i.e. zijn taak ‘kennelijk onbehoorlijk’ vervuld) maar heeft de kwade kans zich niet verwezenlijkt en is het faillissement van de vennootschap veroorzaakt door externe oorzaken (zoals het onverwacht wegvallen van de vraag naar de diensten/producten van de vennootschap), dan is het niet aannemelijk dat de ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ een belangrijke oorzaak is van het faillissement.

De vraag of sprake is van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ en causaal verband tussen dergelijk schuldig ondermaats gedrag en eventuele schade die de vennootschap vervolgens lijdt, dient te worden onderscheiden van de vraag of ook sprake is van causaal verband tussen de – eventuele schadelijke gevolgen van de – ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ en het faillissement van de vennootschap als bedoeld in art. 2:138/248 lid 1 BW.

Dit onderscheid blijkt ook uit het feit dat art. 2:138/248 BW – evenals art. 36 Iw. 1990 – wordt geplaatst in de sleutel van ‘anti-misbruikwetgeving’, dat “een aan de bestuurder verleende kwijting” ex art. 2:138/248 lid 6 BW aan het instellen van de vordering door de curator niet in de weg staat en dat de Hoge Raad in dit verband als persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf hanteert de ‘redelijk denkende bestuurder in soortgelijke omstandigheden’, niet ‘ernstige verwijtbaarheid’.¹⁴⁷ De in art. 2:138/248 lid 1 BW vervatte (dis)kwalificatie ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ impliceert, ondanks de sterk aan art. 2:9 BW verwante bewoordingen ervan, niet een puur interne vorm van bestuurdersaansprakelijk-

145 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 33-34.

146 Vgl. o.a. Rb. Arnhem 19 januari 2005 (Willard q.q./Mens&Data Holding), ro. 38. Asser/Maeijer (2000), 435, 453, 469 verliest dit onderscheid naar mijn mening te zeer uit het oog waar wordt gesteld dat zowel ‘onbehoorlijke taakvervulling’ als ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ intreedt bij een ‘ernstig verwijtbare’ handelwijze. Zie ook Maeijer in zijn noot sub 2 bij HR 4 april 2003 (Skipper Club Charter/Jaarsma) en in zijn noot sub 2 bij HR 7 juni 1996 (Ontvanger/Van Zoolingen). Dit miskent de specifieke kleur van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’.

147 HR 8 juni 2001 (Gilhuis q.q./Hamelinck), ro. 3.7. Plv. P-G Mok lijkt in 4.2.3.4 voor HR 8 juni 2001 (Gilhuis q.q./Hamelinck) te bepleiten om als persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstige verwijtbaarheid’ te hanteren, maar de Hoge Raad neemt dit niet over.

heid.¹⁴⁸ Iets anders is dat voor zowel art. 2:9 BW als art. 2:138/248 BW geldt dat schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag duidelijk aanwezig moet zijn.¹⁴⁹

Van samenloop kan bijvoorbeeld wel sprake zijn wanneer de bestuurder op schuldige wijze een irrationele zakelijke beleidsafweging maakt die bij verwezenlijking van de kwade kans de vennootschap voorzienbaar in staat van insolventie – of zelfs faillissement – zal doen geraken. De ‘onbehoorlijkheid’ van de taakvervulling als bedoeld in art. 2:9 BW heeft dan een dusdanig karakter dat overlapping ontstaat met de ‘kennelijke onbehoorlijkheid’ als bedoeld in art. 2:138/248 lid 1 BW.¹⁵⁰ Te denken valt bijvoorbeeld ook aan de situatie waarin de rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag niet slechts ziet op een enkele schuldige gedragsnormschending die op zichzelf hooguit ‘onbehoorlijke taakvervulling’ oplevert, maar op een samenstel van schuldige gedragsnormschendingen. Dan is sprake van bijkomende, verzwarende omstandigheden.

Een dergelijke toetsing toont verwantschap met de wijze waarop mijns inziens de enquête-rechtelijke ‘wanbeleid’ toets ex art. 2:355 lid 1 BW ingevuld zou moeten worden.¹⁵¹ Ik zou daarom menen dat de door mij in het kader van het enquêterecht en art. 2:9 BW geschetste werkmethode ook van waarde kan zijn in deze context van bestuurdersaansprakelijkheid.

Daarbij merk ik op dat een ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ in een enquête-procedure niet noodzakelijkerwijs ‘wanbeleid’ oplevert en *vice versa*. Zo heeft de Ondernemingskamer in haar *Polyplus Holding*-beschikking¹⁵² gelet op het grote gewicht dat moet worden gehecht aan het naleven van de in art. 2:10 BW vervatte gedragsnorm en de onderhavige omvang en tijdsduur van het tekortschieten daarin wel ‘wanbeleid’ aangenomen wegens het niet naleven van het bepaalde in art. 2:10 BW, maar door de Hoge Raad is in zijn *Transom Management*-beschikking¹⁵³ ook aangenomen dat een geconstateerde “overtreding van het bepaalde in art. 2:248 lid 2 BW” niet het directe gevolg heeft dat een enquêteverzoek moet worden toegewezen. Uit art. 2:138/248 lid 2 BW vloeit echter dwingend voort, afgezien van onbelangrijke verzuimen, dat wanneer de bestuurder niet heeft voldaan aan zijn verplichtingen uit hoofde van art. 2:10 BW of art. 2:394 BW hij zijn taak ‘(kennelijk) onbehoorlijk’ heeft vervuld. Andersom zal bijvoorbeeld schuldige schending van de in art. 2:92/201 lid 2 BW neergelegde gedragsnorm die meebrengt dat het bestuur aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op gelijke wijze dient te behandelen tenzij voor het intreden van ongelijke gevolgen een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat wel tot ‘wanbeleid’ kunnen leiden¹⁵⁴, maar gelet op de aard van de ge-

148 Zie o.a. Memorie van Toelichting (1980-1981), 6-7. Vgl. o.a. Gh. 's-Hertogenbosch 27 april 2004 (Spreksel q.q./Van de Polder-Hoefnagels), ro. 4.2.7. Vgl. in het enquêterecht o.a. HR 8 april 2005 (Laurus), ro. 3.8.

149 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 25-26.

150 Vgl. o.a. Gh. Amsterdam 4 september 1997 (Kramer/Tekstra q.q.), ro. 2.7-2.9.

151 Zie hoofdstuk 6 – nummer 36.

152 Ok. 30 juni 2003 (Polyplus Holding), ro. 3.6.

153 HR 26 juni 1996 (Transom Management), ro. 3.4.

154 Vgl. o.a. Ok. 1 mei 2003 (Bosbo), ro. 3.12.

HOOFDSTUK VII

dragsnormschending op zichzelf in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure ex art. 2:138/248 BW niet tot ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’.

Telkens dient daarom door de rechter in het licht van alle omstandigheden van het geval te worden gezien, nadat is vastgesteld dat van één of meer schuldige gedragsnormschendingen sprake is, of door de individuele schuldige gedragsnormschending dan wel de diverse schuldige gedragsnormschendingen in onderling verband en samenhang gezien sprake is van dusdanig schuldig ondermaats bestuurlijk gedrag dat de schuldeisers van de vennootschap daarvan de dupe zouden kunnen worden, zodat van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ gesproken kan worden.¹⁵⁵

Dit strookt met het *Ontvanger/Van Burgeler*-arrest¹⁵⁶ van de Hoge Raad, gewezen in de context van art. 36 Iw. 1990: “Het hof is uitgegaan van een onjuiste rechtsopvatting door niet de door de Ontvanger gestelde gedragingen in totaliteit en in hun onderlinge samenhang te onderzoeken, maar de desbetreffende gedragingen uitsluitend op zichzelf te beschouwen en, bevindende dat die bedoelde aspecten telkens op zichzelf genomen geen kennelijk onbehoorlijk bestuur opleveren, daaraan de gevolgtrekking te verbinden dat aan deze aspecten, ook in combinatie met andere factoren, geen gewicht kan toekomen. Naar mede volgt uit de wetsgeschiedenis, komt het bij de beantwoording van de vraag of sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur als bedoeld in art. 36 Iw 1990 immers erop aan dat de rechter alle ter zake dienende omstandigheden van het geval in onderling verband en samenhang in zijn beoordeling betreft. Dat heeft het hof ten onrechte niet gedaan (...).”¹⁵⁷

Ik maak daarbij een kanttekening. Indien en voor zover de Hoge Raad hier kiest voor een aanpak waarbij – uitgaande van situaties waarin de crediteuren via de band van de benadeelde vennootschap worden geraakt – geen aandacht hoeft te worden besteed aan de vraag of in het geheel wel sprake is van één of meer schuldige gedragsnormschendingen, vind ik dat niet erg zuiver en weinig aantrekkelijk. Dit kan er gemakkelijk toe leiden dat de rechter op grond van het totale plaatje ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ aanneemt, terwijl er van één of meer schuldige gedragsnormschendingen welbeschouwd geen sprake is maar hooguit van individuele grensgevallen. Dat is niet de bedoeling, daar moet de gevaarzone van persoonlijke aansprakelijkheid niet beginnen.¹⁵⁸ Wat is dan de basis om aan te nemen dat het bestuur zijn taak op ‘kennelijk onbehoorlijke’ wijze heeft vervuld? Die individuele grensgevallen opgeteld? Ik vind dat niet wenselijk. Wat nu wanneer de rechter oordeelt dat bij diverse zakelijke beleidsafwegingen alleen ten aanzien van één daarvan te gelden heeft dat het bestuur op schuldige wijze een gedragsnorm heeft geschonden? Kan dan

155 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 28-29, 31-34 uitmondend in: “Van onbehoorlijke taakvervulling is in de gegeven context alleen sprake, wanneer de bestuurders onverantwoordelijk hebben gehandeld of anderszins hun taak hebben verwaarloosd, wetende – of knnende weten – dat de schuldeisers daarvan uiteindelijk de lasten zouden moeten dragen.” Zie o.a. Wezeman (1998), 284.

156 HR 14 oktober 2005 (*Ontvanger/Van Burgeler*), ro. 4.1.3.

157 Vgl. over de causaliteitsaspecten HR 14 oktober 2005 (*Ontvanger/Van Burgeler*), ro. 4.2.5.

158 Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 14.

DE WERKMETHODE TOEGEPAST (ENQUÊTERECHT) EN INGEPAST (ART. 2:9 BW)

ook ten aanzien van de overige zakelijke beleidsafwegingen sprake zijn van schuldig ondermaats bestuur, mits daar maar kanttekeningen bij te plaatsen zijn? Dat komt raar voor. Iets anders is natuurlijk dat een omstandigheid in de context van diverse gedragsnormen een rol kan spelen. Het enkele feit dat de rechter ten aanzien van gedragsnorm A geen schuldige gedragsnormschending aanneemt, wil vanzelfsprekend niet zeggen dat een daarbij in aanmerking genomen omstandigheid bij de toetsing van gedragsnorm B geen rol meer kan spelen.

Dit vereist een tweede stap, volgend op die waarin de schuldige gedragsnormschending(en) is (zijn) vastgesteld en waarbij de nadruk ligt op de schuldeisers van de vennootschap als collectief.

In het licht van het voorgaande bepleit ik, in de context van art. 2:138/248 lid 1 BW¹⁵⁹, de volgende benadering:

- het bestuurlijk gedrag dient per beweerdelijk geschonden gedragsnorm te worden gezien, waarbij alle relevante omstandigheden van het geval in aanmerking moeten worden genomen;
- deze omstandigheden van het geval kunnen bij de beoordeling van verscheidene gemaakte verwijten in aanmerking worden genomen;
- van ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:138/248 lid 1 BW is pas sprake indien en voor zover de bestuurder in het licht van de vastgestelde schuldige gedragsnormschending(en), waar mogelijk in onderling verband en samenhang gezien, wist of kon weten dat de gezamenlijke schuldeisers van de vennootschap daarvan de dupe zouden kunnen worden, wat mede afhankelijk is van de aard van de gedragsnormschending en de financiële toestand van de vennootschap ten tijde van de bestuurlijke gedraging(en).¹⁶⁰

Dit voorziet de in deze context volgens de Hoge Raad te hanteren persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf, het niet gedragen zoals een ‘redelijk denkende bestuurder in soortgelijke omstandigheden’ zou doen, van de nodige contouren.

159 Artikel 2:138/248 lid 2 BW kent een ander mechanisme, dat vrij streng is voor de bestuurder. Is niet voldaan aan de in art. 2:10 BW en/of art. 2:394 BW vervatte verplichtingen (onbelangrijke verzuimen daargelaten), dan staat de ‘onbehoorlijke taakvervulling’ vast en wordt vermoed dat deze ‘onbehoorlijke taakvervulling’ een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Dat vermoeden kan door de bestuurder worden ontzenuwd.

160 Vgl. o.a. HR 14 oktober 2005 (Ontvanger/Van Burgeler), ro. 4.2.6. Zie o.a. Memorie van Antwoord (1983-1984), 21.

Ten uitgeleide

Doel van deze studie vormt het in kaart brengen van gezichtspunten die het mogelijk maken op een genuanceerde en gestructureerde wijze invulling te geven aan rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid. Die gezichtspunten zijn in de hoofdstukken 6-7¹ uitvoerig in kaart gebracht, op basis van mijn bevindingen in de hoofdstukken 1-5 en geïnspireerd door het vennootschapsrecht van Delaware.² Hier geef ik de kale essentie ervan nog eens in een notendop weer.

Uitgangspunt is dat het bestuur zich, bij het voeren van het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid, jegens de vennootschap op verantwoorde wijze dient te gedragen. Dit vereist van het bestuur dat hij binnen de grenzen van zijn bevoegdheden opereert, dat hij zijn bevoegdheden op deugdelijke wijze aanwendt en dat hij voldoet aan de overige plichten die op hem rusten. Het vereiste van verantwoord bestuur valt in mijn optiek uiteen in twee pijlers: het *algemene vereiste van loyaliteit* en het *algemene vereiste van zorgvuldigheid*.

- De loyaliteitsplicht brengt mee dat het bestuur op subjectief *bona fide* wijze invulling dient te geven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap.
- De zorgvuldigheidsplicht brengt mee dat het bestuur op objectief zorgvuldige wijze invulling dient te geven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap, door te voldoen aan alle (on)geschreven normen die binnen de maatschappij als rechtsorde en de vennootschap als deelrechtsorde gelden en waarbij de subjectieve goede trouw van het bestuur niet maatgevend is. Deze normen kunnen van buitenaf worden opgelegd, maar ook van binnenuit de vennootschap.

Een loyaal bestuur is dan in de kern een bestuur dat de eerlijke overtuiging heeft aan zijn zorgvuldigheidsplicht jegens de vennootschap te voldoen. De op het bestuur rustende normen die ressorteren onder de loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht noem ik *gedragsnormen*.³

Specifiek in de context van *zakelijke beleidsafwegingen* wordt, in het kader van de zorgvuldigheidsplicht, allereerst van het bestuur verwacht dat hij:

1 Nummers 32-42.

2 Nummers 1-31.

3 Zie hoofdstuk 6 – nummers 33-35.

TEN UITGELEIDE

- iedere zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze maakt;
- en dat hij telkens die zakelijke beleidsafweging maakt waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat.

Welke toetsingsnorm de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure in dit verband dient te hanteren is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Wordt het bestuur niet geraakt door een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang van een objectief bezien dusdanig gewicht dat het risico bestaat op belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap (i.e. is het bestuur neutraal, is geen sprake van een *substantieel tegenstrijdig belang*) dan staat de gedragsnorm in de redelijkheidssleutel. Dit past bij de minder eenduidige gedragslijn die een neutraal ondernemend bestuur in acht dient te nemen. Ik meen dat het de voorkeur verdient in dergelijke gevallen de rechterlijke toetsingsnorm te laten divergeren van de bestuurlijke gedragsnorm en een voor het bestuur minder strenge maatstaf aan te leggen dan de redelijkheidstoets om vast te stellen of het bestuur de gedragsnorm geschonden heeft: de *rationaliteitstoets*.

Voorwaarde voor hantering van de rationaliteitstoets is wel dat het bestuur *prima facie* loyaal is. Als direct vaststaat dat de loyaliteitsplicht geschonden is divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm niet in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dan is sprake van normatieve convergentie en blijft de redelijkheid maatgevend bij de rechterlijke toets.

Dit doet recht aan de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, meer dan hantering van de ‘marginale’ redelijkheidstoets of een voor het bestuur nog strengere objectieve toets. Of het met de zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag, objectief bezien en in het licht van alle omstandigheden van het geval, ook voldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ is in de zin van (niet on)redelijk dient mijns inziens dan buiten beschouwing te blijven. Het gaat er slechts om of het bestuurlijk gedrag, in het licht van alle omstandigheden van het geval, (niet ir)rationeel is in de zin van logisch verklaarbaar. Ik noem dit de Nederlandse *business judgment rule*.

Ik vat de door mij bepleite Nederlandse *business judgment rule* samen. Uitgangspunt is dat bij een *prima facie* loyaal en neutraal bestuur, althans een niet-neutraal bestuur waarbij sprake is van neutraliserende goedkeuring, van een – schuldige – gedragsnormschending en daarmee strijd met de zorgvuldigheidsplicht pas sprake kan zijn, als het bestuur in het licht van alle omstandigheden van het geval bij het maken van de zakelijke beleidsafweging niet op rationele wijze heeft kunnen menen op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze in het belang van de vennootschap te handelen. Daarbij dient door de Ondernemingskamer een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd. De *bovengrens* van objectieve rechterlijke toetsing is dan de rationaliteitstoets. Strenger voor het bestuur mag de Ondernemingskamer in objectieve zin dan dus niet toetsen.

De vraag of het bestuur een gedragsnorm heeft geschonden dient te worden onderscheiden van de vraag of het bestuur daarvan ook schuld treft. Met schuld bedoel ik (1) dat het bestuur had kunnen weten dat hij zich normoverschrijdend gedroeg én (2) dat het bestuur zich anders had kunnen gedragen. Normschending zal in dit verband vaak hand in hand gaan met schuld. Het schuld element speelt binnen het enquêterecht een minder centrale rol dan in de context van persoonlijke aansprakelijkheid, bijvoorbeeld ex art. 2:9 BW.⁴

Uit – schuldig – irrationeel gedrag kan onder omstandigheden heel wel disloyaliteit worden afgeleid, maar dat hoeft niet altijd het geval te zijn: het ene leidt niet automatisch tot het andere. Een – schuldig – ondermaatse voorbereiding laat in de door mij bepleite werkmethode onverlet dat de Ondernemingskamer bij de inhoudelijke toetsing van de zakelijke beleidsafweging een rationaliteitstoets dient aan te leggen. Met het voorgaande ga ik verder dan de huidige opvattingen binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Daarbinnen wordt wat betreft de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging algemeen geen terughoudende rechterlijke toetsing voorgestaan en wat betreft de inhoud van de zakelijke beleidsafweging algemeen hantering van de ‘marginale’ redelijkheidstoets voorgestaan.⁵

Wordt het bestuur wel geraakt door een substantieel tegenstrijdig belang, is het bestuur niet-neutraal, dan liggen de zaken in beginsel anders.

De rationaliteitstoets vindt in mijn optiek ook toepassing wanneer sprake is van neutraliserende goedkeuring van de door het niet-neutrale bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging. De aanwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang belet dus niet per definitie toepassing van de rationaliteitstoets. Dat is wel het uitgangspunt: de zaken liggen *in beginsel* anders.

Het bestuur dient dan – kort gezegd – in de voorbereiding adequate stappen te zetten om de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap uit te sluiten, en vervolgens bij het maken van de zakelijke beleidsafweging daadwerkelijk onverkort voorrang te geven aan het belang van de vennootschap en het vennootschapsvreemde belang daarbij volledig achter te stellen. Dit brengt mee dat het bestuur zich jegens de vennootschap *billijk* dient te gedragen. De bestuurlijke gedragsnorm – die dan in de billijkheidsleutel staat – en de rechterlijke toetsingsnorm divergeren dan niet, omdat een neutrale beslisser binnen de vennootschap ontbreekt en de Ondernemingskamer ter bescherming van de vennootschap als zodanig zal moeten fungeren. Daarbij zal de Ondernemingskamer zich noodzakelijkerwijs vooral moeten richten op de kwantificeerbare aspecten van de zakelijke beleidsafweging. De met het ondernemen en het nemen van risico's als zodanig verband houdende (bedrijfs)economische ‘wijsheid’ van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging speelt in dit verband vaak geen noemenswaardige rol. De nadruk ligt doorgaans op de vraag of de vennootschap eerlijk is behandeld. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk

4 Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.c en hoofdstuk 7 – nummer 42.b.

5 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.

gedrag noopt dan niet tot een terughoudender benadering, integendeel. Indien en voor zover het bestuur wel manoeuvreerruimte moet worden gelaten, met name omdat het in mindere mate gaat om aspecten samenhangend met de – voor de Ondernemingskamer in beginsel meetbare – marktconformiteit van de voorwaarden van de transactie en meer om de – voor de Ondernemingskamer in beginsel niet goed meetbare – met ondernemen samenhangende aspecten in het kader van de zakelijke beleidsafweging, ligt een brede *redelijkheidstoets* meer in de rede. In zoverre kan ook in deze context sprake zijn van normatieve divergentie. De Ondernemingskamer mag dan haar objectieve oordeel niet onverkort in de plaats stellen van het oordeel van het bestuur. Wel valt de ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag dan tot op zekere hoogte binnen het toetsingsbereik van de Ondernemingskamer. In die zin liggen de billijkheidstoets en de redelijkheidstoets in elkaars verlengde. Een rationaliteitstoets gaat mijns inziens hoe dan ook te ver in deze context, nu een neutrale beslisser binnen de vennootschap ontbreekt. Mijn opvatting lijkt te stroken met de huidige opvattingen binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.⁶

Onder omstandigheden kan aanleiding bestaan, ook bij een neutraal bestuur, de toetsingsnorm in de redelijkheidssleutel te plaatsen. Het kan daarbij gaan om voornoemde gedragsnormen, met name in het geval het bestuur een beschermingsmaatregel treft ter afwering van een vijandige overname, maar ook om andere gedragsnormen die in de context van zakelijke beleidsafwegingen een rol kunnen spelen. Daarbij denk ik met name aan de gedragsnormen die meebrengen:

- dat indien de door het bestuur te maken zakelijke beleidsafweging mede bestaat uit een voorzienbare benadeling van een in acht te nemen deelbelang het bestuur telkens die belangenafweging dient te maken welke dat deelbelang niet disproportioneel benadeelt;
- dat het bestuur aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op gelijke wijze dient te behandelen, tenzij voor het intreden van ongelijke gevolgen een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat;
- en dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging een daaraan voorafgaand gewekte en te honoreren verwachting dient te respecteren, tenzij voor het niet honoreren van de gewekte verwachting een afdoende rechtvaardigingsgrond bestaat.

Schendt het bestuur één of meer van deze gedragsnormen (die zelf ook in de redelijkheidssleutel staan), dan kan worden gezegd dat het bestuurlijk gedrag *in zoverre* de objectieve toets der kritiek niet kan doorstaan.⁷

Binnen het enquêterecht duid ik in de eerste fase door de Ondernemingskamer, in het licht van alle omstandigheden van het geval, vermoede – schuldige – schending van de loyaliteits- en/of zorgvuldigheidsplicht als ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen.’ Dit is de ondergrens van deze maatstaf. Of

6 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.

7 Zie hoofdstuk 6 – nummer 39.

zij het enquêteverzoek ook toewijst is afhankelijk van de door haar te maken belangenafweging. Dit is een separate tweede stap in het kader van art. 2:350 lid 1 BW. Bij de vaststelling in de eerste fase of het bestuur zich vermoedelijk – schuldig – normoverschrijdend heeft gedragen in de context van de zorgvuldigheidsplicht kan de Nederlandse *business judgment rule* een rol spelen.

Daarbij gaat het om de gedragsnormen die voorschrijven dat het bestuur iedere zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te maken en dat hij telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat. Of de Nederlandse *business judgment rule* dan een rol speelt is afhankelijk van de aan- of afwezigheid van een zakelijke beleidsafweging waarmee zijn gedrag verband houdt, van *prima facie* loyaliteit en van neutraliteit (inclusief eventueel neutraliserende goedkeuring).

Ik licht het schema er nog eens uit, waarbij de Nederlandse *business judgment rule* in stap (2) is neergelegd. Het schema ziet op de vraag of mogelijk een gedragsnorm is geschonden, niet op de vraag of het bestuur van een eventuele gedragsnormschending ook schuld treft.⁸

(1) *De loyaliteitsplicht*

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging *prima facie* blijkt van een loyaal bestuur, los van een objectieve toetsing binnen de zorgvuldigheidsplicht, dan dient zij haar blik te wenden naar stap (2) als sprake is van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, en naar stap (3) als sprake is van een niet-neutraal bestuur en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring.

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging aanstonds voldoende rechtstreekse⁹ aanwijzingen bestaan om vraagtekens te kunnen plaatsen bij de subjectieve *bona fides* van het bestuur, dan bestaat de reële kans dat uit het onderzoek blijkt dat de loyaliteitsplicht is geschonden en daarmee ten minste een vermoeden van ‘onjuist beleid’.¹⁰ Teneinde de juridische en de feitelijke werkelijkheid niet te ver op te rekken dient de Ondernemingskamer niet op lichte gronden over te gaan tot aanname van het vermoeden dat de loyaliteitsplicht is geschonden. Twijfel bij de Ondernemingskamer komt niet voor rekening van het bestuur.¹¹

Een vermoeden dat de loyaliteitsplicht is geschonden zal in de regel samenvallen met voldoende aanwijzingen dat het bestuurlijk gedrag in zoverre ook de objectieve toets der kritiek in het kader van de zorgvuldigheidsplicht niet kan doorstaan, wat eveneens ten min-

8 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.g.

9 Dus niet via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht, in welk geval het ontbreken van subjectieve *bona fides* op indirecte wijze wordt vastgesteld. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

10 Dit zal zich niet vaak voordoen omdat bewijsstukken waarop dergelijke rechtstreekse aanwijzingen kunnen worden gegrond doorgaans zullen ontbreken, zodat schending van de loyaliteitsplicht in de regel zal moeten worden vastgesteld via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

11 Dit geldt ook in de tweede fase.

TEN UITGELEIDE

ste een vermoeden van ‘onjuist beleid’ oplevert.¹² Dit dient in beginsel te worden bepaald aan de hand van stap (2) of stap (3). Is de vermoede schending van de loyaliteitsplicht gebaseerd op aanwijzingen dat het bestuur met het oogmerk handelde de relevante onder de zorgvuldigheidsplicht ressorterende gedragsnorm te schenden, dan acht ik het uit praktisch oogpunt aanvaardbaar dat de Ondernemingskamer op dit punt in beginsel niet meer apart hoeft te toetsen of tevens schending van de zorgvuldigheidsplicht vermoed mag worden.

(2) De zorgvuldigheidsplicht bij een neutraal bestuur, althans bij een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm.

De in de redelijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag pas vermoed worden te zijn geschonden als de Ondernemingskamer voldoende aanwijzingen heeft dat sprake is van – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag, in welk geval ten minste sprake is van een vermoeden van ‘onjuist beleid’. Twijfel bij de Ondernemingskamer komt niet voor rekening van het bestuur.¹³

De rationaliteitstoets is in deze context de enige objectieve toets die de Ondernemingskamer dient aan te leggen. Een vermoeden van disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit vermoed – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De Ondernemingskamer zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de rationaliteitstoets het vermoeden gerechtvaardigd is dat ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.¹⁴

Komt de Ondernemingskamer onder stappen (1) en (2) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht vermoedelijk is geschonden en dat sprake is van een neutraal bestuur, althans van een niet-neutraal bestuur en neutraliserende goedkeuring, dan vindt geen normatieve divergentie plaats en dient zij de redelijkheidstoets te hanteren. Dit zal zich niet snel voordoen.¹⁵

(3) De zorgvuldigheidsplicht bij een niet-neutraal bestuur en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring

Komt de Ondernemingskamer tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een niet-neutraal bestuur waarbij neutraliserende goedkeuring ontbreekt, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in beginsel niet.

De in de billijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag vermoed worden te zijn geschonden als de Ondernemingskamer er niet geheel

12 Dit kan relevant zijn voor beantwoording van de vraag of voldoende aanleiding bestaat een onderzoek te gelasten, waarbij de door de Ondernemingskamer – met inachtneming van *alle* omstandigheden van het geval – te maken belangenafweging ook een rol speelt. Wordt vermoed dat zowel de loyaliteitsplicht als de zorgvuldigheidsplicht – op schuldige wijze – is geschonden dan zal de belangenafweging minder snel kunnen resulteren in afwijzing van het enquêteverzoek.

13 Dit geldt ook in de tweede fase.

14 Dit kan, zoals aangestipt onder stap (1), relevant zijn.

15 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

van overtuigd is dat de *earmarks* van billijk gedrag aanwezig zijn, in welk geval ten minste sprake is van een vermoeden van ‘onjuist beleid’. Twijfel bij de Ondernemingskamer komt voor rekening van het bestuur.¹⁶ Indien en voor zover het bestuur enige manoeuvreerruimte moet worden gelaten ligt een redelijkheidstoets meer in de rede. In zoverre kan sprake zijn van normatieve divergentie.

Een vermoeden van disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit vermoed – schuldig – onbillijk en/of onredelijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De Ondernemingskamer zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets het vermoeden gerechtvaardigd is dat ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.¹⁷

Komt de Ondernemingskamer onder stappen (1) en (3) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht vermoedelijk is geschonden en dat sprake is van een niet-neutraal bestuur waarbij neutraliserende goedkeuring ontbreekt, dan dient zij de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets te hanteren. Dit zal zich niet snel voordoen.¹⁸

Stelt de Ondernemingskamer in de tweede fase¹⁹ op basis van het onderzoeksverslag vast dat de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht daadwerkelijk – op schuldige wijze – geschonden zijn/is, dan is sprake van ‘onjuist beleid’. Dit is in haar analyse een opmaat naar het wanbeleidoordeel ex art. 2:355 lid 1 BW. Stelt de Ondernemingskamer vervolgens vast dat er bijkomende, verzwarende omstandigheden zijn die de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ rechtvaardigen, dan mag zij dat oordeel in het dictum vellen en, desverzocht, art. 2:356 BW-voorzieningen treffen. Stelt de Ondernemingskamer vast dat de loyaliteitsplicht en de zorgvuldigheidsplicht niet daadwerkelijk geschonden zijn, of dat de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht wel daadwerkelijk – op schuldige wijze – geschonden zijn/is maar dat de voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ vereiste bijkomende, verzwarende omstandigheden ontbreken, dan dient zij in het dictum te volstaan met het oordeel dat niet van ‘wanbeleid’ gebleken is en mag zij geen art. 2:356 BW-voorzieningen treffen. De Ondernemingskamer kan in geval van ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’ een verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW toewijzen, mits aan de voorwaarden daarvoor is voldaan.²⁰

Binnen de art. 2:9 BW-procedure duid ik, in het licht van alle omstandigheden van het geval, door de rechter vastgestelde schuldige schending van de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht als ‘onbehoorlijke taakvervulling’ (of, zoals ik het conceptualiseer: een ‘ernstig verwijt’).

Daarmee is nog niet gezegd dat het bestuurlijk gedrag in een art. 2:138/248 BW-procedure ook als ‘kennelijk onbehoorlijke taakvervulling’ zou kunnen worden aangemerkt. Dit vereist onverantwoord gedrag met de geobjectiveerde of zelfs daadwerkelijke wetenschap

16 Dit geldt ook in de tweede fase.

17 Dit kan, zoals aangestipt onder stappen (1) en (2), relevant zijn.

18 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

19 Ervan uitgaande dat de tweede fase is geëntameerd. Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.

20 Zie hoofdstuk 6 – nummers 36-37 en 38.g.

TEN UITGELEIDE

dat de schuldeisers van de vennootschap daarvan de dupe zouden kunnen worden. Daarvan zal bij een ‘onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:9 BW lang niet altijd sprake zijn.²¹

Bij de vaststelling of de bestuurder zich schuldig normoverschrijdend heeft gedragen in de context van de zorgvuldigheidsplicht kan de Nederlandse *business judgment rule* eveneens een rol spelen.

Daarbij gaat het om de gedragsnormen die voorschrijven dat het bestuur iedere zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te maken en dat hij telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat. Of de Nederlandse *business judgment rule* dan een rol speelt is afhankelijk van de aan- of afwezigheid van een zakelijke beleidsafweging waarmee zijn gedrag verband houdt, van *prima facie* loyaliteit en van neutraliteit (inclusief eventueel neutraliserende goedkeuring).

Ik licht het schema er nog eens uit, waarbij de Nederlandse *business judgment rule* in stap (2) is neergelegd. Het schema ziet op de vraag of een gedragsnorm is geschonden, niet op de vraag of de bestuurder van een eventuele gedragsnormschending ook schuld treft. De schuldvraag is een aparte vraag, die door de rechter bevestigend moet worden beantwoord wil van ‘onbehoorlijke taakvervulling’ ex art. 2:9 BW sprake kunnen zijn. Een algemeen verhoogde ondergrens voor de vereiste schuld bestaat in de door mij bepleite systematiek niet. Dit laat onverlet dat de aan te leggen toetsingsnorm van invloed zal zijn op de mate van schuld die de bestuurder doorgaans zal treffen bij toerekenbare schending van de gedragsnorm: wanneer bijvoorbeeld een *prima facie* loyale en neutrale bestuurder een vanuit het belang van de vennootschap bezien inhoudelijk irrationele zakelijke beleidsafweging maakt – waarvan hem doorgaans schuld treft – zal vaak als vanzelf niet meer sprake zijn van gewone schuld, juist vanwege de zonneklare schending van de zorgvuldigheidsplicht.²²

(1) De loyaliteitsplicht

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging *prima facie* blijkt van een loyale bestuurder, los van een objectieve toetsing binnen de zorgvuldigheidsplicht, dan dient hij de blik te wenden naar stap (2) bij een neutrale bestuurder, althans bij een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, en naar stap (3) bij een niet-neutrale bestuurder en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring.

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging rechtstreeks²³ – alle omstandigheden van het geval indachtig – blijkt van niet subjectief *bona fide* bestuurlijk gedrag, dan is de loyaliteitsplicht geschonden en is de schuld van de bestuurder gegeven.²⁴ Teneinde de juridische en de feitelijke werkelijkheid niet te ver op te rekken dient de rechter hiertoe niet op lichte gronden over te gaan. Twijfel bij de rechter

21 Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.d.

22 Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.b.

23 Dus niet via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht, in welk geval het ontbreken van subjectieve *bona fides* op indirecte wijze wordt vastgesteld. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

24 In mijn optiek is daarmee ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven.

komt niet voor rekening van de bestuurder. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

Schending van de loyaliteitsplicht zal vaak samenvallen met schending van de zorgvuldigheidsplicht, maar dat hoeft niet. Dit dient de rechter, indien nodig, apart vast te stellen aan de hand van stap (2) of stap (3). Het ligt niet voor de hand dat de rechter nog tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht dient over te gaan als vaststaat dat de loyaliteitsplicht is geschonden.²⁵ Volledigheidshalve neem ik dit wel op in de werkmethode.²⁶

(2) De zorgvuldigheidsplicht bij een neutrale bestuurder, althans bij een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een neutrale bestuurder, althans van een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm.

De in de redelijkheidssleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag pas geschonden worden geacht als de rechter – alle omstandigheden van het geval indachtig – duidelijk blijkt van irrationeel bestuurlijk gedrag. Twijfel bij de rechter komt niet voor rekening van de bestuurder. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schuld, schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

De rationaliteitstoets is in deze context de enige objectieve toets die de rechter dient aan te leggen. Disloyaal bestuurlijk gedrag kan uit – schuldig – irrationeel bestuurlijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De rechter zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de rationaliteitstoets de conclusie gerechtvaardigd is dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.²⁷

Komt de rechter onder stappen (1) en (2) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht is geschonden en dat sprake is van een neutrale bestuurder, althans van een niet-neutrale bestuurder en neutraliserende goedkeuring, dan vindt geen normatieve divergentie plaats. De rechter dient dan de redelijkheidstoets te hanteren, zo hij nog overgaat tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit zal zich niet snel voordoen.²⁸

25 Zie de vorige noot.

26 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b.

27 Het ligt bijzondere omstandigheden daargelaten niet in de rede dat dit nodig is, omdat in mijn optiek met – alle omstandigheden van het geval indachtig – schuldige schending van de zorgvuldigheidsplicht ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven is. Schending van de loyaliteitsplicht is daarvoor niet vereist, maar dit kan zich daarbij natuurlijk wel voordoen.

28 Dit zal zich niet snel voordoen omdat bewijsstukken waarop dergelijke rechtstreekse aanwijzingen kunnen worden gegrond doorgaans zullen ontbreken, zodat schending van de loyaliteitsplicht in de regel zal moeten worden vastgesteld via de band van een objectieve toets binnen de zorgvuldigheidsplicht. Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.b. Daarbij komt dat als reeds vaststaat dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – de loyaliteitsplicht geschonden is, in mijn optiek ‘onbehoorlijke taakvervulling’ gegeven is. Bijzondere omstandigheden daargelaten bestaat er dan geen reden meer om een zorgvuldigheidstoetsing uit te voeren.

TEN UITGELEIDE

(3) De zorgvuldigheidsplicht bij een niet-neutrale bestuurder en het ontbreken van neutraliserende goedkeuring

Komt de rechter tot de slotsom dat ten aanzien van de aangevallen gedraging blijkt van een niet-neutrale bestuurder en van het ontbreken van neutraliserende goedkeuring, dan divergeren de bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm in beginsel niet.

De in de billijkheidsleutel geplaatste gedragsnorm, en in zoverre de zorgvuldigheidsplicht, mag geschonden worden geacht als de rechter er – alle omstandigheden van het geval indachtig – niet geheel van overtuigd is dat de *earmarks* van billijk gedrag aanwezig zijn. Twijfel bij de rechter komt voor rekening van de bestuurder. Indien en voor zover de bestuurder enige manoeuvreerruimte moet worden gelaten ligt een redelijkheidstoets meer in de rede. In zoverre kan sprake zijn van normatieve divergentie. Het voorgaande laat onverlet dat de rechter de overigens met persoonlijke aansprakelijkheid samenhangende aspecten als schuld, schade, causaliteit, toerekening en matiging, voor zover relevant, wel dient te bezien.

Disloyaal bestuurlijk gedrag kán uit – schuldig – onbillijk gedrag afgeleid worden, maar dit is geen automatisme. De rechter zal, indien nodig, apart moeten bezien of via de band van de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets de conclusie gerechtvaardigd is dat – alle omstandigheden van het geval indachtig – ook de loyaliteitsplicht dienaangaande geschonden moet worden geacht.²⁹

Komt de rechter onder stappen (1) en (3) tot de slotsom dat de loyaliteitsplicht is geschonden en dat sprake is van zowel een niet-neutrale bestuurder als het ontbreken van neutraliserende goedkeuring dan dient hij de billijkheidstoets en/of de redelijkheidstoets te hanteren, zo hij nog overgaat tot een aanvullende objectieve toets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Dit zal zich niet snel voordoen.³⁰

De stel- en – bij betwisting – bewijsplicht rust in beginsel op de vennootschap conform art. 150 Rv. Het is denkbaar, met name waar het gaat om een niet-neutrale bestuurder en toepassing van de billijkheidstoets/redelijkheidstoets, dat de stel- en bewijsplicht verschuift naar de bestuurder.³¹

Ik rond af. Löwensteyn wees er ruim 20 jaar geleden op dat “de rechter [niet] moet paraderen als hoogste zedenmeester en allesweter. De rechter van ons recht is niet de wijze kadi – zelfs in Duizend en Eén Nacht te zeldzaam om er een rechtsstaat mee in te richten.”³² Dit is wellicht wat sterk aangezet, maar de achterliggende gedachte lijkt mij juist. In de kern dient de objectieve rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid een genuanceerde en gestructureerde te zijn, ongeacht de procedurele context waarin deze plaatsvindt. Soms mild (i.e. rationaliteit), soms streng(er) (i.e. billijkheid, althans redelijkheid) voor het bestuur. Maar dat is, zoals zo vaak in het (vennootschaps)recht, afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

29 Ik verwijs naar hetgeen ik dienaangaande heb opgemerkt onder stap (2).

30 Ik verwijs naar hetgeen ik dienaangaande heb opgemerkt onder stap (2).

31 Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.c.

32 Löwensteyn (1984), 129-130.

Samenvatting

Het onderwerp van de studie

De rechter begeeft zich al snel op glad ijs bij beantwoording van de vraag of het bestuur op toereikende wijze invulling heeft gegeven aan zijn taakopdracht jegens de vennootschap, met name in de context van het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid. In deze studie bezie ik of het voor de rechter mogelijk is toetsing van dergelijk bestuurlijk gedrag op een systematische(r) wijze te benaderen en daarmee het risico op een uitglijder te verkleinen. Het onderzoek beoogt kort gezegd om bestaande inzichten in en gedachten over rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag een stap verder te brengen en van impulsen te voorzien, door gezichtspunten in kaart te brengen die het mogelijk maken op een genuanceerde en gestructureerde wijze invulling te geven aan rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in de context van het ondernemingsbeleid.

Ik beperk mij wat betreft het Nederlandse vennootschapsrecht tot het enquêtere recht, als geregeld in Titel 8 afdeling 2 van Boek 2 BW, en de context van bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW. Daarbij laat ik me wat betreft het buitenlandse vennootschapsrecht primair inspireren door het vennootschapsrecht van de Amerikaanse staat Delaware. De studie is, tegen deze achtergrond, opgebouwd uit een viertal luiken.

Het eerste luik

- In hoofdstuk 1 staan centraal de frictie die bestaat tussen bestuurlijke beleidsvrijheid en bestuurlijke verantwoording, de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag en het gevleugelde begrip ‘marginale’ toetsing als gehanteerd binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Daarbij verwijs ik ter illustratie onder meer naar vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Nederland en Delaware.

Het tweede luik

- Dat het vennootschapsrecht van Delaware, meer dan het Nederlandse vennootschapsrecht, een gestructureerde benadering van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag kent zet ik uiteen in de hoofdstukken 2-4. Daarbij speelt de rechtsfiguur *business judgment rule* een centrale rol.

SAMENVATTING

Het derde luik

- Vervolgens komt het Nederlandse vennootschapsrecht weer in beeld, meer in het bijzonder het enquêterecht. De inhoud van en verhouding tussen de enquêterechtelijke kernbegrippen ‘wanbeleid’, ‘onjuist beleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ ontleed ik – als opmaat naar hoofdstuk 6 – in hoofdstuk 5. Daarbij komt, naast de wet, de wetsgeschiedenis en de literatuur, vooral de rechtspraak aan bod.

Het vierde luik

- Daarna bepleit ik in hoofdstuk 6, geïnspireerd door mijn bevindingen in de hoofdstukken 1-5, in zes (denk)stappen een nuancering van het materiële enquête-instrumentarium. Daarbij formuleer ik onder meer een werkmethode voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met gemaakte zakelijke beleidsafwegingen binnen het enquêterecht. Daarvan maakt deel uit de Nederlandse variant van de *business judgment rule* als door mij bepleit. In hoofdstuk 7 pas ik deze werkmethode vervolgens toe op een zestal enquêtebeschikkingen van de Ondernemingskamer. Ten slotte waaier ik uit naar de systematiek van art. 2:9 BW, pas ik de werkmethode – inclusief de Nederlandse variant van de *business judgment rule* – daarin in en rond ik af met een beschouwing over de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.

Het eerste luik: hoofdstuk 1

In algemene zin kan worden gezegd dat het bestuur het centrale punt binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en) behoort te zijn ten aanzien van alle beleidsvoorbereidende, -vaststellende en -uitvoerende aspecten. Onderscheid kan worden gemaakt in enerzijds het vennootschappelijk beleid en anderzijds het ondernemingsbeleid. Het vennootschappelijk beleid ziet op het beleid betreffende de inwendige structuur van de rechtspersoon. Daarvan maakt het krachtenveld deel uit waarin het bestuur, de algemene vergadering van aandeelhouders en de raad van commissarissen (indien aanwezig) ten opzichte van elkaar functioneren. Het ondernemingsbeleid betreft het beleid ten aanzien van de met de vennootschap verbonden onderneming(en), waarbij het bestuur zich manifesteert als de uiteindelijke ondernemingsleiding. Keuzes die het bestuur daarbij moet maken noem ik *zakelijke beleidsafwegingen*.

Bij het vervullen van zijn rol in het kader van het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid dient het bestuur zich verantwoord te gedragen. Dit brengt allereerst mee dat het bestuur daarbij binnen de grenzen van zijn bevoegdheden dient te opereren. Wendt het bestuur een bevoegdheid aan, dan dient hij dit op deugdelijke wijze te doen. Daarnaast dient het bestuur vanzelfsprekend te voldoen aan de overige, bijvoorbeeld uit de wet en de statuten voortvloeiende, plich-

ten die op hem rusten. In kwesties betreffende rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in het kader van het ondernemingsbeleid gaat het doorgaans niet om de vraag of het bestuur de bevoegdheid toekomt een zakelijke beleidsafweging te maken, maar om de vraag of het daartoe bevoegde bestuur zich bij het maken van die zakelijke beleidsafweging al dan niet op een – schuldig – ondermaatse wijze heeft gedragen. Met name in dat verband komt het bestuur in beginsel een zekere mate van beleidsvrijheid toe, wat correspondeert met een beperkte rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag. Deze beleidsvrijheid, indien en voor zover aanwezig, is evenals de rechterlijke toetsingsvrijheid niet oneindig of absoluut.

De machts- en vertrouwenspositie van het bestuur brengt onder meer mee dat hij tegenover de rechter verantwoording moet kunnen afleggen over de wijze waarop door hem vorm en inhoud is gegeven aan het vennootschappelijk en ondernemingsbeleid en in dat verband het belang van de vennootschap is behartigd. Hier bestaat een even evident als onvermijdelijk spanningsveld, nu het in versterkte mate afleggen van verantwoording door met name het ten behoeve van de vennootschap ondernemende bestuur tegenover de rechter noodzakelijkerwijs ten koste gaat van de bestuurlijke beleidsvrijheid dienaangaande en *vice versa*. Het vinden van de juiste balans tussen bestuurlijke beleidsvrijheid en rechterlijke toetsingsvrijheid vormt binnen het internationale vennootschapsrecht een (twist)-punt van voortdurende aandacht. Dit manifesteert zich logischerwijs vooral binnen het gevoerde ondernemingsbeleid. Een zekere mate van beleidsvrijheid voor het ondernemende bestuur vereist een zekere soepelheid van de toetsende rechter. Uitgangspunt daarbij dient mijns inziens te zijn dat de rechter in beginsel niet te sterk aan de hand van een objectief oordeel in het subjectieve oordeel van een op zichzelf adequaat functionerend bestuur dient te treden, laat staan zijn objectieve oordeel onverkort voor het subjectieve oordeel van dat bestuur in de plaats dient te stellen. In lijn daarmee ligt de gedachte dat de rechter het doen en laten van het ondernemende bestuur in beginsel het voordeel van de zelfs ernstige twijfel dient te gunnen: *in dubio abstine*.¹

Ik noem enkele hout snijdende redenen voor beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

- Zo staat de rechter geen fijnmazig geheel van objectieve, zwart-wit criteria ter beschikking om de (bedrijfs)economische ‘juistheid’ op voorhand van zakelijke beleidsafwegingen te meten.
- Zo ontberen rechters, die vaak achteraf maar altijd vanaf de zijlijn en juridisch oordelen, afdoende (bedrijfs)economische *know how* en een daarop gebaseerd beoordelingsvermogen om zich in toereikende mate in het ondernemende bestuur te kunnen verplaatsen.
- Zo staat vergaande rechterlijke bemoeienis met het vennootschappelijk beleid en – vooral – het ondernemingsbeleid op gespannen voet met de inrichting van de Nederlandse samenleving, waarvan de vrije markteconomie een belangrijke component

1 Zie hoofdstuk 1 – nummer 2.

SAMENVATTING

vormt, terwijl de rechter in wezen als buitenstaander aan niemand verantwoording schuldig is.

- Zo dient te worden gewaakt voor het tentoonspreiden van rechterlijke wijsheid achteraf (als gevolg van de zogeheten *hindsight bias*), wat strookt met de gedachte dat het bestuur geen verzekeraar is van succesvol ondernemingsbeleid en dat gedurfde zakelijke beleidsafwegingen die slecht uitpakken voor de vennootschap lang niet altijd ook slechte zakelijke beleidsafwegingen zijn op het moment dat ze gemaakt worden.
- Zo dient te worden voorkomen dat het ondernemende bestuur zich zekerheidshalve risicomijdend(er) gaat opstellen, omdat de rechter hem – naar verwachting – vrij snel en gemakkelijk op de vingers tikt als het dubbeltje onverhoopt de verkeerde kant op valt en vervolgens persoonlijke aansprakelijkheid voor het bestuur dreigt (welk vooruitzicht bovendien het aantrekken van gekwalificeerde bestuurders belemmert).
- Zo is uitgangspunt van het Nederlandse vennootschapsrecht dat het bestuur de vennootschap bestuurt en naar eigen inzicht namens de vennootschap onderneemt in haar belang, niet (minderheids)aandeelhouders en/of vertegenwoordigers van werknemers via interventie door de rechter.
- En zo zijn intern toezicht (i.e. het afleggen van verantwoording binnen de vennootschap) en extern toezicht (i.e. het afleggen van verantwoording buiten de vennootschap tegenover – bijvoorbeeld – de rechter), met het daaraan inherente afbreuk- en persoonlijke aansprakelijkheidsrisico, niet de enige remedies tegen – schuldig – ondermaats bestuurlijk presteren *vis-à-vis* de vennootschap.²

Dit komt uit praktisch en principieel oogpunt juist voor.

Het uitgangspunt van een terughoudende rechterlijke attitude komt binnen het Nederlandse vennootschapsrecht doorgaans tot uiting in de eis dat de objectieve toetsing door de rechter van het bestuurlijk gedrag in het kader van het gevoerde ondernemingsbeleid dan ‘marginaal’ van aard dient te zijn, in plaats van ‘vol’. ‘Volle’ toetsing is de hoofdregel binnen het Nederlandse privaatrecht, ‘marginale’ toetsing de uitzondering. Hantering van een ‘marginale’ toets hangt samen met de aanwezigheid van een marge van bestuurlijke beleidsvrijheid die de rechter dient te respecteren. De redelijkheidstoets, die in de regel alleen op de inhoud van de zakelijke beleidsafweging ziet en niet op de voorbereiding daarvan, is een gangbare en binnen het Nederlandse vennootschapsrecht van oudsher gehanteerde vorm van ‘marginale’ toetsing. Ik begrijp de binnen het Nederlandse vennootschapsrecht uitgedragen opvattingen over de redelijkheidstoets in de kern zo, dat de rechter het theoretische ‘redelijk oordelend/handelend bestuur in soortgelijke omstandigheden’ als functioneel vergelijkingstype tot uitgangspunt moet nemen en zich daarin bezien vanuit een *ex ante* perspectief dient te verplaatsen bij zijn objectieve oordeelsvorming over de bestuurlijke handelwijze en de beantwoording van de vraag, of het ondernemende bestuur in redelijkheid kon menen zich te mogen gedragen zoals hij zich gedragen heeft.

Tot op zekere hoogte mag de rechter dan objectief ‘betweten’. Tot op welke hoogte precies is niet erg helder, maar het lijkt daarbij kort gezegd en in de regel

2 Zie hoofdstuk 1 – nummer 3.

te gaan om gevallen waarin een andere mogelijke keuze vanuit een *ex ante* en objectief perspectief bezien in het licht van alle omstandigheden van het geval kennelijk dusdanig ‘wenselijker’/‘verstandiger’ was geweest dan de daadwerkelijk door het ondernemende bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, dat – zelfs – een ‘redelijk oordelend/handelend bestuur in soortgelijke omstandigheden’ deze zakelijke beleidsafweging niet zo zou hebben gemaakt. De rechter zal zich dan tot op zekere hoogte ook dienen te begeven in kwesties rakend aan de ‘doelmatigheid’/‘juistheid’/‘accuratesse’/‘opportuniteit’ van de door het ondernemende bestuur gemaakte keuze(s). Dat is welbeschouwd inherent aan de redelijkheidstoets. De grens tussen de ‘volle’ toets en de ‘marginale’ redelijkheidstoets van bestuurlijk gedrag heeft, indien en voor zover deze grens bestaat, daardoor een fluïde karakter.

De redelijkheidstoets is strenger voor het bestuur dan de rationaliteitstoets, die binnen het Nederlandse vennootschapsrecht – nog – niet gangbaar is. Rationeel gedrag is – algemeen gesteld – gedrag waarvoor alle omstandigheden van het geval indachtig ten minste een logische verklaring te signaleren valt. Redelijk gedrag is – algemeen gesteld – gedrag dat in het licht van alle omstandigheden van het geval niet alleen gebaseerd kan worden op een sluitende niet onlogische redenering, maar dat gelet op alle argumenten voor én tegen per saldo ook nog eens afdoende verdedigbaar is, bij (af)weging al met al voldoende ‘wenselijk’/‘verstandig’ is. Een dergelijke benadering komt dichterbij van een objectieve goed/fout toets. Het nog toelaatbaar te achten scala aan keuzes is hier beperkter dan onder een rationaliteitstoets. De redelijkheidstoets biedt de rechter meer ‘armslag’ maar tegelijkertijd minder sturing dan de rationaliteitstoets, die tastbaarder is. De rationaliteitstoets dwingt de rechter, mits zuiver toegepast, meer om behoedzaam te manoeuvreren dan de redelijkheidstoets. Te betwijfelen valt of de niet eenvoudig te hanteren redelijkheidstoets voldoende recht doet aan de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag.

Uit recente rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat de Ondernemingskamer niet altijd op goede gronden tot ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW concludeert. Uit recente rechtspraak van de Hoge Raad blijkt ook dat het voor de lagere rechter in de context van art. 2:9 BW niet altijd even duidelijk is hoe de in dat verband maatgevende persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf ‘ernstig verwijt’ dient te worden verstaan. Gezegd kan worden dat de rechter in art. 2:9 BW-procedures volgens de Hoge Raad soms te terughoudend toetst door een voor de bestuurder(s) té lichte persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf aan te leggen en soms te weinig terughoudend toetst door onvoldoende de omstandigheden van het geval in ogenschouw te nemen en daarmee te gemakkelijk tot persoonlijke aansprakelijkheid jegens de vennootschap te concluderen. Onduidelijk blijft hoe de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure en de rechter in een art. 2:9 BW-procedure het bestuurlijk gedrag in de context van het gevoerde ondernemingsbeleid zelf dienen te wegen en wanneer zij dit te licht mogen bevinden. Abstracte begrip-

3 Zie hoofdstuk 1 – nummer 4.

SAMENVATTING

pen als ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’, ‘ernstige verwijtbaarheid’ en ‘handelen als een redelijk denkend bestuurder in soortgelijke omstandigheden’, waarvan de inhoud en strekking onduidelijk zijn, helpen de rechter daarbij niet echt veel verder.³

Dat het anders kan blijkt met name uit het vennootschapsrecht van Delaware. De binnen het vennootschapsrecht van Delaware door de rechter aangebrachte parameters van de bestuurlijke beleidsvrijheid en de rechterlijke toetsingsvrijheid zijn minder abstract dan het geval is binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Dit is een interessante – maar zeker niet zaligmakende – inspiratiebron.

Het tweede luik: hoofdstukken 2-4

Delaware is binnen het vennootschapsrecht – dat primair op deelstatelijk niveau in plaats van federaal niveau vorm en inhoud krijgt – zonder twijfel de dominante jurisdictie in de Verenigde Staten. Opmerking verdient dat het vennootschapsrecht van Delaware niet een met het enquêterecht vergelijkbare procedure kent. De nadruk ligt op het persoonlijk aansprakelijk stellen van bestuurders en het, kort gezegd, aanvechten van door het bestuur genomen besluiten. Daarbij dient een onderscheid gemaakt te worden tussen de *directors* (i.e. het bestuur) en de *officers* (i.e. het *management*). De *board of directors* bestaat doorgaans uit *inside directors* (i.e. personen die deel uitmaken van het *management* en daarmee tevens *executives* zijn, zoals de *chief executive officer*) en *outside directors* (i.e. personen die geen deel uitmaken van het *management*). De *board of directors*, die ik het bestuur noem, neemt de belangrijke beslissingen binnen de vennootschap. Het *management* gaat vooral over de dagelijkse gang van zaken. De centrale figuur binnen de vennootschap is in de praktijk dan ook vaak niet het bestuur, maar de *chief executive officer*. Bij de *publicly held corporation*, grofweg te vergelijken met de Nederlandse naamloze vennootschap, is de rol van het bestuur deels verworpen tot een orgaan dat toezicht houdt op de *chief executive officer* en het – seniore – *management*, een positie die niet geheel onvergelijkbaar is met die van de raad van commissarissen.⁴

Binnen het Nederlandse vennootschapsrecht is voor het bestuur het uitgangspunt dat het in zijn taakuitoefening jegens de vennootschap rekening dient te houden met de diversiteit aan belanghebbenden binnen het spectrum van de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en). Daarbij springen vooral het aandeelhoudersbelang en het werknemersbelang in het oog. Voor dat aandeelhoudersbelang geldt als uitgangspunt dat het bestuur acht dient te slaan op de belangen van alle aandeelhouders van de vennootschap. Het belang van meer externe belanghebbenden zoals crediteuren kan een relevante rol spelen, maar als ik het goed zie wordt van hen wel een wat grotere mate van zelfredzaamheid verwacht. Het belang van de vennootschap kan voorts worden gekleurd door het belang van het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt. Hoe dan ook, er

4 Zie hoofdstuk 2 – nummer 6.

is geen dwingende ‘natuurlijke hiërarchie’. Het vennootschapsrecht van Delaware kent in dit opzicht een andere architectuur. De vennootschap vaart op het kompas van het bestuur, dat op zijn beurt – binnen de kaders van de op hem jegens de vennootschap en de aandeelhouders rustende fiduciaire plichten – in beginsel navigeert vanuit de primaire taak aandeelhouders op de lange(re) termijn te belonen voor hun investering. Dit betekent niet dat het bestuur per definitie geen rekening mág houden met andere deelbelangen dan het aandeelhoudersbelang, maar de nuance lijkt minder te worden gezocht dan binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Op het primaat van het aandeelhoudersbelang vallen grofweg twee uitzonderingen aan te brengen. Wanneer de vennootschap insolvent is dient het bestuur ook de belangen van anderen, waaronder die van de crediteuren, mee te laten wegen. Wanneer het bestuur een beschermingsmaatregel treft om een vijandige overname af te weren mag hij dat doen ter bescherming van andere belangen dan het aandeelhoudersbelang, mits dit op enigerlei wijze tevens leidt tot ten minste een logisch verklaarbare bevordering van het aandeelhoudersbelang.⁵

Op het bestuur rusten twee fiduciaire kernplichten: de *duty of loyalty* en de *duty of care*. Van de *duty of loyalty* maakt doctrinair deel uit de *duty of good faith*, die ik in deze studie gemakshalve als derde fiduciaire plicht duid. Uit deze drie fiduciaire plichten, die door de *Supreme Court* van Delaware vanaf 1993 wel zijn geduid als de *triad of primary fiduciary duties* (met dien verstande dat – sinds 2006 althans – doctrinair alleen de *duty of loyalty* en de *duty of care* de fiduciaire kernplichten vormen), vloeit een vierde fiduciaire plicht voort: de *duty of disclosure*. Deze fiduciaire plichten zijn in de rechtspraak tot ontwikkeling gekomen, met name die rechtspraak waarin één of meer aandeelhouders ten behoeve van de vennootschap procederen, de zogeheten afgeleide actie. De *duty of loyalty* behelst zowel een negatieve component (i.e. bestuurders mogen de vennootschap niet ‘verraden’ door – kort gezegd – persoonlijke belangen te laten prevaleren boven het belang van de vennootschap) als een positieve component (i.e. bestuurders dienen op subjectief *bona fide* wijze invulling te geven aan hun taakopdracht jegens de vennootschap). Die laatste component kan worden gezien als de *duty of good faith*. De *duty of care* brengt onder meer mee dat het bestuur zich, alvorens een zakelijke beleidsafweging te maken, dient te voorzien van alle materiële informatie die redelijkerwijs voorhanden is. De bestuurlijke plicht de vennootschap te beschermen tegen kort gezegd benadeling door een derde, wat doorgaans speelt in de context van vijandige overnames, wordt mede onder de *duty of care* geschaard. Het is een complexe lappendeken van overwegingen uit de rechtspraak die deze fiduciaire plicht van reliëf voorzien. De essentie van de *duty of disclosure* is kort gezegd dat het bestuur in gevallen waarin hij verzoekt om goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders, de aandeelhouders tijdig dient te voorzien van alle materiële informatie waarover het bestuur redelijkerwijs kan beschikken.⁶

5 Zie hoofdstuk 2 – nummer 7.

6 Zie hoofdstuk 2 – nummers 8-9 en hoofdstuk 3 – nummers 11-14.

SAMENVATTING

De fiduciaire plichten vormen de bestuurlijke gedragsnormen. Wanneer – in een afgeleide actie – bestuurlijk gedrag ter toetsing wordt voorgelegd aan de rechter dat de grenzen van de aan het bestuur toekomende bevoegdheden op zichzelf niet te buiten gaat en dat verband houdt met een zakelijke beleidsafweging (i.e. een *business judgment*, waaronder bijvoorbeeld niet de informatieverschaffing aan de aandeelhouders valt), speelt het leerstuk van de *business judgment rule* een centrale rol in het rechterlijke toetsingsproces. De *business judgment rule* bepaalt de grenzen van de rechterlijke toetsingsvrijheid. Dit geldt zowel wanneer het gaat om persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders als om het aanvechten van een door het bestuur genomen besluit, althans geïnitieerde transactie. De kern van de *business judgment rule* vormt allereerst het uitgangspunt dat de rechter het met de gemaakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag slechts in een beperkt aantal sleutels kan toetsen: de *duty of loyalty*, de *duty of care* en de *duty of good faith*. Daarbij geldt dat de rechter binnen de *business judgment rule* met name het met de inhoudelijke aspecten van de gemaakte zakelijke beleidsafweging verband houdende bestuurlijk gedrag niet aan een wezenlijke objectieve (redelijkheids)toets mag onderwerpen. Dit is een principieel verschil met de Nederlandse ‘marginale’ toets, waarbij de terughoudendheid van de inhoudelijke rechterlijke toetsing niet verder gaat dan de redelijkheidsmaatstaf. Of het bestuur op voldoende geïnformeerde grondslag en doordachte wijze heeft gehandeld lijkt doorgaans nog strenger voor het bestuur te worden gezien.

Welbeschouwd valt de *business judgment rule* waar het gaat om de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging *qua* systematiek in objectief opzicht samen met een voorwaardelijke vorm van rechterlijke non-toetsing van het bestuurlijk gedrag. In dat opzicht is uiteindelijk maatgevend of het bestuur geacht moet worden zich niet op subjectief *bona fide* wijze in het belang van de vennootschap te hebben gedragen. De vraag die de rechter zich dan in de regel stelt luidt, bij gebreke aan direct bewijs waaruit het ontbreken van subjectieve *bona fides* blijkt, of de gemaakte zakelijke beleidsafweging objectief gezien ieder rationeel zakelijk doel ontbeert. Bij bevestigende beantwoording van die vraag, wat praktisch niet voorkomt, mag – alsnog – afwezigheid van de vereiste subjectieve *bona fides* worden aangenomen. In werkelijkheid is de rechterlijke toets hier dus niet puur subjectief, maar bevat deze een uiterst minimale objectieve component: is de inhoud van de gemaakte zakelijke beleidsafweging dusdanig irrationeel dat deze eigenlijk alleen kan worden verklaard door het ontbreken van subjectieve goede trouw? In de rechtspraak wordt dan doorgaans alleen verwezen naar de *any rational business purpose* toets en de slotsom dat enig rationeel zakelijk doel aanwezig is, maar bij afwezigheid daarvan draait het systematisch uiteindelijk om de subjectieve *bona fides* (als deel van de bredere *duty of loyalty*). Dit ziet op de *duty of good faith*.

De voorwaarde voor die uiterst terughoudende inhoudelijke rechterlijke toets luidt allereerst dat niet reeds moet zijn vastgesteld dat het bestuur getroffen wordt door een dusdanig tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang, dat het vermoeden van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap ontstaat. Dit ziet op de *duty of loyalty*. De voorwaarde luidt ten tweede dat niet reeds moet zijn vastgesteld dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging op een onaan-

SAMENVATTING

vaardbaar ongeïnformeerde en/of ondoordachte wijze heeft gemaakt. Dit ziet op de *duty of care*. Binnen de *business judgment rule* is de rechterlijke toetsing wat betreft de *duty of care* objectief en daarmee – in theorie – niet zo terughoudend als de rechterlijke toetsing van de inhoudelijke aspecten van de door het bestuur gemaakte zakelijke beleidsafweging, nu daarbij in wezen de *duty of good faith* maatgevend is, maar de objectieve rechterlijke toets is dan wel sterk afgezwakt. Het gaat er slechts om of het bestuur zich in voorbereidend opzicht op een grof nalatige/irrationele wijze heeft gedragen (i.e. *gross negligence*). Voor grove nalatigheid/irrationeiteit is het ontbreken van subjectieve *bona fides* niet vereist. Het gaat er niet om of de voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging dusdanig irrationeel is dat deze alleen kan worden verklaard door het ontbreken van subjectieve goede trouw.

Dit brengt mee dat, wanneer de *duty of loyalty* geen onderwerp van discussie vormt en alleen de *duty of care* en/of de *duty of good faith* resteren, de rechter binnen de *business judgment rule* het bestuurlijk gedrag per definitie slechts zeer terughoudend kan toetsen. Dit laatste geldt ook wanneer wel sprake is van voornoemd substantieel tegenstrijdig belang (wat, ietwat wonderlijk, wordt gezien als schending van de *duty of loyalty*), maar de zakelijke beleidsafweging is goedgekeurd door neutrale, tijdig geïnformeerde en subjectief *bona fide* aandeelhouders (daarbij speelt de *duty of disclosure* wel een belangrijke rol).

Het is ten slotte aan bijvoorbeeld de via een afgeleide actie agerende aandeelhouder om het aan de *business judgment rule* klevende vermoeden te weerleggen dat het bestuur zich conform de op hem rustende *duty of loyalty*, *duty of care* en *duty of good faith* heeft gedragen. Slaagt de aandeelhouder daarin niet, dan eindigt daar de rechterlijke toetsing. Veel meer dan de ‘marginale’ redelijkheidstoets binnen het Nederlandse vennootschapsrecht vervult de *business judgment rule* binnen het vennootschapsrecht van Delaware een gidsfunctie voor de rechter (en indirect voor het ondernemende bestuur).

Slaagt de aandeelhouder erin de *business judgment rule* opzij te zetten, dan is in beginsel de voor het bestuur veel strengere *entire fairness test* van toepassing. Daarbij draait het om de vraag of het bestuur zich in voorbereidend en inhoudelijk opzicht billijk heeft gedragen jegens de vennootschap, waarbij de stel- en bewijsplicht op het bestuur rust. De subjectieve *bona fides* van het bestuur is dan logischerwijs niet maatgevend.

Oorspronkelijk vond de *entire fairness test* alleen toepassing wanneer de *duty of loyalty* onderwerp van discussie vormde, maar in 1993 heeft de *Supreme Court* van Delaware zonder echte motivering uitgemaakt dat schending van de *duty of care* eveneens leidt tot toepassing van de *entire fairness test*. Deze tournure is – op mijns inziens overtuigende gronden – stevig bekritiseerd in de rechtspraak en in de literatuur, maar wordt tot op heden onderschreven door de *Supreme Court* van Delaware.

In een beperkt aantal gevallen vindt de *business judgment rule* niet direct toepassing, maar dient de rechter in eerste instantie een voor het bestuur strengere toets aan te leggen (die evenwel milder is dan de *entire fairness test*). Dit doet zich – met name vanwege een sluimerend tegenstrijdig belang – onder meer voor in

SAMENVATTING

gevallen waarin het bestuur eenzijdig een beschermingsmaatregel treft om een vijandige overname af te weren. Deze rechterlijke ‘tussentoets’, die de *enhanced scrutiny test* wordt genoemd, brengt in essentie mee dat om de *business judgment rule* te activeren het bestuur dient aan te tonen dat hij zich in voorbereidend en inhoudelijk opzicht redelijk heeft gedragen.

Ook dit mechanisme wordt – op mijns inziens overtuigende gronden – bekritiseerd in de rechtspraak en in de literatuur. Zo ligt het niet in de rede dat als het bestuurlijk gedrag in voorbereidend en inhoudelijk opzicht de redelijkheidstoets kan doorstaan binnen de *enhanced scrutiny test*, datzelfde bestuurlijk gedrag binnen de *business judgment rule* nog kan resulteren in een schuldig ondermaatse voorbereiding van de zakelijke beleidsafweging (i.e. schending van de *duty of care* wegens de aanwezigheid van grove nalatigheid/irrationaliteit) of een schuldig ondermaatse inhoud van de zakelijke beleidsafweging (i.e. schending van de *duty of good faith* wegens de afwezigheid van ieder rationeel zakelijk doel). Ook dit mechanisme wordt tot op heden onderschreven door de *Supreme Court* van Delaware.

De rechter dient ook dan terughoudend te toetsen maar mag tot op zekere hoogte een objectief ‘wenselijkheids-’/‘verstandigheidsoordeel’ vellen, vergelijkbaar met de ‘marginale’ redelijkheidstoets binnen het Nederlandse vennootschapsrecht. Dit mag bij toetsing aan de *duty of care* (i.e. grove nalatigheid/irrationaliteit) en de *duty of good faith* (i.e. het ontbreken van subjectieve *bona fides*, althans ieder rationeel zakelijk doel) binnen de *business judgment rule* nu juist niet.⁷

Het derde luik: hoofdstuk 5

In de enquêteprocedure kan de Ondernemingskamer op verzoek daartoe, van één of meer daartoe bevoegde (rechts)personen, een onderzoek gelasten naar het beleid van en de gang van zaken binnen een vennootschap. De enquêteprocedure kan in twee zelfstandige maar samenhangende verzoekschriftprocedures worden verdeeld. De eerste fase beslaat kort gezegd de beoordeling door de Ondernemingskamer van het verzoek tot het gelasten van een onderzoek – en eventueel tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen ex art. 2:349a lid 2 BW – en het onderzoek zelf (indien gelast). De tweede fase beslaat kort gezegd – zo daarom is verzocht – het wanbeleidoordeel door de Ondernemingskamer ex art. 2:355 lid 1 BW, alsmede – zo van ‘wanbeleid’ is gebleken en daarom is verzocht – de vraag of en zo ja welke art. 2:356 BW-voorzieningen dienen te worden getroffen.

Veelal is het door het bestuur gevoerde vennootschappelijk en/of ondernemingsbeleid – ook – onderwerp van debat en onderzoek (indien gelast). Daarop richt ik mij in deze studie.

7 Zie hoofdstuk 4 – nummers 16-22.

Aan de Ondernemingskamer is een ruime bevoegdheid verschaft om aan het ‘wanbeleid’, indien vastgesteld, een einde te maken en waar nodig de uit dat ‘wanbeleid’ voortgevloeide gevolgen zoveel mogelijk ongedaan te maken.

De doeleinden van een enquête komen volgens de Hoge Raad neer op (1) sanering van en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming van de betrokken vennootschap; (2) opening van zaken; en (3) vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid rust voor mogelijk blijvend ‘wanbeleid’. Daarnaast signaleert de Hoge Raad dat van de mogelijkheid van het instellen van een enquête een preventieve werking zou kunnen uitgaan. Het toerekeningsmechanisme van het enquêterecht brengt mee dat – schuldige – normschendingen door organen van of functionarissen binnen de vennootschap worden toegerekend aan de vennootschap. Vastgesteld ‘wanbeleid’ is ‘wanbeleid’ van de vennootschap. Dit neemt niet weg dat de Ondernemingskamer, indien nodig en mogelijk, het gedrag van individuele functionarissen binnen – organen van – de vennootschap mag toetsen. Een oordeel over de persoonlijke aansprakelijkheid van het bestuur voor de eventuele schadelijke gevolgen van ‘wanbeleid’ dient de Ondernemingskamer niet te vellen (afgezien van de context van kostenverhaal ex art. 2:354 BW). Dat valt buiten de kaders van het enquêterecht. Wel kan het oordeel van de Ondernemingskamer tot op zekere hoogte van betekenis zijn in een persoonlijke aansprakelijkheidsprocedure. Anders dan in de context van onder meer art. 2:9 BW, art. 2:138/248 BW en art. 6:162 BW, waarin het wel primair gaat om persoonlijke aansprakelijkheid, speelt het element schuld een minder centrale rol binnen het enquêterecht.⁸

Het recht van enquête kent drie normatieve kernbegrippen. Artikel 2:350 lid 1 BW bevat het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Artikel 2:354 BW bevat – onder meer – het begrip ‘onjuist beleid’. Artikel 2:355 lid 1 BW bevat het begrip ‘wanbeleid’. Deze gefaseerde systematiek veronderstelt een zekere normatieve hiërarchie. Wil de Ondernemingskamer een enquêteverzoek kunnen toewijzen, dan dient sprake te zijn van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Wil de Ondernemingskamer art. 2:356 BW-voorzieningen kunnen treffen, dan dient sprake te zijn van ‘wanbeleid’. De vaststelling dat ‘gegronde redenen’ bestaan ‘om aan een juist beleid te twijfelen’ heeft een minder (dis)kwalificerende strekking dan op basis van het onderzoeksverslag vastgesteld ‘onjuist beleid’, wat weer een minder (dis)kwalificerende strekking heeft dan op basis van het onderzoeksverslag vastgesteld ‘wanbeleid’. Dit valt niet alleen op taalkundige gronden te verklaren, maar ook door het feit dat deze (dis)kwalificaties contextgebonden zijn en een specifieke plaats innemen binnen het enquêterecht. In de context van art. 2:350 lid 1 BW gaat het er slechts om of er feiten aannemelijk gemaakt zijn die op zichzelf – afgezien van de nog door de Ondernemingskamer te maken belangenafweging – rechtvaardigen dat de Ondernemingskamer één of meer onderzoekers aan het werk zet, wat niet hoeft neer te komen op een vermoeden van ‘wanbeleid’: ‘gegronde redenen om aan een juist

8 Zie hoofdstuk 5 – nummer 24.

SAMENVATTING

beleid te twijfelen' omvat ook een vermoeden van 'onjuist beleid'. Dit blijkt ook uit de wetsgeschiedenis van het enquêterecht. Aan definitieve (dis)kwalificaties van het bestuurlijk gedrag, anders dan 'gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen', dient de Ondernemingskamer dan niet toe te komen. Wil de Ondernemingskamer voorzieningen ex art. 2:356 BW kunnen treffen dan dient uit het onderzoeksverslag te blijken dat sprake is – geweest – van (zeer) ernstig tekortschietend beleid, oftewel 'wanbeleid'. Blijkt wel van tekortschietend beleid maar niet dusdanig dat het als 'wanbeleid' geduid kan worden, dan is sprake van 'onjuist beleid'. Dan kan de Ondernemingskamer geen art. 2:356 BW-voorzieningen treffen, maar desverzocht wel ex art. 2:354 BW oordelen dat de vennootschap de kosten van het onderzoek mag verhalen op – bijvoorbeeld – de voor dat 'onjuiste beleid' verantwoordelijke bestuurders, mits aan de vereisten daarvoor is voldaan.⁹

'Wanbeleid' is een centraal begrip binnen het enquêterecht. Uit de wetsgeschiedenis van het enquêterecht wordt duidelijk dat de wetgever onder 'wanbeleid' een zeer ernstig tekortschietend beleid verstaat. Het moet, alle omstandigheden van het geval indachtig, gaan om flagrant – schuldig – ondermaats beleid. 'Wanbeleid' is in de rechtspraak van de Hoge Raad (sinds 1990) en de Ondernemingskamer (sinds 1979) bij herhaling vertaald als handelen 'in strijd' met 'elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'. De Hoge Raad legt de lat naar het lijkt wat lager dan de wetgever (die verwijst naar zeer ernstig tekortschietend beleid), door onder meer te oordelen dat van 'wanbeleid' sprake kan zijn bij een 'ernstig verwijtbare' handelwijze of bij het in ernstige mate in strijd handelen met een uit art. 2:8 BW voortvloeiende zorgvuldigheidsverplichting.

Hieruit lijkt tevens te volgen dat de vertaling van 'wanbeleid' als 'strijd' met de 'elementaire beginselen', welke vertaling als de traditionele mag worden beschouwd, niet de enig denkbare is. Door de Hoge Raad is – in lijn met de wetsgeschiedenis van het enquêterecht – verder benadrukt dat niet iedere beleidsfout als 'wanbeleid' kan worden aangemerkt, de fout moet van voldoende ernst zijn om deze (dis)kwalificatie te rechtvaardigen. 'Wanbeleid' hoeft geen structureel karakter te vertonen wil van 'wanbeleid' in de zin van art. 2:355 lid 1 BW sprake kunnen zijn. Ook een enkele gedraging kan 'wanbeleid' opleveren, hetgeen met name het geval kan zijn indien die gedraging tot voor de onderneming (zeer) nadelige gevolgen heeft geleid of kan leiden.

Het begrip 'wanbeleid' kent diverse verschijningsvormen en is daardoor niet scherp te definiëren. Wel vallen verschijningsvormen te signaleren die *grosso modo* de belangrijkste – terugkerende – thema's binnen het enquêterecht vormen.¹⁰

De formule van de 'elementaire beginselen' is een interessant aspect van het enquêterecht, maar de contouren ervan zijn niet erg helder.

9 Zie hoofdstuk 5 – nummer 25.

10 Zie hoofdstuk 5 – nummer 26.

SAMENVATTING

Uit enquêterechtspraak van de Hoge Raad in de context van art. 2:355 BW lijkt te moeten worden afgeleid dat een beleidsfout die niet als ‘wanbeleid’ kan worden geduid evenmin leidt tot ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’. Het is kennelijk niet mogelijk dat de Ondernemingskamer op zichzelf voldoende ernstig onzorgvuldig – of laakbaar – gedrag constateert om aan te nemen dat één of meer ‘elementaire beginselen’ geschonden zijn, zonder daarmee automatisch te constateren dat sprake is van ‘wanbeleid’. Uit rechtspraak van de Ondernemingskamer blijkt dat zij de formule van de ‘elementaire beginselen’ niet beperkt tot het ondernemingsbeleid, waarop de formule wel duidt, maar ook toepast ten aanzien van het vennootschappelijk beleid (inclusief geschillen binnen de vennootschap tussen bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders).

Op het eerste gezicht lijkt de in 1979 door de Ondernemingskamer geïntroduceerde formule ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ als aanscherping van het begrip ‘wanbeleid’ een eenduidig criterium dat centraal staat binnen het enquêterecht. In de praktijk blijkt dit anders uit te pakken, met name waar het de enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer betreft. Zij blijft niet trouw aan de begrippen ‘elementaire’, ‘beginselen’, ‘verantwoord’ en ‘ondernemerschap’. Of de Ondernemingskamer met de vele variaties een nuancering beoogt aan te brengen op de traditionele formulering is onduidelijk. De beperkte toetsing waarvan de ‘elementaire beginselen’ formule – of de afgeleide vormen daarvan – doorgaans blijk geeft ziet welbeschouwd alleen op het uitgangspunt dat niet iedere beleidsfout als ‘wanbeleid’ te gelden heeft. Deze formule belet op zichzelf niet dat de Ondernemingskamer het beleid op onderdelen onzorgvuldig – of laakbaar – noemt zonder acht te slaan op eventueel aan het bestuur toekomende beleidsvrijheid. De Hoge Raad heeft dienaangaande in ieder geval geen kenbare nuancering aangebracht. Dit is opmerkelijk. Een dergelijke benadering staat haaks op de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, terwijl de ‘wanbeleid’ stap in dat opzicht in feite inhoudsloos is: is dit tekortschieten in het licht van alle omstandigheden van het geval al met al erg genoeg om als ‘wanbeleid’ te (dis)kwalificeren? Dit betreft de vertaling van het – schuldig – ondermaatse bestuurlijk gedrag in de wettelijke (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’, niet de terughoudendheid waarmee de rechter het bestuurlijk gedrag dient te toetsen. Bepaald onduidelijk is wat de ‘(elementaire) beginselen van verantwoord ondernemerschap’ en afgeleide vormen daarvan nu precies omvatten en aan de hand van welke ‘(elementaire) beginselen’ het begrip ‘wanbeleid’ kan worden ingevuld. De Ondernemingskamer hanteert in feite niet consequent een eenduidige en kenbare methode van toetsing op basis van een bekende – maar voor uitbreiding vatbare – kernset van gedragsnormen. Ik heb niet de indruk dat de Ondernemingskamer in haar uitspraken zoveel mogelijk probeert individuele ‘elementaire beginselen’ bloot te leggen, de precieze contouren daarvan te schetsen, deze consequent te hanteren en daaromtrent telkens gemotiveerde beslissingen te nemen.

Wat nu precies de wezenlijke gedragsnormen zijn aan de hand waarvan de rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag vorm gegeven dient te worden volgt niet eenduidig uit bestaande enquêterechtspraak. Het gaat mijns inziens dan ook te ver om te zeggen dat het systeem

SAMENVATTING

van de ‘elementaire beginselen’ als een geheel van duidelijke en hanteerbare gedragsnormen goed bruikbaar is voor de Ondernemingskamer om een vage grondnorm zoals ‘wanbeleid’ ex art. 2:355 lid 1 BW in concrete gevallen op een zinvolle en consistente wijze te benaderen. Dit past ook niet erg goed bij de door de Hoge Raad onderschreven werkmethode die eruit bestaat dat een voldoende ernstig onzorgvuldige – of laakbare – handelwijze leidt tot ‘strijd’ met ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ en daarmee tot ‘wanbeleid’. Dit is welbeschouwd niet hetzelfde als een werkmethode die eruit bestaat dat voldoende ernstige ‘strijd’ met één of meer individuele ‘elementaire beginselen’ – in de zin van gedragsnormen – leidt tot ‘wanbeleid’, in welk geval ook onderscheid te maken valt in niet voldoende ernstige schending van een ‘elementair beginsel’ en ‘wanbeleid’.

Uiteindelijk beslist de Ondernemingskamer in de praktijk als zij de formule van de ‘elementaire beginselen’ in al dan niet afgeleide vorm hanteert vaak alleen dát bepaald vastgesteld gedrag niet door de beugel kan en dus strijdig is met dé ‘elementaire beginselen’, reden waarom sprake is van ‘wanbeleid’. Zij maakt traditioneel niet consequent inzichtelijk welk(e) ‘elementair(e) beginsel(en)’ zij precies op het oog heeft of waar het normatieve kantelpunt precies ligt. De formule van de ‘elementaire beginselen’ vervult dan geen analytische maar een concluderende functie. Het is dan een handige noemer, een mantra met wellicht wat meer zeggingskracht, waarin alle feitelijke vormen van ‘wanbeleid’ – in de zin van alle omstandigheden van het geval indachtig voldoende ernstig (schuldig) ondermaats bestuurlijk gedrag – onder te brengen zijn, niet een functionele werkmethode aan de hand waarvan de rechter kan vaststellen of in het geheel wel sprake is van – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag. Door het diffuse karakter van de gehanteerde ‘maatstaf’ blijft de afbakening van het rechterlijke toetsingsbereik ook vaag. De enige functie die de huidige formule van de ‘elementaire beginselen’ mijns inziens daadwerkelijk kan worden toegedicht is dat deze *in abstracto* duidelijk maakt dat (1) de bestuurlijke beleidsvrijheid – net als de rechterlijke toetsingsvrijheid overigens – niet onbegrensd is en (2) de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ (zeer) ernstig tekortschietend beleid vereist.¹¹

Dan het begrip ‘onjuist beleid’. De contouren daarvan zijn welbeschouwd nog mistiger dan de contouren van de ‘elementaire beginselen’ formule. De wetsgeschiedenis van het enquêterecht biedt in dit opzicht weinig houvast, anders dan dat daaruit duidelijk blijkt dat de (dis)kwalificatie ‘onjuist beleid’ een lichtere is dan de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Hetzelfde geldt voor rechtspraak van de Hoge Raad, met dien verstande dat daaruit in ieder geval niet volgt dat hij een duidelijk onderscheid maakt in ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. Uit rechtspraak van de Ondernemingskamer blijkt dat zij nogal eens de neiging heeft in de tweede fase van de enquêteprocedure de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ te vereenzelvigen. Vaak worden deze begrippen door elkaar gebruikt. Soms maakt zij weer wel uitdrukkelijk een normatief onderscheid tussen deze begrippen. De

11 Zie hoofdstuk 5 – nummers 27-28.

Ondernemingskamer verkavelt door de jaren heen (zeer) ernstig tekortschietend beleid naar het lijkt vrij willekeurig over de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. Ook in de context van art. 2:354 BW – welke bepaling expliciet verwijst naar het begrip ‘onjuist beleid’, niet naar het begrip ‘wanbeleid’ dat in art. 2:355 lid 1 BW wordt genoemd – is de Ondernemingskamer niet altijd even zorgvuldig in de hantering van de kernbegrippen van het enquêterecht. Dit vind ik weinig gelukkig nu dit leidt tot verlies aan scherpte van de in het enquêterecht opgenomen (dis)kwalificaties.¹²

Ten slotte het begrip ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Dit omvat getuige de wettelijke systematiek en de wetsgeschiedenis van het enquêterecht niet alleen een vermoeden van ‘wanbeleid’, maar ook een vermoeden van ‘onjuist beleid’. De Hoge Raad heeft zich hierover bij mijn weten niet direct uitgelaten. Door hem is wel onder meer benadrukt dat de Ondernemingskamer op basis van de door haar te maken belangenafweging het enquêteverzoek kan afwijzen, ook al is sprake van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. Door de Ondernemingskamer is evenwel bij herhaling geoordeeld dat van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ slechts sprake kan zijn bij een vermoeden van ‘wanbeleid’, al vaart zij ook in dit opzicht niet een heel bestendige koers.¹³ De Ondernemingskamer lijkt met het begrip ‘onjuist beleid’ niet goed uit de voeten te kunnen.

Men kan de Ondernemingskamer toegeven dat de eis van een vermoeden van ‘wanbeleid’ recht doet aan het uitgangspunt dat niet ieder akkefietje binnen de vennootschap aanleiding moet kunnen geven tot toewijzing van een enquêteverzoek. Van lichtvaardige toewijzing van een enquêteverzoek zal dan niet snel sprake zijn. Toch bevredigt deze insteek niet. Daar staat tegenover dat door het vereisen van een dergelijk vermoeden de lat voor toewijzing aanzienlijk hoger wordt gelegd dan door de wetgever is bedoeld, te meer nu het exclusieve karakter van de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ in 2003 bij herhaling door de Hoge Raad is benadrukt. Het is niet ondenkbaar dat enquêteverzoeken op oneigenlijke gronden sneuvelen als de Ondernemingskamer strikt de hand houdt aan een vermoeden van ‘wanbeleid’ en ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ daarmee gelijkschakelt. Dit miskent ook dat de Ondernemingskamer ondanks ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ op basis van een belangenafweging het enquêteverzoek nog kan afwijzen. Een dergelijke verhoging wringt voorts met het – hoewel niet consequent – ook door de Ondernemingskamer in het verleden gesignaleerde normatieve onderscheid tussen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’ en leidt tot een ‘alles of niets’ (i.e. wel of geen ‘wanbeleid’) benadering in het enquêterecht, tot een uitgekleeft binair systeem dat in feite bestaat uit de begrippen ‘vermoeden van wanbeleid’ en ‘wanbeleid’. Ik erken dat een zekere elasticiteit eigen is aan het recht van enquête, maar dit zou mijns inziens niet mee moeten brengen dat daardoor afdoende consistentie ontbreekt in de wijze waarop de Ondernemingskamer invulling geeft aan de bouwstenen waaruit

12 Zie hoofdstuk 5 – nummer 29.

13 Zie hoofdstuk 5 – nummer 30.

SAMENVATTING

het recht van enquête door de wetgever is opgebouwd. Consequente hantering van een genuanceerde maatstaf in de eerste fase, consequente aandacht voor de daarbij door de Ondernemingskamer te maken belangenafweging en een zinvolle gefaseerde normatieve invulling van de tweede fase – buiten de context van kostenverhaal ex art. 2:354 BW – lijken de geëigende middelen om aan deze bezwaren tegemoet te komen. Dit vereist onder meer een praktisch en zinvol onderscheid tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’, een verschil dat ook zijn weerslag vindt in de maatstaf van de ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’: een nuancering van het materiële enquête-instrumentarium.¹⁴

Het vierde luik: hoofdstukken 6-7

Deze nuancering van het materiële enquête-instrumentarium werk ik verder uit in zes (denk)stappen, waarbij ik tevens een werkmethode formuleer voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met gemaakte zakelijke beleidsafwegingen. Na een korte inleiding, waarin ik onder meer weergeef wat mijns inziens de kern is van de rechtsfiguur *business judgment rule* zoals die binnen het vennootschapsrecht van Delaware wordt gehanteerd, zet ik de eerste stap uiteen die handelt over de twee pijlers van verantwoord bestuur: de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht.¹⁵

Het bestuur bekleedt een fiduciaire positie nu hij een bijzondere vertrouwens- en machtspositie inneemt ten opzichte van de belanghebbenden binnen de vennootschap en de door haar gedreven onderneming(en). Deze belanghebbenden, waaronder met name de aandeelhouders en de werknemers vallen, verkeren uiteindelijk in een van het bestuur afhankelijke positie. Zij vertrouwen erop dat het bestuur binnen de grenzen van zijn bevoegdheden opereert, zijn bevoegdheden op deugdelijke wijze aanwendt ter bevordering van het belang van de vennootschap en ook overigens de op hem rustende plichten vervult. Kortom: dat het bestuur zich verantwoord gedraagt. Het vereiste van verantwoord bestuur valt te concretiseren in twee pijlers.

- Enerzijds het op een subjectief *bona fide* wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap. Dit noem ik het *algemene vereiste van loyaliteit*.
- Anderzijds het op een objectief zorgvuldige wijze invulling geven aan de taakopdracht jegens de vennootschap. Daarmee bedoel ik het voldoen aan de (on)geschreven normen die binnen de maatschappij als rechtsorde en de vennootschap als deelrechtsorde gelden en waarbij de subjectieve goede trouw van het bestuur niet maatgevend is. Dit noem ik het *algemene vereiste van zorgvuldigheid*.

14 Zie hoofdstuk 5 – nummer 31.

15 Zie hoofdstuk 6 – nummer 33.

De bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht vormen het onderliggende stelsel waarop de in het concrete geval voor het bestuur geldende normen van verantwoord bestuur kunnen worden gebaseerd. Mijns inziens zou dat wat in de huidige leer wordt geduid als ‘elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ niets anders moeten zijn dan een abstracte omschrijving van de normen die in het concrete geval onder de bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht vallen (i.e. de normen van verantwoord bestuur). Dit is een breder begrip dan de ‘elementaire beginselen’ formule die, in ieder geval optisch, sterk leunt op het ondernemerschap. Daartoe is de bestuurstaak niet beperkt. De bestuurlijke loyaliteits- en zorgvuldigheidsplicht kleur ik vervolgens verder in, onder meer door wat betreft de zorgvuldigheidsplicht een onderscheid te maken tussen van buitenaf opgelegde normen (waarbij te denken valt aan normen die zelf in de wet zijn neergelegd, maar ook aan normen die voortspruiten uit de wet, zoals art. 2:8 BW) en van binnenuit opgelegde normen (waarbij te denken valt aan aanvullende normen die zijn neergelegd in bijvoorbeeld de statuten of in interne richtlijnen).¹⁶

De tweede stap handelt over de primair voor het bestuur geldende gedragsnormen. Uitgaande van een solvante vennootschap en van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid, en zonder aanspraak te maken op volledigheid, meen ik dat het aldaar opgenomen overzicht een adequate inventarisatie vormt van de belangrijkste van buitenaf opgelegde gedragsnormen. Daarbij beperk ik mij tot Boek 2 BW en de WOR, nu het geheel van in de wet neergelegde en uit de wet voortspruitende gedragsnormen zich niet op zinvolle wijze laat inventariseren. Daarbij breng ik een rubricering op hoofdlijnen aan – te weten: algemene omlijning van de bestuurlijke taakopdracht; specifiek bij het verschaffen van informatie en het verkrijgen van goedkeuring/instemming/advies; en specifiek bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen – en volg ik, voor zover mogelijk, de volgorde van de wet. Twee belangrijke gedragsnormen, die samenhangen met het maken van zakelijke beleidsafwegingen, luiden dat het bestuur bij het maken van een zakelijke beleidsafweging op een geïnformeerde grondslag en doordachte wijze dient te handelen en dat het bestuur telkens die zakelijke beleidsafweging dient te maken, waarbij het belang van de vennootschap het meest is gebaat. Deze gedragsnormen keren terug bij de in stap vijf geformuleerde Nederlandse variant van de *business judgment rule*.¹⁷

De derde stap handelt over de verhouding tussen – schuldige – schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Mijns inziens dient in beginsel licht te schijnen tussen – schuldige – schending van een gedragsnorm en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Ik maak aldaar een zijstap naar enquêterechtspraak van de Hoge Raad waarin de grenzen van het begrip ‘wanbeleid’ zijn afgebakend. Deze rechtspraak biedt aanknopingspunten voor mijn uitgangspunt, maar geeft ook blijk van een systematiek die ik minder gelukkig vind. Kort en goed:

16 Zie hoofdstuk 6 – nummer 34.

17 Zie hoofdstuk 6 – nummer 35.

SAMENVATTING

- de frequentie van de – schuldige – gedragsnormschending;
- de voorzienbaarheid en ernst van de – mogelijk – nadelige/schadelijke gevolgen daarvan voor de vennootschap;
- en de zwaarte van de subjectieve laakbaarheid;

zijn belangrijke aspecten die het voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ vereiste reliëf kunnen geven aan – schuldig – ondermaats bestuurlijk gedrag. Dit zijn mogelijk bijkomende, verzwarende omstandigheden. In situaties waarin bijkomende, verzwarende omstandigheden zich voordoen zal al snel sprake zijn van ‘wanbeleid’, al is van machinaal toepasbare grootheden geen sprake. ‘Wanbeleid’ wordt daardoor gereserveerd voor die gevallen waarin daadwerkelijk sprake is van tekortschietend beleid van dusdanige ernst dat die (dis)kwalificatie te rechtvaardigen valt, in lijn met de bedoeling van de wetgever en de rechtspraak van de Hoge Raad. De gelijkshakeling door de Hoge Raad van ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ met ‘wanbeleid’ en de functie van de ‘elementaire beginselen’ formule in enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer werkt mijns inziens vertroebelend in plaats van verhelderend. Dit neemt het zicht weg op de werkelijke verhouding tussen – schuldige – schending van één of meer gedragsnormen, waarop ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’ in essentie toch dient te zien, en de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’. Een eenmalige – schuldige – gedragsnormschending leidt in mijn optiek op zichzelf tot ‘strijd’ met de ‘elementaire beginselen’, maar niet noodzakelijkerwijs tot ‘wanbeleid’. Daarvoor is meer nodig. ‘Wanbeleid’ is een zelfstandige maatstaf die moet worden onderscheiden van de ‘elementaire beginselen’ formule. Dit onderscheid komt in de huidige leer niet goed tot uitdrukking.¹⁸

De vierde stap handelt over de verhouding tussen de begrippen ‘onjuist beleid’ en ‘wanbeleid’. In de tweede fase dient in mijn optiek in de analyse van de Ondernemingskamer de eerste vraag te luiden of, gelet op alle omstandigheden van het geval, sprake is van één of meer – schuldige – gedragsnormschendingen en daarmee – schuldige – schending van de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht. Indien deze vraag bevestigend wordt beantwoord dient de tweede vraag te luiden of, gelet op alle omstandigheden van het geval, zelfs sprake is van ‘wanbeleid’. Daarvoor is een enkele – schuldige – gedragsnormschending onvoldoende. Dit vereist bijkomende, verzwarende omstandigheden. Pas als de tweede vraag bevestigend is beantwoord door de Ondernemingskamer komt zij aan de derde vraag toe: of, en zo ja welke, voorzieningen ex art. 2:356 BW getroffen dienen te worden, indien daarom is verzocht. Hoe nu een – schuldige – gedragsnormschending binnen het enquêterecht te duiden? Het begrip ‘onjuist beleid’ vormt daarvoor mijns inziens het geëigende kader. Een begrip dat de Ondernemingskamer – zij het inconsequent – in de tweede fase wel hanteert, maar waarmee zij niet goed uit de voeten lijkt te kunnen. Hantering van het begrip ‘onjuist beleid’ strookt met de wetsgeschiedenis van het enquêterecht. Als uit het

18 Zie hoofdstuk 6 – nummer 36.

resultaat van het onderzoek kan blijken dat achteraf bezien van ‘onjuist beleid’ moet worden gesproken, waarbij ‘onjuist beleid’ moet worden onderscheiden van het zwaardere begrip ‘wanbeleid’, dan ligt het in de rede dat de Ondernemingskamer dit in haar analyse kan betrekken. Ik heb daarbij het oog op het lichaam van de (eind)beschikking en niet op het dictum, omdat het nu juist de analyse van de Ondernemingskamer is waarin het begrip ‘onjuist beleid’ mijns inziens een nuttige rol kan spelen als opmaat naar het wanbeleidoordeel, waar de tweede fase volgens de wetgever en de Hoge Raad uiteindelijk om draait. Daarvoor valt een aantal voordelen aan te wijzen, die niet alleen de tweede fase maar ook de eerste fase betreffen.¹⁹

De vijfde stap handelt over de Nederlandse *business judgment rule* in het enquêterecht. De basis van de toetsing van het bestuurlijk gedrag door de Ondernemingskamer in de eerste en tweede fase van de enquêteprocedure wordt mijns inziens gevormd door de vraag of sprake is van een – vermoede – (schuldige) gedragsnormschending, met name in de context van ‘onjuist beleid’. Onderscheid dient te worden gemaakt in enerzijds de bestuurlijke gedragsnorm, dat wil zeggen de norm gericht aan het bestuur die voorschrijft hoe het bestuur zich dient te gedragen, en anderzijds de daarbij horende rechterlijke toetsingsnorm, dat wil zeggen de norm gericht aan de Ondernemingskamer die voorschrijft hoe zij dient vast te stellen of het bestuur in strijd met de op hem rustende gedragsnorm heeft gehandeld. De strengheid van de rechterlijke toets dient welbeschouwd afhankelijk te zijn van inhoud en strekking van de voorliggende gedragsnorm, alsmede van de omstandigheden van het geval. Iedere in het concrete geval van toepassing zijnde toetsingsnorm dient te worden geplooid om de omstandigheden van het geval. Die maken de toetsingsnorm hanteerbaar. In deze stap schets ik de buitengrenzen van een werkmethode aan de hand waarvan de Ondernemingskamer het bestuurlijk gedrag kan toetsen dat verband houdt met een gemaakte zakelijke beleidsafweging, waarvan de door mij bepleite Nederlandse *business judgment rule* deel uitmaakt. Hier speelt de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag een voornamelijk rol. Daarbij ga ik uit van een solvente vennootschap en van een op continuïteit gericht vennootschappelijk en ondernemingsbeleid. Uitgangspunt is dat bij een *prima facie* loyaal²⁰ en neutraal²¹ bestuur, althans een niet-neutraal bestuur waarbij sprake is van neutraliserende goedkeuring binnen de vennootschap, van een – schuldige – gedragsnormschending en daarmee strijd met de zorgvuldigheidsplicht pas sprake kan zijn, als het bestuur in het licht van alle omstandigheden van het geval bij het maken van de zakelijke beleidsafweging niet op rationele – niet: redelijke – wijze

19 Zie hoofdstuk 6 – nummer 37.

20 Dus: een subjectief *bona fide* bestuur.

21 Dus: een bestuur dat niet geraakt wordt door een tegenstrijdig – of: persoonlijk, niet aan het belang van de vennootschap parallel lopend – belang met een dusdanig karakter, dat het objectief bezien gerechtvaardigd is om aan te nemen dat het bestuur de zakelijke beleidsafweging niet goed kan maken zonder daarbij acht te slaan op het vennootschapsvreemde belang. Van wat ik noem een *substantieel tegenstrijdig belang* is dan geen sprake.

SAMENVATTING

heeft kunnen menen op geïnformeerde grondslag en doordachte wijze in het belang van de vennootschap te handelen. Daarbij dient door de Ondernemingskamer een *ex ante* perspectief te worden gehanteerd. Dit is de Nederlandse *business judgment rule*.

De in de rationaliteitsleutel staande rechterlijke toetsingsnorm divergeert dan van de in de redelijkheidssleutel staande bestuurlijke gedragsnorm. Is het bestuur neutraal maar niet *prima facie* loyaal, dan hoeft de rechter zich niet te beperken tot een rationaliteitstoets in het kader van de zorgvuldigheidsplicht. Een redelijkheidstoets ligt dan binnen het bereik van de rechter. Zowel de bestuurlijke gedragsnorm als de rechterlijke toetsingsnorm staan dan in de redelijkheidssleutel.

Is sprake van een niet-neutraal bestuur en ontbreekt neutraliserende goedkeuring, dan is de Nederlandse *business judgment rule* niet van toepassing vanwege de mogelijkheid van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap. Dan is de ondergrens van objectieve rechterlijke toetsing de redelijkheidstoets, maar dient de Ondernemingskamer in beginsel de voor het bestuur nog strengere billijkheidstoets hanteren. Dit is een wezenlijk onderscheid.

De bestuurlijke gedragsnorm en de rechterlijke toetsingsnorm staan dan in de billijkheidsleutel, maar waar het niet-neutrale bestuur enige manoeuvreerruimte toekomt kan de toetsingsnorm divergeren naar een redelijkheidstoets. In beide gevallen kan de rechter de ‘wenselijkheid’/‘verstandigheid’ van het bestuurlijk gedrag – bezien vanuit het belang van de vennootschap – ‘(af)wegen’, anders dan bij een rationaliteitstoets, zij het bij een redelijkheidstoets in beperktere mate dan bij een ‘volle’ billijkheidstoets nu dit enige beleidsvrijheid van het bestuur impliceert.

Wanneer de Ondernemingskamer in de eerste fase op basis van de aannemelijk gemaakte feiten ten minste vermoedt dat door het bestuur – op schuldige wijze – de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht zijn/is geschonden is sprake van ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’. De Ondernemingskamer kan het enquêteverzoek dan toewijzen, tenzij de uitkomst van de vervolgens te maken belangenafweging zich daar volgens haar tegen verzet. Dit zijn twee te onderscheiden stappen. Indien de Ondernemingskamer het enquêteverzoek heeft toegewezen en zij op basis van het onderzoeksverslag in de tweede fase – schuldige – schending door het bestuur van de loyaliteitsplicht en/of de zorgvuldigheidsplicht vaststelt maar alle omstandigheden van het geval indachtig de voor ‘wanbeleid’ vereiste ernst ontbreekt, dient zij zich in het dictum te beperken tot de vaststelling dat van ‘wanbeleid’ niet is gebleken. Voorzietingen ex art. 2:356 BW kan de Ondernemingskamer dan niet treffen omdat daarvoor, gelet op het bepaalde in art. 2:355 lid 1 BW, de wettelijke grondslag ontbreekt. Dat sprake is van ‘onjuist beleid’ mag de Ondernemingskamer in het lichaam van de (eind)beschikking in haar analyse betrekken. Zijn de voor de (dis)kwalificatie ‘wanbeleid’ vereiste bijkomende, verzwarende omstandigheden wel aanwezig, dan kan de Ondernemingskamer in het dictum vaststellen dat van ‘wanbeleid’ is

gebleken. Voorzieningen ex art. 2:356 BW kan zij dan, desverzocht, eventueel wel treffen. De Ondernemingskamer kan in geval van ‘onjuist beleid’ of ‘wanbeleid’ een verzoek tot kostenverhaal ex art. 2:354 BW toewijzen, mits aan de voorwaarden daarvoor is voldaan.²²

De zesde stap handelt over het primaat van de redelijkheidstoets in een beperkt aantal gevallen. In bepaalde gevallen ligt het wel in de rede primair een redelijkheidstoets te hanteren, niet een rationaliteitstoets of een billijkheidstoets. De redelijkheidstoets vervult dan de functie van wat ik een *tussentoets* noem. De vier meest voorkomende gevallen behandel ik in deze zesde en laatste stap. Die gevallen vullen de in de vijfde stap geschematiseerde werkmethode, die het uitgangspunt vormt voor rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, aan.²³ Het gaat daarbij om: het treffen door het bestuur van een beschermingsmaatregel ter afwering van een vijandige overname; achterstelling door het bestuur van één of meer deelbelangen; ongelijke behandeling door het bestuur van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders; en schending door het bestuur van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen.

In het laatste hoofdstuk van de studie pas ik de werkmethode toe binnen het enquêterecht. Hoe de door mij bepleite werkmethode zich verhoudt tot bestaande enquêterechtspraak illustreer ik aan de hand van een zestal tweede fase beschikkingen van de Ondernemingskamer.²⁴ Vervolgens richt ik mij ter afsluiting op de context van persoonlijke aansprakelijkheid. Ik pas de werkmethode in in de systematiek van art. 2:9 BW en rond af met een beschouwing over de verhouding tussen art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW.²⁵

22 Zie hoofdstuk 6 – nummer 38.

23 Zie hoofdstuk 6 – nummer 39.

24 Zie hoofdstuk 7 – nummer 41.

25 Zie hoofdstuk 7 – nummer 42.

Summary

Subject of the study

Deciding whether a corporation's board of directors¹ has fulfilled its duties to the corporation is often not an easy task for a court, especially when matters of business judgment are involved. In this study I investigate whether it is possible for the judicial review of director conduct involving the exercise of business judgment to be carried out in a more systematic manner than is presently the case.

With regard to Dutch corporate law, I focus on the right of inquiry (laid down in Book 2, Title 8, Chapter 2 of the Dutch Civil Code (hereinafter: DCC)) and on director liability under Sections 2:9 DCC and 2:138/248 (1) DCC.

In short, the 'right of inquiry' entitles shareholders (and trade unions) to request the Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeal to review the course of action followed by, and the affairs of, the corporation. In general, the subject matter of a judicial inquiry is the conduct of the board of directors, the supervisory board and/or the general meeting of shareholders. In the first phase of the inquiry proceedings, one of the central questions is whether there are 'well-founded reasons to doubt the correctness of the course of action followed by the corporation' (Section 2:350 (1) DCC). If the answer to this question is yes, an inquiry may be ordered. In the second phase of the proceedings, the Enterprise Chamber determines upon request, based on the investigator's report, whether the corporation has followed an 'obviously incorrect course of action' (Section 2:355 (1) DCC) and, if so and, upon request, whether measures must be taken to put an end to the 'obviously incorrect course of action' followed by the corporation. The Enterprise Chamber can also, upon request, order – relatively far-reaching – measures in the first phase, although those measures are by definition provisional. The right of inquiry does not involve questions relating to the personal liability of directors, for example vis-à-vis the corporation, for the negative effects of an 'obviously incorrect course of action' which they caused the corporation to follow.²

1 The Netherlands has a two-tier board system, consisting of a management board (parallel to the inside directors on a one-tier board) and a separate supervisory board (parallel to the outside directors on a one-tier board). Although every corporation has a management board, not every corporation has a supervisory board. References in this summary to the 'board of directors' are to the management board.

2 See, *e.g.*, Geerts (2004), 333-336 for a more detailed analysis of the mechanism of inquiry proceedings.

SUMMARY

Section 2:9 DCC provides that each member of the board of directors is responsible to the corporation for the proper performance of the duties assigned to him. If a matter falls within the scope of responsibility of two or more board members, each is jointly and severally liable for any shortcoming, unless he proves that it is not attributable to him and that he was not negligent in acting to prevent its consequences.

Section 2:138/248 (1) DCC provides that on the bankruptcy of a corporation, each member of the board of directors is jointly and severally liable to the estate for the amount of the liabilities to the extent that these cannot be satisfied out of the liquidation of the other assets, if the board of directors has manifestly performed its duties improperly and it is plausible that this is an important cause of the bankruptcy.

With regard to foreign corporate law, my main source of inspiration is the law of Delaware, the leading corporate law jurisdiction in the United States of America. The analysis throughout the study is based primarily on case law.

Against this background, the study is divided into four parts, each with a different focus. In the first part I discuss the tension between deference to directors' decisions and the scope of judicial review, as well as the way in which the Enterprise Chamber and the Dutch lower courts deal with this tension.³ In the second part I describe how the Delaware Supreme Court and the Delaware Court of Chancery come to grips with this problem.⁴ In the third part I analyze the key legal concepts that play a role in inquiry proceedings.⁵ In the fourth part I – based on my findings in the previous three parts – formulate a systematic approach to the judicial scrutiny of director conduct in matters of business judgment, including a Dutch version of the business judgment rule. I then show how this approach functions in the context of inquiry proceedings and apply the result to several Enterprise Chamber rulings.⁶ I conclude the study with an analysis of director liability to the corporation based on Section 2:9 DCC, and show how the approach I have developed works in that context as well. Finally, I discuss the relationship between Section 2:9 DCC and Section 2:138/248 DCC.⁷

Synopsis of the study

Part 1

It is generally accepted that the board of directors is the central policymaker within the corporation. The board is under a duty to use its powers properly and to act within their limits. Obviously, the board must also act in accordance with

3 Chapter 1 – numbers 2-4.

4 Chapters 2-4 – numbers 6-22.

5 Chapter 5 – numbers 24-31.

6 Chapters 6-7 – numbers 33-41.

7 Chapter 7 – number 42.

the other duties it has based on – *inter alia* – the law and the articles of association. In matters that involve the judicial scrutiny of a board's business judgments, the central question is normally not whether the board had the power to act but whether it used its powers properly. It can be said that the defining tension in today's corporate governance is primarily one between deference to directors' decisions and the scope of judicial review. These concepts conflict, since greater deference to directors' decisions necessarily results in decreased director accountability in the courts and *vice versa*. The question of where the balance between these competing interests should be struck is the subject of much debate among – *inter alia* – corporate law experts in the Netherlands, Delaware and elsewhere. I believe that a court should defer to a large extent to the board's business judgment unless there are circumstances which justify stricter scrutiny. In the study I explore the rationale for this approach.

In Dutch corporate law, the principle that the board should be allowed a certain degree of discretion is well settled. The limits of that discretion, however, are far less clear. This degree of discretion, and the corresponding limited review by the court, is generally restricted to the substance of the board's business judgments. In this respect, the traditional Dutch position is that the court should review the board's conduct relating to the business judgment only for reasonableness, a test which is still quite vague. Under this test, the court must limit its substantive review to some extent, but is nevertheless allowed to take into account the 'sensibleness'/'desirability' of the board's business judgment, in other words its quality or wisdom, while still showing deference. This basically means that the line between a full and limited review of the substance of the business judgment is rather thin.

A reasonableness test is – at least in theory – stricter than a rationality test, the latter being easier to satisfy since it excludes any consideration of the 'sensibleness'/'desirability' of the board's business judgment. Dutch corporate law is not familiar with the rationality test. In my opinion, it is questionable whether the reasonableness test does sufficient justice to the underlying rationale for judicial deference to a board's business judgments.

One reason for judicial deference is the so-called hindsight bias. Psychological research has shown that people find it difficult, if not impossible, to judge conduct without taking into account – and being influenced by – the negative results of that conduct. Those who are aware of the negative results have the strong tendency to view them *ex post* as relatively inevitable and thus more foreseeable than they in fact were, which in turn makes it easier to consider the conduct under review as wrong (i.e. insufficiently 'sensible'/'desirable'). This also applies to judges. Directors are expected to take risks on behalf of the corporation, risks that can produce profits but also losses, sometimes very large profits or losses. Under an *ex post* reasonableness test, a reviewing court might too often erroneously treat business judgments that turned out badly – because they resulted in a substantial loss – as bad (i.e. wrong) decisions, although *ex ante* the loss was not as predictable as the court thinks it was. This might well have the effect of discouraging directors from making business judgments that are risky but nevertheless in the interest of the corporation and

SUMMARY

causing directors to be risk averse. There is less room for the effect of the hindsight bias under the rationality test.

Recent case law from the Dutch Supreme Court shows that the Enterprise Chamber does not always succeed in reviewing corporate policy on proper grounds in inquiry proceedings and that courts in Section 2:9 DCC proceedings do not always correctly apply the criteria for deciding whether or not the director is personally liable to the corporation. The Dutch Supreme Court has provided clarification on certain issues, but there is still substantial uncertainty as to how the conduct of the board in matters of business judgment should be judicially reviewed in both inquiry proceedings and Section 2:9 proceedings. In other words, there is no settled method for carrying out the judicial scrutiny of director conduct relating to matters of business judgment.⁸

Part 2

The corporate case law of Delaware could – and in my view does – provide useful guidance. In a number of chapters I discuss the main features of that law, including the fiduciary duties of directors, the concept of the interest of the corporation, the mechanism of the derivative action, and the different levels of judicial scrutiny, including the business judgment rule.

In short, under the Delaware business judgment rule – provided there is no conflict of interests that affects the board – judicial review of the board's business judgments is limited to the issue of gross negligence as far as the preparation of the business judgment is concerned and the lack of subjective good faith (i.e. lack of *any* rational business purpose) as far as the substance of the business judgment is concerned. In this context, the reasonableness of the board's conduct relating to the business judgment does not play a decisive role. In some circumstances, for example when the board is affected by a conflict of interests and there is no neutral decision-maker, it is possible that a stricter standard of judicial review – namely, a reasonableness test or even an entire fairness test – may be applied. These cases, however, are the exception to the rule.⁹

Part 3

Before drawing upon the insights gained from Delaware law to propose a new approach to the judicial review of director conduct in matters of business judgment in the Netherlands, I explore the meaning of – and relationships between – the key legal concepts used in inquiry proceedings. These include 'well-founded reasons to doubt the correctness of the course of action followed by the corporation' (Section 2:350 DCC), an 'incorrect course of action' (Section

⁸ See chapter 1 – numbers 2-4.

⁹ See chapters 2-4 – numbers 6-22.

2:354 DCC), an ‘obviously incorrect course of action’ (Section 2:355 DCC) and ‘elementary principles of proper entrepreneurship’. I also explore the way in which the Dutch Supreme Court and the Enterprise Chamber have applied these concepts throughout the years.¹⁰

Part 4

Based on my findings, and inspired by the corporate case law of Delaware, I then explain in six steps how, in my view, board conduct in matters of business judgment should be reviewed by the Enterprise Chamber in inquiry proceedings.

This involves the introduction of a Dutch business judgment rule, a standard of review which bears a strong resemblance, but is not identical, to the Delaware business judgment rule. In short, if the board is not affected by a conflict of interests, or if it is affected but a neutral decision-maker has adequately approved its business judgment, the board’s conduct in matters of business judgment (including both the preparation leading up to the business judgment and the substance of the business judgment) can only be reviewed for a lack of subjective good faith (i.e. disloyalty) or irrationality (i.e. lack of due care), not for reasonableness or fairness. The reasonableness and fairness tests are reserved for special circumstances which I specify in the study. In my view, this approach does justice to the underlying rationale for judicial deference to a board’s business judgments.

If the board’s conduct does not pass the Dutch business judgment rule test in an inquiry proceeding, and the board has thus by definition violated its standard of conduct, this falls within the scope of an ‘incorrect course of action’ but not necessarily within the scope of an ‘obviously incorrect course of action’. In my opinion, the latter category requires additional facts and circumstances of a sufficiently egregious nature, not merely the violation of a standard of conduct (even if that violation is culpable).¹¹

After applying this method to six rulings of the Enterprise Chamber, which sometimes leads to different conclusions than those reached by the Enterprise Chamber, I explain how this method functions under Section 2:9 in determining whether a director is personally liable to the corporation based on the “improper performance of his duties.” I conclude the study with an analysis of the relationship between Section 2:9 DCC and Section 2:138/248 DCC.¹²

10 See chapter 5 – numbers 24-31.

11 See chapter 6 – numbers 33-39.

12 See chapter 7 – numbers 41-42.

Lijst van aangehaalde wetsgeschiedenis en literatuur

De wetsgeschiedenis staat per onderwerp gerangschikt, daarbinnen chronologisch van nieuw naar oud, onder vermelding van de afkorting als gehanteerd in de studie. De literatuur is per auteur(s) alfabetisch gerangschikt, daarbinnen chronologisch van nieuw naar oud, onder vermelding van de afkorting als gehanteerd in de studie.¹ Bij *NJ*, *JOR* en *ARO* wordt verwezen naar nummers, niet naar pagina's.

WETSGESCHIEDENIS

Nederland

Enquêterecht

Nota naar aanleiding van het eindverslag (1992-1993): *Nota naar aanleiding van het eindverslag – Wijziging en aanvulling van de regeling van het recht van enquête*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1992-1993, 22 400, nr. 9

Memorie van Antwoord (1992-1993): *Memorie van Antwoord – Wijziging en aanvulling van de regeling van het recht van enquête*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1992-1993, 22 400, nr. 6

Memorie van Toelichting (1991-1992): *Memorie van Toelichting – Wijziging en aanvulling van de regeling van het recht van enquête*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1991-1992, 22 400, nr. 3

Handelingen (1969-1970): *Handelingen Tweede Kamer – Wijziging van de artikelen 53-54c van het Wetboek van Koophandel (herziening van het enquêterecht)*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1969-1970, 9596

Memorie van Antwoord (1968-1969): *Memorie van Antwoord – Wijziging van de artikelen 53-54c van het Wetboek van Koophandel (herziening van het enquêterecht)*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1968-1969, 9596, nr. 6

Memorie van Toelichting (1967-1968): *Memorie van Toelichting – Wijziging van de artikelen 53-54c van het Wetboek van Koophandel (herziening van het enquêterecht)*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1967-1968, 9596, nr. 3

Bestuurdersaansprakelijkheid ex art. 2:138/248 BW (en art. 2:9 BW)

Memorie van Antwoord (1983-1984): *Memorie van Antwoord – Wijziging van bepalingen van het Burgerlijk Wetboek en de Faillissementswet in verband met de bestrijding van misbruik van rechtspersonen*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1983-1984, 16 631, nr. 6

Memorie van Toelichting (1980-1981): *Memorie van Toelichting – Wijziging van bepalingen van het Burgerlijk Wetboek en de Faillissementswet in verband met de bestrijding van misbruik van rechtspersonen*, Tweede Kamer: vergaderjaar 1980-1981, 16 631, nr. 3

¹ Hieronder rangschik ik ook conclusies genomen voor uitspraken van de Hoge Raad.

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Modernisering van het ondernemingsrecht

- Nadere Memorie van Antwoord (2003-2004): *Nadere Memorie van Antwoord – Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling*, Eerste Kamer: vergaderjaar 2003-2004, 28 179, D
- Nota modernisering van het ondernemingsrecht (2003-2004): *Nota modernisering van het ondernemingsrecht*, Tweede Kamer: vergaderjaar 2003-2004, 29 752, nr. 2

Duitsland

- UMAG (2005): *Wetsgeschiedenis bij het Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, Bundesgesetzblatt 2005 Deel 1 nr. 60, gepubliceerd op 27 november 2005, www.bmj.bund.de

LITERATUUR

- Allen, W.T.
Allen (1997): Ambiguity in corporation law, *Delaware Journal of Corporate Law* 1997, 894
- Allen, W.T., Jacobs, J.B. en Strine, Jr., L.E.
Allen/Jacobs/Strine (2002): Realigning the standard of review of director due care with Delaware public policy: a critique of *Van Gorkom* and its progeny as a standard of review problem, *Northwestern University Law Review* 2002, 449
- Allen/Jacobs/Strine (2001): Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law, *The Business Lawyer* 2001, 1287
- Arsht, S.S.
Arsht (1979): The business judgment rule revisited, *Hofstra Law Review* 1979, 93
- Asser, C. en Maeijer, J.M.M.
Asser/Maeijer (2000): *Vertegenwoordiging en rechtspersoon: de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Tjeenk Willink 2000
- Assink, B.F.
Noot bij Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006, *Ondernemingsrecht* 2006, 441
- Assink (2006 c): Over vrijheid van ondernemingsbeleid en het enquêterecht – Divergentie en convergentie van bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsingsnormen nader bezien, *Ondernemingsrecht* 2006, 307
- Assink (2006 b): De *Mannesmann*-zaak – Een verhaal over irrationeel gedrag, hoogmoed en de bijbehorende val, *Ondernemingsrecht* 2006, 163
- Assink (2006 a): Over de *business judgment rule* – Enige recente ontwikkelingen in het vennootschapsrecht van met name Duitsland en Delaware, *Ondernemingsrecht* 2006, 75
- Assink (2005 b): Enige gedachten omtrent interne bestuurdersaansprakelijkheid. Voert de Hoge Raad met zijn enquêterechtelijke *Laurus*-beschikking een koerswijziging door in het leerstuk van art. 2:9 BW?, *Ondernemingsrecht* 2005, 405
- Assink (2005 a): Enige beschouwingen over Duitse ontwerpwetgeving, de Amerikaanse *business judgment rule* en ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht, *Ondernemingsrecht* 2005, 372
- Noot bij Ok. 21 december 2004, *Ondernemingsrecht* 2005, 100 (Unilever)
- Assink, B.F. en Olden, P.D.
Assink/Olden (2005): Over bestuurdersaansprakelijkheid – De reikwijdte van de maatstaf 'ernstig verwijt', vrijetekening en vrijwaring nader bezien, *Ondernemingsrecht* 2005, 9

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

- Bainbridge, S.M.
www.professorbainbridge.com
Bainbridge (2004): The business judgment rule as abstention doctrine, *Vanderbilt Law Review* 2004, 83
- Bakels, F.B.
Conclusie voor HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 (VIBA) m. nt. Maeijer
Conclusie voor HR 3 mei 2002, *NJ* 2002, 393 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management) m. nt. Van Schilfgaarde
- Balotti, R.F. en Hanks, Jr., J.J.
Balotti/Hanks (1993): Rejudging the business judgment rule, *The Business Lawyer* 1993, 1337
- Balotti, R.F. en Hinsey IV, J.
Balotti/Hinsey (2000): Director care, conduct, and liability: the Model Business Corporation Act solution, *The Business Lawyer* 2000, 35
- Bartman, S.M.
Noot bij Ok. 18 januari 2006, *Ondernemingsrecht* 2006, 197 (Laurus)
Bartman (2003): Antwoord op reactie prof. mr. W.J. Slagter, *Ondernemingsrecht* 2003, 467
Noot bij HR 21 februari 2003, *Ondernemingsrecht* 2003, 229 (HBG)
- Bartman, S.M. en Dorresteyn, A.F.M.
Bartman/Dorresteyn (2006): *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2006
Bartman/Dorresteyn (1985): Marginale toetsing en de vrijheid van de ondernemer, *NJB* 1985, 669
- Biegman-Hartogh, A.M.
Conclusie voor HR 26 oktober 1984, *NJ* 1985, 375 (Sjardin/Sjartec) m. nt. Maeijer
- Bier, B.
Bier (2006): De marge van de décharge, in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, 37
- Blanco Fernández, J.M.
Blanco Fernández (2000): Rechtspositie en aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen, *Ondernemingsrecht* 2000, 474
- Block, D.J., Barton, N.E. en Radin, S.A.
Block/Barton/Radin (1998): *The business judgment rule – Fiduciary duties of corporate directors*, New York (N.Y.): Aspen Law & Business 1998
- Boogert, M.W. den
Den Boogert (2005): De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de januskop van de commissaris, *Ondernemingsrecht* 2005, 252
- Borrius, Y.
Borrius (2004): Kroniek bestuurdersaansprakelijkheid, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, 7
Borrius (2003): Behoorlijk bestuur: één gedragsnorm?, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2002-2003*, Deventer: Kluwer 2003, 79
- Boukema, C.A.
Noot bij Ok. 27 maart 1974, *TVVS* 1975, 169 (Verenigde HVA-maatschappijen)

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Branson, D.M.

Branson (2002): The Indiana Supreme Court lecture. The rule that isn't a rule – The business judgment rule, *Valparaiso University Law Review* 2002, 631

Brink, M.

Noot bij Ok. 21 januari 2002, *JOR* 2002, 28 (HBG)

Noot bij Ok. 11 maart 1999, *JOR* 1999, 89 (Breevast)

Buijs, D.C.

Buijs (2006): Commissarissen: aandeelhoudertribunen of regenten. Ondernemingslust of de boel bij elkaar houden, in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, 117

Carney, W.J.

Carney (2001): Roundtable discussion: corporate governance, *Chicago-Kent Law Review* 2001, 235

Chandler III, W.B. en Strine, Jr., L.E.

Chandler/Strine (2003): The new federalism of the American corporate governance system: preliminary reflections of two residents of one small state, *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 953

Chittur, K.

Chittur (1986): The corporate director's standard of conduct. Past, present, and future, *Delaware Journal of Corporate Law* 1986, 505

Coffee, Jr., J.C.

Coffee (2005): Gatekeepers failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms, in: *Corporate governance in context: corporations, states, and markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford: Oxford University Press 2005, 599

Daal, G. van

Van Daal (2005): Gedragseffecten van bestuurdersaansprakelijkheid, in: *JUVAT-dag 2004 – Bundeling van lezingen gehouden op 22 april 2004*, Tilburg: Wolf Legal Publishers 2005, 27

Dam, C.C. van

Van Dam (2000): *Aansprakelijkheidsrecht – Een grensoverschrijdend handboek*, 's-Gravenhage: Boom Juridische uitgevers 2000

Dan-Cohen, M.

Dan-Cohen (1984): Decision rules and conduct rules: on acoustic separation in criminal law, *Harvard Law Review* 1984, 625

Davis, Jr., B.

Davis (2000): Once more, the business judgment rule, *Wisconsin Law Review* 2000, 573

Delfos-Roy, Y.L.L.A.M.

Delfos-Roy (1997): *Informatieverstreking en informatievergaring in het kader van de toezichhoudende en raadgevende taak van de raad van commissarissen* (diss.), Deventer: Kluwer 1997

DeMott, D.A.

DeMott (1988): Beyond metaphor: an analysis of fiduciary obligation, *Duke Law Journal* 1988, 879

Doorman, A.

Doorman (2004): Wilmington aan de Prinsengracht, *Ondernemingsrecht* 2004, 402

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

- Dorresteyn, A.F.M.
Dorresteyn (1998): Tegenstrijdig belang: de stand van zaken, *WPNR* 1998, 750
Dorresteyn (1989): *Tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen: een rechtsvergelijkende studie* (diss.), Deventer: Kluwer 1989
- Drion, H.
Drion (1973): Functies van rechtsregels in het privaatrecht, in: *Speculum Langemeijer – 31 rechtsgeleerde opstellen*, Zwolle: Tjeenk Willink 1973, 49
- Duk, R.A.A.
Duk (1990): Het afwegen van appels en peren: inhoudelijke toetsing in de rechtspraak ex art. 26 WOR van ondernemersbesluiten, *SMA* 1990, 129
- Easterbrook, F.H. en Fischel, D.R.
Easterbrook/Fischel (1991): *The economic structure of corporate law*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 1991
- Eeghen, L.J. van
Van Eeghen (2006): *Het schemergebied vóór faillissement* (diss.), 's-Gravenhage: Boom Juridische uitgevers 2006
- Eisenberg, M.A.
Eisenberg (2005): *Corporations and other business organizations – Cases and materials*, New York (N.Y.): Foundation Press 2005
Eisenberg (2000): *Corporations and other business organizations – Cases and materials*, New York (N.Y.): Foundation Press 2000
Eisenberg (1999): Corporate law and social norms, *Columbia Law Review* 1999, 1253
Eisenberg (1993): The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law, *Fordham Law Review* 1993, 437
Eisenberg (1990): The duty of care of corporate directors and officers, *University of Pittsburg Law Review* 1990, 945
- Farrar, J.H.
Farrar (2005): *Corporate governance: theories, principles and practice*, South Melbourne: Oxford University Press 2005
- Franssen van de Putte, A.S.
Franssen van de Putte (2004): Vrijwaring en verzekering, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, 491
- Geerts, P.G.F.A.
Geerts (2006): Kroniek enquêterecht 2005, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006*, Deventer: Kluwer 2006, 9
Geerts (2004): *Enkele formele aspecten van het enquêterecht* (diss.), Deventer: Kluwer 2004
- Gepken-Jager, E.E.G.
Gepken-Jager (2003): Doorbraak van de tegenstrijdigbelangregeling?, in: *LT – Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, 87
- Gerven, W. van
Van Gerven (1983): *Beginselen van behoorlijk handelen*, Zwolle: Tjeenk Willink 1983

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Gevurtz, F.A.

Gevurtz (1994): The business judgment rule: meaningless verbiage or misguided notion?, *Southern California Law Review* 1994, 287

Ginneken, M.J. van

Van Ginneken (2006): Vijandige overnames en het vennootschappelijk belang, *Ondernemingsrecht* 2006, 526

Glasz, J.R.

Glasz (1995): *Enige beschouwingen over zinvol commissariaat* (diss.), Deventer: Kluwer 1995

Glasz, J.R., Beckman, H. en Bos, J.A.M.

Glasz/Beckman/Bos (1994): *Bestuur en toezicht: taken, verantwoordelijkheden, aansprakelijkheden van bestuurders en commissarissen*, Deventer: Kluwer 1994

Gower, L.C.B.

Gower (1957): *Principles of modern company law*, London: Stevens & Sons 1957

Gower, L.C.B. en Davies, P.L.

Gower/Davies (2003): *Principles of modern company law*, London: Sweet & Maxwell 2003

Grapperhaus, F.B.J.

Grapperhaus (2005): Over bestuursbeleid, aansprakelijkheid en afrekening van bestuurders, *ArA* 2005, 4

Grinten, W.C.L. van der

Van der Grinten (1969): Marginale toetsing, in: *Op de grenzen van komend recht – Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H. Beekhuis*, Deventer: Kluwer 1969, 109

Groenewald, Th.

Groenewald (2001): *Doeloverschrijding bij NV en BV* (diss.), Deventer: Kluwer 2001

Haazen, I.

Haazen (2004), Roekeloosheid en bewuste roekeloosheid in de systematiek van het Burgerlijk Wetboek, *WPNR* 2004, 193, 209

Hanks, Jr., J.J. en Scriggins, L.P.

Hanks/Scriggins (2000): Protecting directors and officers from liability – The influence of the Model Business Corporation Act, *The Business Lawyer* 2000, 3

Heijden, E.J.J. van der en Grinten, W.C.L. van der

Van der Heijden/Van der Grinten (1992): *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Alphen aan den Rijn: Tjeenk Willink 1992

Holtzer, M.

Holtzer (2002): Rechtspraakoverzicht enquêterecht 2000 en 2001, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2001-2002*, Deventer: Kluwer 2002, 29

Honée, H.J.M.N.

Honée (1996): Commissarissen, gezanten uit Niemandland?, *De NV* 1996, 276

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

- Huizink, J.B.
Huizink (2005), *Groene Losbladige – Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer 2005, Aantekeningen bij art. 2:9 BW
Huizink (2002): Bestuurdersaansprakelijkheid bij zwaar weer, *TvI* 2002, 167
- Huydecoper, J.L.R.A.
Conclusie voor HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (Skipper Club Charter/Jaarsma) m. nt. Maeijer
- IJsselmuiden, Th.S.
Noot bij Ok. 1 september 1994, *TVVS* 1994, 333 (KMZM)
Noot bij HR 10 januari 1990, *TVVS* 1990, 127 (Ogem Holding)
- Jacobs, J.B.
Jacobs (2006): The role of specialized courts in resolving corporate governance disputes in the United States and in the EU: an American judge's perspective, in: *The quality of corporate law and the role of corporate law judges*, Amsterdam: Center for Corporate Finance 2006, 95
Jacobs (2001): Roundtable discussion: corporate governance, *Chicago-Kent Law Review* 2001, 235
- Johnson, L.
Johnson (2003): After Enron: remembering loyalty discourse in corporate law, *Delaware Journal of Corporate Law* 2003, 27
Johnson (2000): The modest business judgment rule, *The Business Lawyer* 2000, 625
Johnson (1999): Rethinking judicial review of director care, *Delaware Journal of Corporate Law* 1999, 787
- Josephus Jitta, M.W.
Noot bij Ok. 6 januari 2005, *JOR* 2005, 6 (Koninklijke Ahold)
Josephus Jitta (2004): Enkele gedachten over het formele enquêterecht; is het efficiënt wanneer de dienstmaagd moeder wordt?, in: *Het recht van enquête onderzocht – Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2004, 1
Noot bij HR 19 mei 1999, *JOR* 1999, 145 (Bobel)
- Kemperink, G.N.H.
Kemperink (2002): *Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten: de toepassing van de wet op de ondernemingsraden en de SER-fusiegedragsregels bij fusie- en overnametransacties*, Deventer: Kluwer 2002
- Kenyon-Slade, S.
Kenyon-Slade (2004): *Mergers and takeovers in the US and the UK: law and practice*, Oxford: Oxford University Press 2004
- Kluiver, H.J. de
De Kluiver (2000): Goede trouw en rechtspersonenrecht, in: *A-T-D – Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, 225
- Koelemeijer, M.
Koelemeijer (1999), *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvenootschappen* (diss.), Deventer: Kluwer 1999
- Koning, F.
Noot bij Ok. 21 juni 1979, *SMA* 1979, 860 (Batco Nederland)

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Kraakman, R.R. e.a.

Kraakman (2004): *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2004

Kroeze, M.J.

Kroeze (2005): *Bange bestuurders* (oratie), Deventer: Kluwer 2005

Kroeze (2004): *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss.), Deventer: Kluwer 2004

Kroeze, M.J., Timmerman, L. en Wezeman, J.B.

Kroeze/Timmerman/Wezeman (2005): *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005

Leeuwen, B.H.A. van

Van Leeuwen (1990): *Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur: een onderzoek naar de juridische normering van het besturen van een onderneming* (diss.), Deventer: Kluwer 1990

Leijten, A.F.J.A.

Leijten (2006): Tegenstrijdig belang in het enquêterecht, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006*, Deventer: Kluwer 2006, 119

Leijten (2005): Tegenstrijdig belang als strijdmiddel voor curatoren, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Deventer: Kluwer 2005, 135

Lennarts, M.L.

Lennarts (2006): *De twilight zone* (oratie), Deventer: Kluwer 2006

Li, X.

Li (2007): *A comparative study of shareholders' derivative actions* (diss.), Deventer: Kluwer 2007

Lo Manto, C.

Lo Manto (2003): *Corporate governance* (gedrags)regels in (de) strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, in: *LT – Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, 205

Löwensteyn, F.J.W.

Löwensteyn (1984): Rechterlijke toetsing van besluiten nu en in de toekomst, in: *Goed en trouw – Opstellen aangeboden aan prof. mr. W.C.L. van der Grinten ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen*, Zwolle: Tjeenk Willink 1984, 127

Löwensteyn (1959): *Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap* (diss.), Zwolle: Tjeenk Willink 1959

Maeijer, J.M.M.

Noot bij HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA)

Noot bij HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (Skipper Club Charter/Jaarsma)

Noot bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG)

Noot bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 (VIBA)

Noot bij HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 (Zwagerman Beheer)

Maeijer (2000): Deelrechtsorde, redelijkheid en billijkheid en vennootschappelijk belang, in: *A-T-D – Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. van Schilfgearde*, Deventer: Kluwer 2000, 281

Noot bij HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (Text Lite Holding)

Noot bij HR 20 november 1996, *NJ* 1997, 188 (Louder Holdings)

Noot bij HR 7 juni 1996, *NJ* 1996, 695 (Ontvanger/Van Zoolingen)

Noot bij HR 20 oktober 1989, *NJ* 1990, 308 (Ellem Beheer/De Bruin)

Noot bij Ok. 7 juli 1988, *NJ* 1989, 845 (Fluke Holland)

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Noot bij Ok. 10 december 1981, *NJ* 1983, 24 (Ford Nederland)

Noot bij Ok. 29 mei 1980, *NJ* 1981, 272 (Heidemij)

Mendel, M.M. en Oostwouder, W.J.

Mendel/Oostwouder (2007): *Hoofdzaken NV en BV*, Deventer: Kluwer 2007

Mok, M.R.

Mok (2006): Verantwoording in rechte ter zake van de taakvervulling door de leiding van ondernemingen, in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, 407

Mok (2004): Het recht van enquête, in: *Het recht van enquête onderzocht – Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2004, 43

Conclusie voor HR 13 september 2002, *JOR* 2002, 186 (De Vries Robbé Groep)

Conclusie voor HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 (Zwagerman Beheer) m. nt. Maeijer

Mok (2000): De activistische rechter en het ondernemingsrecht, in: *A-T-D – Opstellen aangeboden aan prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, 299

Conclusie voor HR 8 juni 2001, *NJ* 2001, 454 (Gilhuis q.q./Hamelinck)

Conclusie voor HR 31 mei 2000, *NJ* 2000, 555 (Vie d'Or) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 11 juni 1999, *NJ* 1999, 586 (Van Dooren q.q./Hendriks)

Conclusie voor HR 19 mei 1999, *NJ* 1999, 658 (Bobel) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (Staleman/Van de Ven Automobielfabriek Venlo) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (Ogem Holding) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 9 januari 1987, *NJ* 1987, 959 (Coöperatieve Melkleveringsverenigingen Vecolac/Coöperatieve Stoomzuivelfabriek Juliana) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 7 juli 1982, *NJ* 1983, 35 (Enka) m. nt. Maeijer

Mol van Otterloo, H.M. de

De Mol van Otterloo (2005): De enquêteprocedure: gedachten over wetswijzigingen, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Deventer: Kluwer 2005, 171

Moore II, A.G.T.

Moore (2006): The birth of *Unocal* – A brief history, *Delaware Journal of Corporate Law* 2006, 865

Morse, G. e.a.

Morse (2005): *Charlesworth company law*, London: Sweet & Maxwell 2005

Nederlandse *corporate governance* code

De Nederlandse *corporate governance* code d.d. 9 december 2003, te vinden op www.commissie-corporategovernance.nl

Olden, P.D.

Noot bij Ok. 2 september 2004, *Ondernemingsrecht* 2004, 598 (Getronics)

Olden (2003): Tien jaar onmiddellijke voorzieningen, *Ondernemingsrecht* 2003, 549

Orsel, R.A.

Orsel (2005): De reikwijdte van de interne aansprakelijkheid van bestuurders. Enkele kritische kanttekeningen, *NJB* 2005, 2134

Parijs, S.

Parijs (2005): *Fairness opinions and liability* (diss.), Deventer: Kluwer 2005

Parijs (2003): De grenzen van aansprakelijkheid van bestuurders in Nederland en de Verenigde Staten, in: *LT – Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, 229

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Potjewijd, G.H. en Kleipool, R.H.

Potjewijd/Kleipool (2007): De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer – Verslag van het 14^e congres van het Instituut voor Ondernemingsrecht, 17 en 18 november 2006, *Ondernemingsrecht* 2007, 131

Quillen, W.T.

Quillen (1986): *Trans Union*, business judgment, and neutral principles, *Delaware Journal of Corporate Law* 1986, 465

Raaijmakers, M.J.G.C.

Raaijmakers (2006): *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006

Raaijmakers (2003): *Corporate governance* en het enquêterecht. Pleidooi voor een genuanceerder gebruik door de OK van het enquête-instrumentarium, *NJB* 2003, 1373

Noot bij Ok. 21 januari 2002, *Ars Aequi* 2003, 433 (HBG)

Noot bij HR 9 juli 1990, *Ars Aequi* 1991, 83 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis)

Noot bij HR 10 januari 1990, *Ars Aequi* 1990, 858 (Ogem Holding)

Reed, J.L.

Reed (2006): ‘Good faith’ and the ability of directors to assert 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a defense to claims alleging the abdication, lack of oversight, and similar breaches of fiduciary duty, in: *The quality of corporate law and the role of corporate law judges*, Amsterdam: Center for Corporate Finance 2006, 107

Reed, J.L. en Neiderman, M.

Reed/Neiderman (2004): ‘Good faith’ and the ability of directors to assert 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a defense to claims alleging the abdication, lack of oversight, and similar breaches of fiduciary duty, *Delaware Journal of Corporate Law* 2004, 111

Riley, C.A.

Riley (1999): The company director’s duty of care and skill: the case for an onerous but subjective standard, *Modern Law Review* 1999, 697

Rock, E.B.

Rock (1997): Saints and sinners: how does Delaware corporate law work?, *UCLA Law Review* 1997, 1009

Rood, M.G.

Rood (1981): Over vage normen in het sociaal recht, in: *Gratia Commercii – Opstellen aangeboden aan prof. mr. A. van Oven ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar aan de Rijksuniversiteit te Leiden*, Zwolle: Tjeenk Willink 1981, 225

Rosenberg, D.

Rosenberg (2007): Galactic stupidity and the business judgment rule, *Journal of Corporation law* 2007, 301

Roth, B.

Roth (2000): Entire fairness review for a ‘pure’ breach of the duty of care. Sensible approach or *Technicolor flop?*, *Delaware Law Review* 2000, 145

Sanders, P., Westbroek, W., Buijn, F.K. en Storm, P.M.

Buijn/Storm (2005): *BV en NV: het nieuwe ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

- Sangen, G.J.H. van der
Van der Sangen (2004): Het enquêterecht als bron van nieuw ondernemingsrecht. Beschouwingen over de uitdijende reikwijdte van het enquêterecht, *TvO* 2004, 33, 82
- Schaafsma, A.C.
Schaafsma (2007): Bestuurdersaansprakelijkheid: de toetsingsnorm van art. 2:9 BW vergeleken met de *business judgment rule*, *O&F* 2007, 45
- Schilfgaarde, P. van
Noot bij HR 3 mei 2002, *NJ* 2002, 393 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management)
Van Schilfgaarde (2002): Gucci: een verrassende beslissing na verwijzing, in: *Mok-aria – Opstellen aangeboden aan prof. mr. M.R. Mok ter gelegenheid van zijn 70^e verjaardag*, Deventer: Kluwer 2002, 261
- Schilfgaarde, P. van en Winter, J.W.
Van Schilfgaarde/Winter (2006), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2006
- Schuit, S.R.
Schuit (2007): Onderneming en integriteit: de bestuurder, in: *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007, 7
- Slagter, W.J.
Slagter (2005): *Compendium van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005
Slagter (2004): De invloed van de voorstellen van de Commissie-Tabaksblat op de rechtspleging, *NJB* 2004, 976
Slagter (2003): Sancties in het enquêterecht, *Ondernemingsrecht* 2003, 466
- Smit, H.J.
Smit (2002): Na 30 jaar enquêterechtspraak van de Ondernemingskamer, *Ondernemingsrecht* 2002, 42
- Smith, D.G.
www.theconglomerate.org/gordon
Smith (1999): A proposal to eliminate director standards from the Model Business Corporation Act, *University of Cincinnati Law Review* 1999, 1201
- Soerjatin, E.M.
Soerjatin (2005): Kroniek enquêterecht 2004: over consolidatie gesproken, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Deventer: Kluwer 2005, 67
Soerjatin (2004): Kroniek enquêterecht 2003: wie gaat er in het (hoender)hok: de knuppel of de Ondernemingskamer?, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, 93
- Soest, J. van
Conclusie voor HR 16 augustus 1996, *NJ* 1997, 37 (VHS) m. nt. Maeijer
Conclusie voor HR 19 maart 1975, *NJ* 1976, 267 (Verenigde HVA-maatschappijen) m. nt. Wachter
Conclusie voor HR 30 oktober 1974, *NJ* 1975, 185 (Schenkkan) m. nt. Wachter
- Solinge, G. van
Noot bij HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (Laurus)
Van Solinge (1998): Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid, in: *Drie Nijmeegse redes: beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering*, Deventer: Kluwer 1998, 37
Noot bij HR 8 april 1998, *JOR* 1998, 133 (Skipper Club Charter)

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Sperling, J.

Sperling (1998): *Derivative suits* in Nederland?, *De NV* 1998, 62

Spier, J.

Conclusie voor HR 29 november 2002, *JOR* 2003, 2 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek) m. nt. Bartman

Steele, M.T.

Steele (2007): Judicial scrutiny of fiduciary duties in Delaware limited partnerships and limited liability companies, *The Delaware Journal of Corporate Law* 2007, 1

Strik, D.A.M.H.W.

Strik (2006): *Commentaar Ondernemingsrecht*, 's-Gravenhage: Sdu Uitgevers 2006, Aantekeningen bij art. 2:9 BW

Strine, Jr., L.E.

Strine (2005): If corporate action is lawful, presumably there are circumstances in which it is equitable to take that action: the implicit corollary to the rule of *Schnell v. Chris-Craft*, *The Business Lawyer* 2005, 877

Strine (2002): Derivative impact? Some early reflections on the corporation law implications of the Enron debacle, *The Business Lawyer* 2002, 1371

Strine (2001): Categorical confusion: deal protection measures in stock-for-stock merger agreements, *The Business Lawyer* 2001, 919

Timmerman, L.

Conclusie voor HR 4 mei 2007, *LJN* BA1082 (Taxi Centrale Amsterdam)

Conclusie voor HR 30 maart 2007, *ARO* 2007, 68 (ATR Leasing IV)

Conclusie voor HR 2 maart 2007, *NJ* 2007, 240 (Holding Nutsbedrijf Westland/X.) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 8 december 2006, *JOR* 2007, 37 (Breda Industries/Interpolis Onroerend Goed) m. nt. Abendroth

Conclusie voor HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (Ontvanger/Roelofsen)

Conclusie voor HR 13 oktober 2006, *JOR* 2006, 295 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or) m. nt. Busch

Conclusie voor HR 1 september 2006, *JOR* 2006, 262 (EMBA)

Conclusie voor HR 17 juli 2006, *NJ* 2006, 570 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 23 juni 2006, *JOR* 2006, 234 (CallActive)

Timmerman (2006 c): Hartkamp en afgeleide schade, in: *Hartkampvarianties – Opstellen aangeboden aan prof. mr. A.S. Hartkamp ter gelegenheid van zijn afscheid als procureur-generaal bij de Hoge Raad der Nederlanden*, Deventer: Kluwer 2006, 129

Timmerman (2006 b): Impliceert beperkte toetsing door de rechter ook beperkte verantwoordelijkheid?, *Ondernemingsrecht* 2006, 334

Timmerman (2006 a): Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid, in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, 531

Conclusie voor HR 18 november 2005, *NJ* 2006, 173 (Unilever) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (Laurus) m. nt. Van Solinge

Conclusie voor HR 4 februari 2005, *NJ* 2005, 127 (Landis Group) m. nt. Maeijer

Timmerman (2005): Gedragsrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van vennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2005, 2

Timmerman (2004 b): Is vennootschapsrecht moeilijk?, *Ondernemingsrecht* 2004, 477

Conclusie voor HR 9 juli 2004, *NJ* 2004, 519 (Duplicado/Goedkoop q.q.) m. nt. Maeijer

Timmerman (2004 a): *Arithmétique néerlandaise*, *Ondernemingsrecht* 2004, 148

Conclusie voor HR 6 februari 2004, *JOR* 2004, 67 (Reinders Didam Beheer/Gunning q.q.)

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

- Timmerman (2003 c): Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief, *Ondernemingsrecht* 2003, 555
- Timmerman (2003 b): Kroniek van het vennootschapsrecht, *NJB* 2003, 1633
- Timmerman (2003 a): Van digitaal naar analogoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen, *Ondernemingsrecht* 2003, 38
- Timmerman (2002): Kroniek van het vennootschapsrecht, *NJB* 2002, 1541
- Timmerman (2001): Kroniek van het vennootschapsrecht, *NJB* 2001, 470
- Timmerman (2000): Van afgeleide schade naar afgeleide actie, in: *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000, 15
- Timmerman (1996): Kroniek van het vennootschapsrecht, *NJB* 1996, 1318
- Timmerman (1992): Enkele opmerkingen over het normeren van het handelen van bestuurders van n.v.'s en b.v.'s, *TVVS* 1992, 31
- Timmerman (1990): Onderneming en vennootschap, in: *Piercing Van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 1990, 3
- Timmerman (1988 b): De concretisering van vage normen in het ondernemingsrecht, in: *Van vennootschappelijk belang – Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.M.M. Maeijer ter gelegenheid van zijn 25-jarig ambtsjubileum als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen*, Zwolle: Tjeenk Willink 1988, 337
- Timmerman (1988 a): *Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers: een ondernemingsrechtelijke studie* (diss.), Deventer: Kluwer 1988
- Uniken Venema, C.Æ.
- Uniken Venema (1998): Beschermingsconstructies en de OK, in: *De Ondernemingskamer – Prinsengrachtreeks*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 1998, 33
- Uniken Venema (1995): *Enquêterecht en ondernemerschap: rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid en ondernemerschap*, 's-Gravenhage, Stichting Ars Aequi 1995
- Veasey, E.N.
- Veasey (2005): What happened in Delaware corporate law and governance from 1992-2004?, *University of Pennsylvania Law Review* 2005, 1399
- Veasey (2003): Some current corporate governance issues for directors of Delaware corporations, Voordracht vanwege *National Association of Corporate Directors*, Washington D.C. (D.C.), 21 oktober 2003, 1
- Veasey (2000): The role of the judiciary in corporate law, corporate governance and economic goals, Voordracht vanwege *Company law reform in OECD Countries – A comparative outlook of current trends*, Stockholm, 7 en 8 december 2001, 1
- Veasey (1998): An economic rationale for judicial decisionmaking in corporate law, *The Business Lawyer* 1998, 681
- Veasey (1997): The defining tension in corporate governance in America, *The Business Lawyer* 1997, 393
- Veasey, E.N. en Manning, W.E.
- Veasey/Manning (1980): Codified standard – Safe harbor or unchartered reef?, *The Business Lawyer* 1980, 919
- Veasey, E.N. en Seitz, J.M.S.
- Veasey/Seitz (1985): The business judgment rule in the Revised Model Act, the *Trans Union* case and the ALI Project – A strange porridge, *Texas Law Review* 1985, 1483
- Verburg, L.G.
- Verburg (2005): De bestuurder beschermd: effecten van dualiteit op de positie van de statutair directeur, *ArbeidsRecht* 2005, 22

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Verdam, A.F.

Verdam (2005): Tegenstrijdig belang en de rol van de aandeelhoudersvergadering, in het bijzonder bij beursvennootschappen, *WPNR* 2005, 505

Verdam (1995): *Corporate opportunities: over de toeigening door functionarissen van aan de vennootschap toebehorende business opportunities* (diss.), Zwolle: Tjeenk Willink 1995

Vletter-van Dort, H.M.

Vletter-van Dort (2006): *Commentaar Ondernemingsrecht*, 's-Gravenhage: Sdu Uitgevers 2006, Aantekeningen bij art. 2:92/201 BW

Vletter-van Dort (2001): *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking* (diss.), Deventer: Kluwer 2001

Vlis, P. van der

Van der Vlis (1997): De kosten van een enquête; wie zal dat betalen?, *TVVS* 1997, 227

Vries Lentsch-Kostense, C.L. de

Conclusie voor HR 30 maart 2007, *LJN* AZ2656 (Marielle Investments/ING Bank)

Conclusie voor HR 2 maart 2001, *NJ* 2001, 649 (Stichting M./H.) m. nt. Van Wijmen en Vranken

Wakkie, P.N.

Wakkie (2004): Beschermingsmaatregelen in de Verenigde Staten, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, 421

Wesseling-van Gent, E.M.

Conclusie voor HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA) m. nt. Maeijer

Conclusie voor HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG) m. nt. Maeijer

Wezeman, J.B.

Wezeman (2004): Ernstig verwijtbaar handelende bestuurders van NV's en BV's, in: *Bewuste Roekeloosheid in het privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2004, 83

Noot bij HR 29 november 2002, *Ondernemingsrecht* 2003, 231 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek)

Wezeman (1998): *Aansprakelijkheid van bestuurders* (diss.), Deventer: Kluwer 1998

Wiarda, G.J.

Wiarda (1980): *Drie typen rechtsvinding*, Zwolle: Tjeenk Willink 1980

Wijmen, F.C.B. van

Noot bij HR 2 maart 2001, *NJ* 2001, 649 (Stichting M./H.)

Willems, J.H.M.

Willems (2004 c): The Companies and Business Court: some introductory remarks, in: *The Companies and Business Court from a comparative law perspective*, Deventer: Kluwer 2004, 181

Willems (2004 b): Insolventierecht en enquêterecht: over convergerende en conflicterende rechtsgebieden, *TvI* 2004, 249

Willems (2004 a): Aspecten van *class action* en *public interest litigation* in de enquêteprocedure, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, 431

Willems (2003 b): Interview met J.H.M. Willems, *Effect* 2003, 12

Willems (2003 a): *Corporate governance*: bron van behoren of – ook – van recht?, *Uitgave vanwege NautaDutilh* 2003, 53

Willems (2000 b): De enquêteprocedure: een efficiënte dienstmaagd, in: *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2000, 29

LIJST VAN AANGEHAALDE WETSGESCHIEDENIS EN LITERATUUR

Willems (2000 a): Vorm en inhoud: enige opmerkingen over de medezeggenschap in de rechtspraak van de Ondernemingskamer, *ArbeidsRecht* 2000, 6

Winter, J.W.

Winter (2006 b): Integriteit, ondernemen, regelgeving en handhaving, in: *Corporate integrity: hoe te handhaven?* – Uitgave ter gelegenheid van het derde lustrum van de Stichting Grotius Academie, Nijmegen: Stichting Grotius Academie 2006, 1

Winter (2006 a): *Corporate governance* handhaving in de VS, EU en Nederland, in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, 621

Winter (2003): In Nederland aanvaarde inzichten omtrent *corporate governance*, in: *LT – Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, 331

Winters, B.

Winters (2006): *Commentaar Ondernemingsrecht*, 's-Gravenhage: Sdu Uitgevers 2006, Aanteekeningen bij het recht van enquête

Winters, B. en Ploeger, P.N.

Winters/Ploeger (2007): Kroniek enquêterecht 2006, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, 11

Winters, B. en Weert, E. van de

Noot bij HR 21 februari 2003, *Ondernemingsrecht* 2003, 302 (VIBA)

Wulf, H. de

De Wulf (2002): *Taak en loyauteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap* (diss.), Antwerpen: Intersentia 2002

Rechtspraakregister

De Nederlandse uitspraken zijn per rechterlijk college chronologisch gerangschikt op jaar van nieuw naar oud, waar relevant inclusief annotator. Daarbinnen staan de uitspraken van dezelfde datum in alfabetische volgorde. De buitenlandse uitspraken zijn eveneens chronologisch gerangschikt op jaar van nieuw naar oud. Daarbinnen staan de uitspraken van hetzelfde jaar in alfabetische volgorde. Binnen Delaware is een onderverdeling aangebracht in uitspraken van de *Supreme Court* van Delaware en uitspraken van de *Court of Chancery* van Delaware. De verwijzingen achter de uitspraken duiden op de hoofdstuk- en paragraafnummers. Bij *NJ*, *JOR* en *ARO* wordt verwezen naar nummers, niet naar pagina's.

NEDERLANDSE UITSPRAKEN

Hoge Raad der Nederlanden

- HR 4 mei 2007, *LJN* BA1082 (Taxi Centrale Amsterdam) – V/26.a
HR 30 maart 2007, *ARO* 2007, 68 (ATR Leasing IV) – II/7.a, II/9.b, V/25, V/30.a, VI/37
HR 30 maart 2007, *LJN* AZ2656 (Marielle Investments/ING Bank) – I/4.f
HR 2 maart 2007, *NJ* 2007, 240 (Holding Nutsbedrijf Westland/X.) m. nt. Maeijer – VII/42.a
HR 16 februari 2007, *JOR* 2007, 112 (Gebr. Tuin Beheer/Houthoff Buruma) m. nt. Van Veen en Van Wechem – II/9.a, V/26.c
HR 15 december 2006, *ARO* 2007, 1 (Backers en Zoon) – V/30.a, VI/37
HR 8 december 2006, *NJ* 2006, 659 (Ontvanger/Roelofsen) – I/3.d, II/7.a, VI/38.c, VII/42.a, VII/42.b
HR 20 oktober 2006, *NJ* 2007, 2 (Van Schilt/Jansen q.q.) m. nt. Maeijer – VI/35.b
HR 13 oktober 2006, *JOR* 2006, 296 (Deloitte & Touche/Stichting Vie d'Or) m. nt. Beckman – I/4.b
HR 13 oktober 2006, *JOR* 2006, 295 (De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d'Or) m. nt. Busch – I/4.b, I/4.c, V/24.c, VII/42.b
HR 13 oktober 2006, *JOR* 2006, 297 (Hewitt Associates/Stichting Vie d'Or) – I/4.b
HR 1 september 2006, *JOR* 2006, 262 (EMBA) – I/4.b
HR 17 juli 2006, *NJ* 2006, 570 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.) m. nt. Maeijer – VI/35.a, VI/35.b, VI/38.e, VI/39.a
HR 23 juni 2006, *JOR* 2006, 234 (CallActive) – V/30.a, VI/37
HR 10 februari 2006, *NJ* 2006, 241 (Koninklijke KPN/SOBI) m. nt. Maeijer – I/4.e, VI/35.b
HR 18 november 2005, *NJ* 2006, 173 (Unilever) m. nt. Maeijer – V/24, V/24.a, V/24.c, V/25, V/27.a, V/30.a, V/30.b (vanaf 2000), VI/36, VI/37, VII/42.b
HR 11 november 2005, *JOR* 2006, 90 (Ontvanger/Voorsluijs) – V/24.b
HR 14 oktober 2005, *NJ* 2006, 30 (Ontvanger/Van Burgeler) m. nt. Zwemmer – VII/42.d
HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443 (Laurus) m. nt. Van Solinge – I/4.b, I/4.c, I/4.e, I/4.f, V/24, V/24.b, V/24.c, VI/37, VI/38.f, VI/38.g, VII/41.f, VII/42.a, VII/42.b, VII/42.d
HR 1 april 2005, *NJ* 2006, 377 (X./Onderlinge Waarborgmaatschappij ZAO Zorgverzekeringen) m. nt. Van Wijmen en Snijders – I/3.a
HR 4 februari 2005, *NJ* 2005, 127 (Landis Group) m. nt. Maeijer – I/3.a, V/24.a, V/30.a
HR 9 juli 2004, *NJ* 2004, 519 (Duplicado/Goedkoop q.q.) m. nt. Maeijer – II/7.a, VI/35.a, VI/35.b, VI/38.e, VI/38.f, VI/39.a

RECHTSPRAAKREGISTER

- HR 20 februari 2004, *JOR* 2004, 93 (Hartog Holding/Hartog) m. nt. Van den Ingh – VI/38.f
- HR 6 februari 2004, *JOR* 2004, 67 (Reinders Didam Beheer/Gunning q.q.) – V/35.a
- HR 9 januari 2004, *NJ* 2005, 190 (Nannini/SFT Bank) m. nt. Sniijders – VI/38.b
- HR 6 juni 2003, *NJ* 2003, 563 (Kuipers/Wentink) – I/3.d
- HR 6 juni 2003, *NJ* 2003, 486 (Scheipar) m. nt. Maeijer – I/3.a, V/24, V/24.b, V/30.a, VI/37
- HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA) m. nt. Maeijer – I/4.c, I/4.f, II/7.a, V/24, V/24.c, V/25, V/26.b, V/26.c, V/27.a, V/28.a, V/28.b, V/29.b, VI/35, VI/35.b, VI/35.c, VI/36, VI/38.f, VI/39.a, VII/42.a, VII/42.b
- HR 4 april 2003, *NJ* 2004, 536 (Amev Schadeverzekering/Meyerink) m. nt. Mendel – VII/42.b
- HR 4 april 2003, *NJ* 2003, 538 (Skipper Club Charter/Jaarsma) m. nt. Maeijer – I/4.c, I/4.f, V/24.c, V/26.b, VII/42.a, VII/42.b
- HR 7 maart 2003, *NJ* 2003, 302 (Bout/W.) – I/4.b
- HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 182 (HBG) m. nt. Maeijer – I/3.e, I/4.e, I/4.f, V/25, V/26.b, V/26.c, V/27.a, V/27.c, V/28.a, V/28.b, VI/33, VI/34, VI/35.b, VI/36, VII/41.e
- HR 21 februari 2003, *NJ* 2003, 181 (VIBA) m. nt. Maeijer – I/4.f, V/24.c, V/25, V/26.a, V/26.c, V/27.a, V/29.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/36, VI/38.a
- HR 20 december 2002, *NJ* 2003, 325 (Zürich Lebensversicherungs Gesellschaft/X.) m. nt. Kleijn – I/4.b
- HR 29 november 2002, *JOR* 2003, 2 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek) m. nt. Bartman – I/3.e, I/4.b, I/4.f, V/24.c, V/26.b, VI/35.b, VII/42.a, VII/42.b, VII/42.c
- HR 13 september 2002, *JOR* 2002, 186 (De Vries Robbé Groep) – V/29.b
- HR 3 mei 2002, *NJ* 2002, 393 (Da Costa Gomez-Brandao/Joral Management) m. nt. Van Schilfgaarde – VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/38.e, VI/38.f, VI/39.a
- HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 (Zwagerman Beheer) m. nt. Maeijer – I/2, I/4.e, II/7.a, II/7.e, V/26.a, V/26.b, V/26.c, V/28.a, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/33, VI/34, VI/35.a, VI/35.c, VI/38.a, VI/38.e
- HR 8 februari 2002, *NJ* 2002, 196 (Beverwijk/Maarssens Bouwbedrijf) – I/3.d
- HR 18 januari 2002, *NJ* 2002, 96 (Steins/Textile Company) – I/3.d
- HR 21 december 2001, *JOR* 2002, 38 (SOBI/Hurks) m. nt. Faber en Bartman – I/3.e, VI/35.a
- HR 26 oktober 2001, *NJ* 2002, 94 (Bogaardt/Ontvanger) m. nt. Maeijer – I/4.e, II/7.e, VI/34, VI/38.c
- HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002, 92 (Skygate Holding) m. nt. Maeijer – I/4.e
- HR 15 juni 2001, *NJ* 2001, 573 (Chipshol/X.) m. nt. Maeijer – II/9.a
- HR 8 juni 2001, *NJ* 2001, 454 (Gilhuis q.q./Hamelinck) – I/4.b, I/4.e, VII/42.a, VII/42.d
- HR 6 juni 2001, *JOR* 2001, 147 (YVC Holding) – V/30.a
- HR 13 oktober 2000, *NJ* 2000, 699 (S./SOBI) m. nt. Maeijer – II/9.a, V/24.c
- HR 27 september 2000, *NJ* 2001, 221 (Forward Business Parks) – V/30.a
- HR 27 september 2000, *JOR* 2000, 217 (Gucci Group) m. nt. Brink – I/4.b, II/9.h, V/24, V/25, V/26.a, V/26.c, V/30.a, V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- HR 14 juli 2000, *NJ* 2001, 146 (European Bulk Services) – V/30.a
- HR 28 juni 2000, *NJ* 2000, 556 (Hoffmann Beheer) m. nt. Maeijer – V/26.c
- HR 18 februari 2000, *NJ* 2000, 295 (New Holland Belgium/Oosterhof) m. nt. Maeijer – I/3.d
- HR 10 december 1999, *JOR* 2000, 11 (Moonen/Prickartz q.q.) m. nt. Jansen en Loonstra – V/26.b, VII/42.a, VII/42.b
- HR 11 juni 1999, *NJ* 1999, 586 (Van Dooren q.q./Hendriks) – V/26.b, VII/42.a, VII/42.b, VII/42.c
- HR 19 mei 1999, *NJ* 1999, 658 (Bobel) m. nt. Maeijer – V/29.b
- HR 19 mei 1999, *NJ* 1999, 670/671 (De Haan Beheer) m. nt. Maeijer – V/24.a
- HR 29 januari 1999, *NJ* 1999, 245 (Filipovic/Interpolis Schade) – I/3.a
- HR 8 januari 1999, *NJ* 1999, 318 (Pelco/Sturkenboom) m. nt. Maeijer – I/3.d
- HR 11 december 1998, *NJ* 1999, 650 (S./Van N.) m. nt. Clausing – I/4.b
- HR 20 november 1998, *NJ* 1999, 684 (Simon Møkster Shipping/Wijsmuller Groep Holding) m. nt. Van Schilfgaarde – VII/42.c
- HR 11 september 1998, *NJ* 1999, 171 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.) m. nt. Maeijer – VI/35.a

RECHTSPRAAKREGISTER

- HR 8 april 1998, *JOR* 1998, 133 (Skipper Club Charter) m. nt. Van Solinge – V/29.b
- HR 9 januari 1998, *NJ* 1998, 440 (N./Tribulet) m. nt. Stein – V/29.c (vanaf 2000)
- HR 12 december 1997, *NJ* 1998, 348 (Ventaz Engineering/Industriebond FNV) m. nt. Maeijer – II/9.a
- HR 7 november 1997, *NJ* 1998, 268 (Philips Electronics/Vereniging van Effectenbezitters) m. nt. Maeijer – VI/35.b
- HR 4 juni 1997, *NJ* 1997, 671 (Text Lite Holding) m. nt. Maeijer – I/3.e, I/4.c, V/24, V/24.a, V/24.b, V/24.c, V/29.b, VI/37, VI/38.a, VII/42.b
- HR 2 mei 1997, *NJ* 1997, 662 (Kip/Coöperatieve Raiffeissen-Boerenleenbank Winterswijk) m. nt. Maeijer – II/9.a
- HR 15 januari 1997, *NJ* 1997, 368 (Vie d'Or) m. nt. Maeijer – V/24.a
- HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 (Staleman/Van de Ven Automobiëlbedrijf Venlo) m. nt. Maeijer – Ten geleide, I/4.d, I/4.e, V/24.c, V/26.b, VI/34, VI/35.c, VI/38.c, VI/38.d, VI/38.f, VII/42.a, VII/42.b
- HR 29 november 1996, *NJ* 1997, 178 (Dohmen/Amersfoortse Algemene Verzekeringsmaatschappij) – II/9.a
- HR 29 november 1996, *NJ* 1997, 345 (Van Anandel/Chipshol Forward) m. nt. Maeijer – I/2, II/9.a
- HR 20 november 1996, *NJ* 1997, 188 (Louder Holdings) m. nt. Maeijer – V/24.a, V/25, V/30.a
- HR 20 september 1996, *NJ* 1997, 149 (Playland/S.) – VI/35.c
- HR 16 augustus 1996, *NJ* 1997, 37 (VHS) m. nt. Maeijer – V/29.b
- HR 28 juni 1996, *NJ* 1997, 58 (Pasma q.q./Brijder) m. nt. Maeijer – I/3.e, VI/35.b, VI/38.g, VII/42.c
- HR 26 juni 1996, *NJ* 1996, 730 (Transom Management) – V/30.a, VII/42.d
- HR 7 juni 1996, *NJ* 1996, 695 (Ontvanger/Van Zoolingen) m. nt. Maeijer – I/4.e, VII/42.a
- HR 19 april 1996, *NJ* 1996, 727 (Société Nouvelle Textile Saint Maclou/G.) m. nt. Kleijn – I/4.b
- HR 22 maart 1996, *NJ* 1996, 568 (Coöperatieve Rabobank/Minderhoud q.q.) m. nt. Maeijer – II/7.a, VI/35.a, VI/38.e, VI/38.f, VI/39.a
- HR 23 februari 1996, *NJ* 1996, 395 (Meijburg & Co./Hazewinkel) – I/4.b
- HR 2 februari 1996, *NJ* 1996, 406 (Pfenning/Niederer q.q.) – VI/35.b
- HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (Janssen Pers/Janssen) m. nt. Maeijer – II/7.e
- HR 2 december 1994, *NJ* 1995, 288 (Poot/ABP) m. nt. Maeijer – II/9.a
- HR 10 juni 1994, *NJ* 1994, 766 (Romme/Bakker) m. nt. Maeijer – VII/42.c
- HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Van den Berge/Verenigde Bootlieden) m. nt. Maeijer – VI/35.a, VI/39.c
- HR 6 oktober 1993, *NJ* 1994, 300 (Bobel) m. nt. Maeijer – V/24.a
- HR 11 juni 1993, *NJ* 1993, 713 (Brens q.q./Bülent Sarper) m. nt. Maeijer – VI/35.a, VI/35.a, VI/35.b
- HR 15 januari 1993, *NJ* 1993, 568 (Puts/Ceha) – I/3.a
- HR 4 december 1992, *NJ* 1993, 271 (Meijers/Mast Holding) m. nt. Maeijer – I/3.e
- HR 16 oktober 1992, *NJ* 1993, 98 (Nagtegaal q.q./Westland-Utrecht Hypotheekbank) m. nt. Maeijer – VI/35.c
- HR 3 april 1992, *NJ* 1992, 411 (Van Waning/Van der Vliet) m. nt. Maeijer – VII/42.c
- HR 11 maart 1992, *NJ* 1992, 459 (A. Van den Berg) m. nt. Maeijer – V/30.a
- HR 7 februari 1992, *NJ* 1992, 438 (Astro Holding/Pierson, Heldring en Pierson (Curaçao)) m. nt. Maeijer – VI/35.c
- HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (Nimox/Van den End q.q.) m. nt. Maeijer – I/2, VI/35.a
- HR 17 mei 1991, *NJ* 1991, 645 (Lampe/Tonnema) m. nt. Maeijer – II/7.e, VI/34
- HR 26 april 1991, *NJ* 1991, 455 (Benjaddi/Neve) – I/4.b
- HR 9 november 1990, *NJ* 1991, 26 (Speeckaert/Gradener) – I/4.b
- HR 19 oktober 1990, *NJ* 1991, 21 (Koghee/Akkoca) m. nt. Maeijer – VI/35.a
- HR 9 juli 1990, *NJ* 1991, 51 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis) m. nt. Maeijer – I/2, V/25, V/26.c, V/27.b, V/30.a
- HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (Ogem Holding) m. nt. Maeijer – I/3.c, I/3.e, I/4.e, V/24.a, V/24.b, V/24.c, V/25, V/26.a, V/26.c, V/27.a, V/27.c, V/28.a, V/28.b, V/29.a, V/29.b, V/30.b (vanaf 2000), V/31.b, VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/36, VI/37, VI/38.c, VII/41.c, VII/41.d

RECHTSPRAAKREGISTER

- HR 20 oktober 1989, *NJ* 1990, 308 (Ellem Beheer/De Bruin) m. nt. Maeijer – VI/34, VI/38.f
HR 17 mei 1989, *NJ* 1993, 206 (Van den Berg/Van den Berg) – V/24.c
HR 4 november 1987, *NJ* 1988, 578 m. nt. Maeijer – V/24, VI/37
HR 26 oktober 1984, *NJ* 1985, 375 (Sjardin/Sjartec) m. nt. Maeijer – I/2
HR 17 december 1982, *NJ* 1983, 480 (Bibolini/Antillian Mechanical Works) m. nt. Maeijer – VI/34, VI/35.a
HR 7 juli 1982, *NJ* 1983, 35 (Enka) m. nt. Maeijer – VI/35.c, VI/39.c, VI/39.d, VI/39.e
HR 18 juni 1980, *NJ* 1981, 547 – V/30.a, VI/37
HR 24 september 1976, *NJ* 1978, 135 (Nouwen/Intradal) – VI/34
HR 19 maart 1975, *NJ* 1976, 267 (Verenigde HVA-maatschappijen) m. nt. Wachter – V/29.b, V/30.a, V/30.b (tot 2000)
HR 15 juli 1968, *NJ* 1969, 101 (Bureau Wijsmuller Scheepvaart-, Transport- en Zeesleepvaartmaatschappij/Wijsmuller) m. nt. Scholten – VI/38.d
HR 30 oktober 1964, *NJ* 1965, 107 (Internationale Automobiël Maatschappij/Mante) m. nt. Scholten – VI/38.f
HR 11 januari 1963, *NJ* 1964, 433 (Rubber Cultuur Maatschappij Amsterdam/Van den Bergh) m. nt. Scholten – VI/39.e
HR 4 januari 1963, *NJ* 1964, 434 (Scholten/W.A. Scholten's Aardappelmeelfabrieken) m. nt. Scholten – I/2
HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Scheulderman/Levensverzekering Maatschappij Aurora) – II/7.e
HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 – II/7.e
HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (Van Toorn/Schouten) m. nt. Hijmans van den Bergh – I/3.e
HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (Doetinchemse IJzergieterij/Uitgevers Maatschappij C. Misset) – II/7.a, VI/38.f
HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 405 (Wennekes/Neck) – II/7.e
HR 21 mei 1943, *NJ* 1943, 484 (Baus/Apotheek en Drogisterij de Koedoe) – I/4.b
HR 13 februari 1942, *NJ* 1942, 360 (Baus/Apotheek en Drogisterij de Koedoe) – I/4.b
HR 14 september 1940, *NJ* 1941, 321 (Maas/Amazone) – III/11.a, VI/35.a, VI/38.e, VI/39.a

Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam

- Ok. 3 mei 2007, *LJN* BA4395 (ABN AMRO Holding) – I/3.e, I/4.c, II/7.e, IV/21, VI/34, VI/35.b
Ok. 19 april 2007, *ARO* 2007, 72 (Koninklijke Begemann Groep) – V/24, V/26.c, V/27.c, VI/35.b, VI/37, VI/38.e
Ok. 11 april 2007, *ARO* 2007, 70 (Prins Holding) – VI/38.c
Ok. 5 april 2007, *ARO* 2007, 69 (Holding Heerseweg) – V/24.a, V/25, VI/38.g
Ok. 28 maart 2007, *JOR* 2007, 118 (Koninklijke DSM) m. nt. Brink – II/9.b, VI/35.a, VI/39.c
Ok. 21 maart 2007, *ARO* 2007, 66 (Kel Development) – I/3.e, V/30.b, VI/37
Ok. 12 maart 2007, *ARO* 2007, 64 (Bolsius Nederland) – VI/38.d
Ok. 28 februari 2007, *ARO* 2007, 43 (Dialog ID Holdings) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
Ok. 28 februari 2007, *ARO* 2007, 45 (Gebr. Bleijlevens Heerlen) – V/26.c, V/27.b, V/27.c, VI/34, VI/35.b, VI/38.a
Ok. 28 februari 2007, *ARO* 2007, 62 (Gemeente Rotterdam) – VI/38.d
Ok. 28 februari 2007, *ARO* 2007, 46 (ITPreneurs Beheer) – V/30.b (vanaf 2000), VI/35.b
Ok. 14 februari 2007, *ARO* 2007, 54 (Beheermaatschappij Trial) – VI/36
Ok. 12 februari 2007, *ARO* 2007, 35 (VTI) – VI/35.c
Ok. 8 februari 2007, *ARO* 2007, 34 (De Benpuck Holding) – V/27.c, VI/35.b
Ok. 1 februari 2007, *ARO* 2007, 33 (GreenSwan) – V/27.c
Ok. 23 januari 2007, *ARO* 2007, 23 (STAK Van de Steege Woningmakelaars Groep) – VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/37, VI/38.a
Ok. 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42 (Stork) m. nt. Blanco Fernández – I/3.e, I/4.b, I/4.c, II/7.a, V/24.a, V/24.c, V/26.a, V/26.c, V/27.b, V/27.c, VI/34, VI/35.b, VI/37, VI/39.a, VII/41.e

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 10 januari 2007, *ARO* 2007, 19 (Bierbrouwerij Gradus Nikkelsen) – VI/37, VI/38.e
- Ok. 9 januari 2007, *ARO* 2007, 18 (F.K.D. Vastgoed) – V/27.b
- Ok. 29 december 2006, *ARO* 2007, 9 (Victor Verhuis Promotions) – II/9.b, V/26.c
- Ok. 28 december 2006, *ARO* 2007, 6 (Koninklijke Begemann Groep) – II/7.e, V/26.c, VI/35.a, VI/35.b, VI/38.a, VI/38.e
- Ok. 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (KPNQwest) – I/3.e, I/4.b, I/4.c, V/24.a, V/24.c, V/25, V/26.c, V/27.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/37, VI/38.a, VII/41.e
- Ok. 18 december 2006, *ARO* 2007, 2 (Enginetronic Innovations) – II/9.b, V/26.c, V/27.b
- Ok. 13 december 2006, *ARO* 2007, 12 (Daidalos) – V/26.c
- Ok. 8 december 2006, *JOR* 2007, 41 (VTI) – I/3.e, I/4.b, I/4.c, VI/35.b, VI/35.c, VII/41.e
- Ok. 5 december 2006, *ARO* 2006, 198 (Bidou) – V/24.c, V/25, VI/34, VI/35.c, VI/39.d
- Ok. 27 november 2006, *ARO* 2006, 196 (World Wide Staffing) – VI/34, VI/35.a, VI/35.b
- Ok. 24 november 2006, *ARO* 2006, 195 (Elf) – V/26.c, VI/35.a
- Ok. 24 november 2006, *ARO* 2006, 192 (Holding Gebr. De Leeuw) – V/26.c, V/27.b
- Ok. 24 november 2006, *ARO* 2006, 193 (Masselink Holding) – V/27.b, VI/38.e
- Ok. 16 oktober 2006, *ARO* 2006, 173 (Doorzand Medical Innovations) – V/24.a
- Ok. 13 oktober 2006, *ARO* 2006, 172 (Harteveld Holding) – V/26.c
- Ok. 13 oktober 2006, *ARO* 2006, 171 (Makelaarskantoor H. Post) – V/24.a, V/25, V/26.c, V/27.b
- Ok. 9 oktober 2006, *JOR* 2007, 9 (UMI Beheer) m. nt. De Groot – V/26.c, V/27.c, V/28.a, VI/34, VI/35.b, VI/36
- Ok. 30 augustus 2006, *ARO* 2006, 152 (MS Beheer) – V/30.b (tot 2000), VI/35.a
- Ok. 30 augustus 2006, *ARO* 2006, 153 (Q-Meat) – V/25
- Ok. 9 augustus 2006, *ARO* 2006, 161 (Pharming Group) – VI/38.d
- Ok. 8 augustus 2006, *ARO* 2006, 150 (Raad Registeraccountants & Belastingadviseurs) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 2 augustus 2006, *ARO* 2006, 148 (B Wise Holding) – V/29.c (vanaf 2000)
- Ok. 2 augustus 2006, *ARO* 2006, 147 (The Mansion Amsterdam) – V/24.a, V/26.c, VI/37
- Ok. 28 juli 2006, *ARO* 2006, 145 (TriQorp) – VI/35.b, VI/38.a
- Ok. 26 juli 2006, *ARO* 2006, 144 (Areto) – V/27.b
- Ok. 26 juli 2006, *ARO* 2006, 142 (K&H Holding) – V/27.b
- Ok. 21 juli 2006, *ARO* 2006, 141 (Fresenius Hemocare Netherlands) – I/4.c, VI/39.b, VI/39.d
- Ok. 13 juli 2006, *ARO* 2006, 133 (Audilux) – I/4.c, VI/35.b, VI/37, VII/41.e
- Ok. 13 juli 2006, *ARO* 2006, 132 (Selles Beheer) – V/27.c, VI/38.e
- Ok. 12 juli 2006, *ARO* 2006, 131 (Becq & Millan Europe) – II/9.b, V/24.a, V/27.b, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 6 juli 2006, *ARO* 2006, 137 (Taxi Centrale Amsterdam) – V/26.a, V/26.b, V/26.c, V/27.b, V/27.c, VI/33, VI/35.a, VI/36
- Ok. 29 juni 2006, *ARO* 2006, 115 (CMM Holding) – I/4.c
- Ok. 28 juni 2006, *ARO* 2006, 114 (Van Lennep Verkerke Vermeij Holding) – V/26.a, V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 19 juni 2006, *ARO* 2006, 120 (Meepo Holding) – I/4.f, V/29.c (vanaf 2000)
- Ok. 30 mei 2006, *ARO* 2006, 106 (Jachthaven Hillegersberg) – II/9.b
- Ok. 9 mei 2006, *ARO* 2006, 99 (TriQorp) – V/26.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/38.a, VI/38.e
- Ok. 3 mei 2006, *ARO* 2006, 97 (Bonne Route) – V/24.a, V/26.c, VI/35.a
- Ok. 28 april 2006, *ARO* 2006, 73 (Holdingmaatschappij Drukkerij Bevrijding) – V/26.c
- Ok. 4 april 2006, *JOR* 2006, 210 (Dyna Music Systems) m. nt. Josephus Jitta – V/29.c (vanaf 2000)
- Ok. 22 maart 2006, *ARO* 2006, 70 (Van Doorn Corporate Development Group) – I/3.a, I/4.b
- Ok. 10 maart 2006, *ARO* 2006, 60 (J.J.C. Eleveld Holding) – VI/35.a
- Ok. 7 maart 2006, *ARO* 2006, 65 (T&L Verzekeringen) – I/4.f, VI/37, VI/38.e, VII/41.a
- Ok. 24 februari 2006, *ARO* 2006, 58 (CDG Holding) – V/25, VI/35.a, VI/35.b, VI/37
- Ok. 22 februari 2006, *ARO* 2006, 56 (Carbopoly) – V/24.a, V/25, V/27.b, V/30.b (tot 2000), VI/38.a
- Ok. 16 februari 2006, *JOR* 2006, 97 (Beheermaatschappij Trial) m. nt. Leijten – I/4.f, V/26.c, V/28.b, V/29.c (vanaf 2000), VI/36

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 1 februari 2006, *ARO* 2006, 46 (S. Van Baarsen Halfweg) – V/26.c, V/27.b, V/27.c, VI/35.b, VI/36
- Ok. 31 januari 2006, *ARO* 2006, 41 (Pondac Products) – V/27.b
- Ok. 27 januari 2006, *ARO* 2006, 34 (Koninklijke Begemann Groep) – VI/38.e
- Ok. 18 januari 2006, *ARO* 2006, 29 (Daidalos) – II/9.b, V/27.b
- Ok. 18 januari 2006, *JOR* 2006, 46 (Laurus) m. nt. Brink – I/4.f, V/24.c, V/26.c, V/28.b, VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/37, VI/38.a, VI/38.e
- Ok. 11 januari 2006, *ARO* 2006, 26 (Finoren Holding) – V/26.c
- Ok. 9 januari 2006, *JOR* 2006, 45 (KPNQwest) m. nt. Van Mierlo – V/25
- Ok. 6 januari 2006, *ARO* 2006, 13 (Mondoor Beheer) – V/27.b, VI/34
- Ok. 3 januari 2006, *ARO* 2006, 11 (Backers en Zoon) – VI/33
- Ok. 3 januari 2006, *JOR* 2006, 44 (LCI-Technology Group) m. nt. Van Mierlo – I/3.c
- Ok. 28 december 2005, *ARO* 2006, 8 (Gekas & Boot Noord) – V/26.c
- Ok. 23 december 2005, *JOR* 2006, 36 (Koninklijke Begemann Groep) m. nt. Olden – V/26.c
- Ok. 21 december 2005, *ARO* 2006, 6 (EVC International) – VI/38.e
- Ok. 19 december 2005, *ARO* 2006, 5 (Lambers Beheer) – I/3.e, V/27.b, VI/38.e
- Ok. 14 december 2005, *JOR* 2006, 7 (VTI) m. nt. Van den Ingh – V/26.c, V/27.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/38.e
- Ok. 29 november 2005, *ARO* 2005, 210 (Dyna Music Systems) – V/26.b, V/26.c, V/27.b, VI/34, VI/35.a
- Ok. 16 november 2005, *ARO* 2005, 196 (UMI Beheer) – V/26.c, V/27.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.b
- Ok. 15 november 2005, *ARO* 2005, 194 (Global Green) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 10 november 2005, *ARO* 2005, 193 (BRA Beheer) – V/27.b
- Ok. 1 november 2005, *ARO* 2005, 192 (ATR Leasing IV) – V/24.a, V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/37, VI/38.e
- Ok. 5 oktober 2005, *JOR* 2005, 296 (Smit Transformatoren) m. nt. Leijten – V/24.a, V/25, V/27.b, V/27.c, VI/35.c, VI/36, VI/37, VI/38.a
- Ok. 18 augustus 2005, *ARO* 2005, 161 (Dubbelhuis) – II/9.b, V/26.c, VI/35.a, VI/35.b
- Ok. 17 augustus 2005, *ARO* 2005, 168 (Schrums) – V/26.c, VI/36
- Ok. 5 augustus 2005, *JOR* 2005, 241 (VIBA) m. nt. Brink – I/4.f, II/7.a, V/26.c, V/27.c, V/28.a, V/28.b, VI/34, VI/35.b, VI/35.c, VI/38.e, VI/38.f
- Ok. 2 augustus 2005, *ARO* 2005, 153 (De Hasker Appelhof Holding) – I/3.e, V/26.c
- Ok. 2 augustus 2005, *ARO* 2005, 155 (Denkers TNG Beheer) – I/3.b, V/24.a, V/27.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 1 augustus 2005, *ARO* 2005, 150 (Curamedical Holding) – V/27.b
- Ok. 29 juli 2005, *ARO* 2005, 144 (Great!Company) – II/7.a, V/26.c, VI/38.f
- Ok. 29 juli 2005, *ARO* 2005, 146 (Maroeska Metz) – V/27.b
- Ok. 22 juli 2005, *ARO* 2005, 121 (Arthromed) – I/3.e
- Ok. 20 juli 2005, *ARO* 2005, 119 (BKV Beheer) – V/27.b
- Ok. 20 juli 2005, *ARO* 2005, 120 (Deurwaarders Software Services) – V/27.b
- Ok. 19 juli 2005, *ARO* 2005, 118 (Het Bouwburo Beheer) – V/27.b
- Ok. 24 juni 2005, *ARO* 2005, 102 (Force Europe) – II/7.a, V/24.a, V/26.c, VI/35.a, VI/35.b, VI/38.f
- Ok. 20 juni 2005, *ARO* 2002, 97 (B.V. v/h Firma W. van 't Hart & Zonen Holding) – V/24.a, V/26.c
- Ok. 26 mei 2005, *ARO* 2005, 86 (Parkeer Groep Nederland) – V/25, VI/35.a, VI/37
- Ok. 26 mei 2005, *ARO* 2005, 87 (Taxi Centrale Amsterdam) – V/26.c, VI/37
- Ok. 25 mei 2005, *ARO* 2005, 85 (Audilux) – I/3.e, V/24.a, V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 25 mei 2005, *ARO* 2005, 83 (Dyna Music Systems) – V/27.b
- Ok. 25 mei 2005, *ARO* 2005, 84 (Florimarx) – V/30.b (tot 2000)
- Ok. 4 mei 2005, *ARO* 2005, 113 (Unilever) – V/25
- Ok. 27 april 2005, *ARO* 2005, 77 (Dolphin Watercompany) – V/26.c, V/27.b, V/29.c (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 20 april 2005, *ARO* 2005, 64 (CallActive) – V/26.c, VI/35.a, VI/37

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 4 april 2005, *ARO* 2005, 63 (Audilux) – I/3.e
- Ok. 25 maart 2005, *ARO* 2005, 59 (Euroyal Properties) – V/27.b
- Ok. 25 maart 2005, *ARO* 2005, 62 (Karst Beheer) – V/26.b, VI/35.a
- Ok. 25 maart 2005, *ARO* 2005, 57 (LdB Ogilvy & Mather) – V/26.b, V/26.c
- Ok. 24 maart 2005, *ARO* 2005, 55 (A.C.I. Beheer) – I/4.c, V/27.b, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 24 maart 2005, *ARO* 2005, 53 (Cordial Beheer en Registergoederen) – V/25, V/26.b, V/27.b
- Ok. 22 maart 2005, *ARO* 2005, 67 (Van Doorn Corporate Development Group) – V/26.c, V/29.c (vanaf 2000), V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 15 maart 2005, *ARO* 2005, 41 (EMBA) – I/4.b, I/4.e, I/4.f, V/26.c, V/27.c, V/29.c (vanaf 2000), V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/37, VI/39.b
- Ok. 11 maart 2005, *ARO* 2005, 37 (Samlerhuset Group) – V/27.b
- Ok. 1 maart 2005, *JOR* 2005, 87 (Stichting Kinderopvang Nederland) m. nt. Josephus Jitta – V/27.b
- Ok. 28 februari 2005, *ARO* 2005, 34 (Dodo Beheer) – V/24.a, V/26.c
- Ok. 23 februari 2005, *ARO* 2005, 32 (Avantech Europe) – V/26.c
- Ok. 14 februari 2005, *ARO* 2005, 31 (Blue Strawberry Media) – V/25, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 28 januari 2005, *JOR* 2005, 63 (Projectontwikkeling Friesland) m. nt. Josephus Jitta – V/26.c, V/27.b, V/29.c (vanaf 2000), V/31.b
- Ok. 6 januari 2005, *JOR* 2005, 6 (Koninklijke Ahold) m. nt. Josephus Jitta – I/4.b, V/24.a, V/25, V/26.c, V/27.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.a, VI/35.c, VI/37
- Ok. 5 januari 2005, *ARO* 2005, 9 (S.H.G.P. Tussenholding) – V/26.c, V/28.a, V/28.b, VII/41.b
- Ok. 4 januari 2005, *ARO* 2005, 5 (Het Bouwburo Beheer) – V/27.b, VI/35.a
- Ok. 21 december 2004, *JOR* 2005, 5 (Unilever) m. nt. Brink – V/27.a, V/27.b, V/27.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/36, VI/39.d
- Ok. 20 december 2004, *ARO* 2005, 144 (S. van Baarsen Halfweg) – VI/35.b, VI/35.c
- Ok. 18 oktober 2004, *ARO* 2004, 130 (NIBO) – V/26.c, VI/37
- Ok. 29 september 2004, *ARO* 2004, 118 (Duofor) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 2 september 2004, *JOR* 2004, 271 (Getronics) m. nt. Brink – I/3.a, I/3.c, I/4.b, I/4.c, I/4.d, V/27.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.c, VI/38.c, VI/39.d, VII/41.e
- Ok. 23 juli 2004, *ARO* 2004, 97 (Costa Rica Project Management) – V/30.b (vanaf 2000), VI/35.c
- Ok. 4 juni 2004, *ARO* 2004, 77 (Cabarra) – VI/35.a
- Ok. 19 mei 2004, *ARO* 2004, 76 (Beheermaatschappij Sportpark ‘Welgelegen’) – V/27.b
- Ok. 18 mei 2004, *JOR* 2004, 195 (Esteves-DWD) m. nt. Van den Ingh – VI/35.c, VI/37
- Ok. 28 april 2004, *ARO* 2004, 64 (SCUA Holding) – V/26.c, V/27.b, VI/35.c
- Ok. 16 april 2004, *ARO* 2004, 57 (Uit Agenda Nederland) – V/27.b, VI/35.a
- Ok. 13 april 2004, *ARO* 2004, 54 (Cebepe) – VI/37
- Ok. 9 april 2004, *ARO* 2004, 53 (Rotomat) – VI/35.a, VI/35.b, VI/37
- Ok. 7 april 2004, *ARO* 2004, 52 (Clamor Holding) – VI/35.a
- Ok. 3 februari 2004, *ARO* 2004, 34 (Headscanning Patent) – V/26.c, V/27.b, VI/34, VI/35.c
- Ok. 23 januari 2004, *ARO* 2004, 20 (Beheermaatschappij Trial) – V/24.a, V/26.c, V/27.b
- Ok. 20 januari 2004, *ARO* 2004, 19 (Oceanmotive) – V/25
- Ok. 19 januari 2004, *ARO* 2004, 22 (Virtual Affairs Holding) – V/27.b, V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 9 januari 2004, *JOR* 2004, 72 (Laurus) m. nt. Brink – V/24, VI/37
- Ok. 30 december 2003, *ARO* 2004, 4 (Nederlands Centrum voor Automatiseringsmanagement) – V/27.b, VI/35.a, VI/37
- Ok. 24 december 2003, *ARO* 2004, 10 (IMD-International Market Development) – I/4.f, V/24, V/25, VI/35.b, VI/35.c, VI/37, VI/38.e
- Ok. 10 december 2003, *ARO* 2003, 186 (ERU Beheer) – V/26.c, VI/35.a, VI/37
- Ok. 5 december 2003, *ARO* 2003, 185 (Van Doorn Corporate Development Group) – V/24.a, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 28 november 2003, *ARO* 2003, 184 (Best Advice Financiële Dienstverlening) – V/25, V/27.b, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 27 november 2003, *ARO* 2004, 1 (Riant Holding) – VI/35.a

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 17 november 2003, *ARO* 2003, 175 (Dolphin Watercompany) – V/24.a, VI/35.a
- Ok. 30 oktober 2003, *ARO* 2003, 174 (Landis Group) – V/24.a, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.a, VI/35.b, VI/37
- Ok. 16 oktober 2003, *JOR* 2003, 260 (Laurus) m. nt. Brink – I/3.e, I/4.b, I/4.c, V/26.c, V/27.c, VI/35.b, VI/35.c, VI/38.c, VII/41.f
- Ok. 25 september 2003, *JOR* 2003, 281 (Aannemingsmaatschappij Zeelandia Curaçao) m. nt. Josephus Jitta – V/26.c, V/27.c
- Ok. 22 september 2003, *ARO* 2003, 159 (I.H.D. Schiphol Service) – I/4.b, V/26.c, V/27.c, VII/41.b
- Ok. 2 september 2003, *ARO* 2003, 146 (Easy World Airline Holdings) – V/24.a
- Ok. 1 augustus 2003, *ARO* 2003, 131 (NIBO) – II/9.b, VI/35.a, VI/35.b
- Ok. 1 augustus 2003, *ARO* 2003, 132 (VIBA) – VI/35.c
- Ok. 14 juli 2003, *ARO* 2003, 128 (Wireless) – V/26.c
- Ok. 11 juli 2003, *ARO* 2003, 126 (Triodass Assuradeuren) – V/24.a, V/26.c, VI/37
- Ok. 7 juli 2003, *ARO* 2003, 114 (Beheersmaatschappij Johema) – V/24.a, V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 30 juni 2003, *ARO* 2003, 116 (Polyplus Holding) – V/26.c, V/28.a, V/28.b, VI/35.a, VI/36, VII/42.d
- Ok. 5 juni 2003, *ARO* 2003, 96 (Schrans) – V/25
- Ok. 4 juni 2003, *ARO* 2003, 94 (Interieurbouw Tom) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.a, VI/35.c, VI/37, VI/38.a
- Ok. 23 mei 2003, *ARO* 2003, 88 (Duo Staal) – V/26.c, VI/35.b, VI/36, VI/38.e, VII/41.a, VII/41.b
- Ok. 23 mei 2003, *ARO* 2003, 87 (Modemagazijnen Wed. J. van den Berg & Zonen) – V/26.c
- Ok. 1 mei 2003, *ARO* 2003, 81 (Bosbo) – V/26.c, V/27.b, V/27.c, V/29.c (vanaf 2000), VII/42.d
- Ok. 24 april 2003, *ARO* 2003, 77 (EMBA) – V/26.b, V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 22 april 2003, *ARO* 2003, 73 (J. en P. Wehberg Holding) – VI/37
- Ok. 14 april 2003, *ARO* 2003, 65 (R&B Group) – V/27.b
- Ok. 11 april 2003, *ARO* 2003, 64 (T&L Verzekeringen) – VI/38.e, VII/41.a
- Ok. 14 maart 2003, *ARO* 2003, 48 (Carmeuse North America) – V/26.c
- Ok. 13 maart 2003, *JOR* 2003, 85 (Corus Nederland) m. nt. Van den Ingh – I/3.e, I/4.b, II/7.a, II/7.e, VI/35.c, VI/38.c
- Ok. 7 maart 2003, *JOR* 2003, 107 (Willem III Meubilering Beheer) m. nt. Leijten – V/26.c, V/27.c
- Ok. 5 maart 2003, *JOR* 2003, 106 (Makelaardij Huis 77) m. nt. Leijten – V/26.c
- Ok. 11 februari 2003, *ARO* 2003, 36 (Kempenaars/Coppens Papierrecycling) – V/26.c, V/27.b
- Ok. 31 december 2002, *ARO* 2003, 8 (Easy World Airline Holdings) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 30 december 2002, *ARO* 2003, 18 (Aesculaap Beheer) – V/26.c, VII/41.a
- Ok. 12 december 2002, *ARO* 2003, 4 (Ed Ros & Wanink) – V/26.c
- Ok. 2 december 2002, *ARO* 2002, 181 (Intersong Basart Publishing Group) – V/24.a, V/27.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.a, VI/37
- Ok. 2 december 2002, *ARO* 2002, 182 (Microcash) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 26 november 2002, *ARO* 2002, 178 (De Ark Groep) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 4 november 2002, *ARO* 2002, 175 (Scheepswerf Groot) – V/27.c, V/28.b, VI/34, VI/38.c
- Ok. 31 oktober 2002, *ARO* 2003, 1 (ZDS Trading and Real Estate) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 24 oktober 2002, *ARO* 2002, 172 (Tjip) – V/27.b
- Ok. 29 augustus 2002, *ARO* 2002, 151 (Case Packing Sales Europe) – V/26.c
- Ok. 12 augustus 2002, *ARO* 2002, 134 (Topficie Associates) – V/27.b, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 7 augustus 2002, *ARO* 2002, 133 (Exploitiemaatschappij De Rotte Bergen) – VI/33
- Ok. 7 augustus 2002, *JOR* 2002, 193 (Scheipar) m. nt. Josephus Jitta – V/27.b, VI/37
- Ok. 1 augustus 2002, *ARO* 2002, 129 (Mali Zevenaar Beheer) – V/24.a, V/24.a, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 30 juli 2002, *JOR* 2002, 192 (A.J. Janson Holding) m. nt. Josephus Jitta – V/24.a, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 26 juli 2002, *ARO* 2002, 121 (Masa Transportation) – VI/36
- Ok. 25 juli 2002, *ARO* 2002, 114 (Crescendo Investment Group Holding I) – V/25
- Ok. 25 juli 2002, *ARO* 2002, 115 (Crescendo Leisure Concepts) – V/30.b (vanaf 2000)

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 23 juli 2002, *ARO* 2002, 112 (IMD-International Market Development) – V/27.b, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 18 juli 2002, *ARO* 2002, 137 (Willem III Meubilering Beheer) – V/29.c (vanaf 2000)
- Ok. 16 juli 2002, *ARO* 2002, 110 (ZSB Bouw) – V/27.b, VI/35.a
- Ok. 5 juli 2002, *ARO* 2002, 95 (Hussen's Beheer) – V/24.a
- Ok. 2 juli 2002, *ARO* 2002, 93 (Engineering Systems International) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.b
- Ok. 2 juli 2002, *ARO* 2002, 94 (Sytec) – V/27.b, VI/35.a
- Ok. 28 juni 2002, *ARO* 2002, 91 (Blokland Techniek) – V/30.b (tot 2000)
- Ok. 26 juni 2002, *ARO* 2002, 146 (Laurus) – I/3.e, I/4.c
- Ok. 22 mei 2002, *ARO* 2002, 52 (Mega Electra Groep) – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 8 mei 2002, *JOR* 2002, 112 (Broadnet Holdings) m. nt. Blanco Fernández – II/7.e, V/26.c, VI/33
- Ok. 29 april 2002, *ARO* 2002, 57 (I.H.D. Schiphol Service) – V/24.a
- Ok. 29 april 2002, *ARO* 2002, 68 (Tactron Holding) – V/28.a, V/28.b, V/29.c (vanaf 2000), VI/35.a
- Ok. 25 april 2002, *ARO* 2002, 54 (Kai San Holding) – V/24.a, V/27.b, VI/35.c
- Ok. 18 april 2002, *ARO* 2002, 51 (Mega Electra Groep) – V/26.c, VI/35.b, VI/35.c
- Ok. 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82 (RNA) m. nt. Van den Ingh – I/4.f, V/26.c, V/27.a, V/28.a, VI/39.a
- Ok. 28 februari 2002, *ARO* 2002, 29 (Triple P) – II/9.b, III/11, V/27.c, VI/35.b, VI/37, VI/38.a, VII/41.a
- Ok. 31 januari 2002, *ARO* 2002, 4 (Grote Hoef Beheer) – V/26.b, V/27.b
- Ok. 21 januari 2002, *JOR* 2002, 28 (HBG) m. nt. Brink – I/2, I/4.b, I/4.c, I/4.e, I/4.f, V/27.c, V/28.a, V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.c, VI/37, VII/41.d, VII/41.e
- Ok. 10 januari 2002, *ARO* 2002, 8 (Elenses) – V/24.a, V/27.b, VI/37
- Ok. 10 januari 2002, *JOR* 2002, 27 (VIBA) m. nt. Brink – I/4.f, V/27.a, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 21 december 2001, *JOR* 2002, 57 (Egbouw Holding) – V/30.b (vanaf 2000), VI/38.c
- Ok. 19 december 2001, *JOR* 2002, 9 (AND International Publishers) – V/26.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/37
- Ok. 15 november 2001, *JOR* 2001, 252 (RNA) m. nt. Van den Ingh – V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 18 oktober 2001, *JOR* 2001, 255 (Heineken Holding) – V/27.c, VI/33, VI/35.b, VI/37
- Ok. 16 oktober 2001, *JOR* 2001, 251 (RNA) m. nt. Blanco Fernández – V/27.c, VI/34
- Ok. 19 september 2001, *JOR* 2001, 224 (HBG) m. nt. Brink – I/4.e, II/7.a
- Ok. 19 september 2001, *JOR* 2001, 225 (Vernooijs Geelen Holding) – VI/37
- Ok. 10 september 2001, *JOR* 2001, 209 (Naaykens' Beheers- en Beleggingsmaatschappij) – V/29.c (vanaf 2000)
- Ok. 31 augustus 2001, *JOR* 2001, 208 (De Merwede Holding) – V/26.b, VI/35.a
- Ok. 31 juli 2001, *JOR* 2001, 186 (Bouwprojecten Brabant) – V/26.c, V/28.a
- Ok. 23 juli 2001, *JOR* 2001, 204 (Flora Beheer) – V/26.c, V/27.b, V/30.b (tot 2000), VI/35.b
- Ok. 20 juli 2001, *JOR* 2001, 203 (Bosbo) – V/28.b, VI/35.a, VI/36, VI/37, VI/39.c
- Ok. 4 juli 2001, *JOR* 2001, 149 (HBG) m. nt. Brink – I/3.e, V/27.c, V/28.b, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.b, VI/35.c, VI/37, VI/38.c, VI/38.d, VII/41.e
- Ok. 28 juni 2001, *JOR* 2001, 148 (De Vries Robbé Groep) m. nt. Van den Ingh – I/4.b, I/4.f, V/26.c, V/27.c, V/28.a, V/28.b, VI/35.a, VI/35.c, VI/38.e, VII/41.d
- Ok. 26 juni 2001, *JOR* 2001, 185 (De Jong's Timmerfabriek Bergambacht) – V/26.c
- Ok. 21 juni 2001, *JOR* 2001, 184 (EMO Groep) – V/26.c, VI/38.e
- Ok. 13 april 2001, *JOR* 2001, 133 (Avebe) – I/4.c
- Ok. 22 maart 2001, *JOR* 2001, 130 (Duo Staal) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 8 maart 2001, *JOR* 2001, 107 (Z&K Beheer) – V/27.b, VI/37
- Ok. 1 maart 2001, *JOR* 2001, 106 (Hercules Bennekom) – V/24.a, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 23 januari 2001, *JOR* 2001, 56 (Tactron Holding) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 18 januari 2001, *JOR* 2001, 35 (Skygate Holding) – V/26.c
- Ok. 18 januari 2001, *JOR* 2001, 34 (VIBA) m. nt. Brink – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 4 januari 2001, *JOR* 2001, 33 (Beheersmaatschappij Linssen Best) – V/27.b, V/30.b (vanaf 2000)

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 22 december 2000, *JOR* 2001, 29 (Navemar) m. nt. Bartman – V/26.c
Ok. 22 december 2000, *JOR* 2001, 32 (Outdoor Life Products) – V/26.c
Ok. 20 december 2000, *JOR* 2001, 28 (Makelaardij Huis 77) – V/27.b
Ok. 19 december 2000, *JOR* 2001, 2 (Uni-Invest) m. nt. Blanco Fernández – I/3.e, I/4.e
Ok. 7 december 2000, *JOR* 2001, 27 (Martari) – V/27.b
Ok. 30 november 2000, *JOR* 2001, 4 (Zwagerman Beheer) m. nt. Van den Ingh – V/26.c, V/29.c
(vanaf 2000), VI/35.b, VI/38.e
Ok. 16 november 2000, *JOR* 2001, 9 (MUS Investerings Maatschappij) – V/27.b
Ok. 9 november 2000, *JOR* 2001, 8 (Blanksma Makkum Beheer) – V/27.b
Ok. 9 november 2000, *JOR* 2000, 241 (YVC Holding) – I/4.f, V/27.c, V/28.a
Ok. 3 november 2000, *JOR* 2001, 7 (Houthandel C. van Duijn & Zonen) – V/25, V/26.c, V/30.b
(vanaf 2000)
Ok. 3 november 2000, *JOR* 2001, 3 (Tikus Holdings) m. nt. Van den Ingh – V/24.a, V/26.c, V/30.b
(vanaf 2000), VI/38.a
Ok. 2 november 2000, *JOR* 2001, 6 (Cohere Holding) – V/27.b, V/30.b (vanaf 2000)
Ok. 26 oktober 2000, *JOR* 2001, 5 (G.R. Paalman Beheer) – V/27.b
Ok. 21 september 2000, *JOR* 2000, 215 (Pallas Offset Holding) – V/28.b
Ok. 27 juli 2000, *JOR* 2000, 195 (Cocon) – V/26.c
Ok. 6 juli 2000, *JOR* 2000, 194 (Aannemingsmaatschappij Zeelandia Curaçao) – V/26.c
Ok. 6 juli 2000, *JOR* 2000, 193 (EMO) – VI/38.e
Ok. 6 juli 2000, *JOR* 2000, 212 (G&D Promotions) – VI/37
Ok. 18 mei 2000, *JOR* 2000, 172 (Llenth Beheer) – V/26.c
Ok. 27 april 2000, *JOR* 2000, 126 (Beheermaatschappij P. van der Wegen) – V/24.a, V/26.c, VI/36,
VI/38.a
Ok. 27 april 2000, *JOR* 2000, 127 (Bot Bouw Groep) m. nt. Van den Ingh – V/24.a, V/27.b
Ok. 27 april 2000, *JOR* 2000, 125 (Leather Design Van der Eerden) – V/27.b
Ok. 20 april 2000, *JOR* 2000, 127 (De Vries Robbé Groep) – V/30.b (vanaf 2000)
Ok. 10 maart 2000, *JOR* 2000, 100 (Nedbel Holdings) m. nt. Josephus Jitta – II/7.e, V/27.b
Ok. 9 maart 2000, *JOR* 2000, 99 (Willem III Meubilering Beheer) – I/2, I/3.e
Ok. 25 februari 2000, *JOR* 2000, 75 (Medisch Centrum voor Esthetische Geneeskunde) m. nt.
Josephus Jitta – VI/34
Ok. 14 januari 2000, *JOR* 2000, 54 (Solidium Group) – V/27.b, VI/37
Ok. 30 december 1999, *JOR* 2000, 97 (G.S.T. Vastgoed) – V/24.a, V/30.b (tot 2000), VI/37
Ok. 11 november 1999, *JOR* 2000, 31 (Llenth Beheer) – V/27.b
Ok. 4 november 1999, *JOR* 2000, 7 (Holding Agrarische Fossilisatie) m. nt. Huiskes – V/24.a, V/30.b
(tot 2000)
Ok. 4 november 1999, *JOR* 2000, 8 (Prior Heprofor) – V/27.b
Ok. 21 oktober 1999, *JOR* 2000, 6 (Burggraaff Beheer) – V/27.b, VI/34
Ok. 21 oktober 1999, *JOR* 2000, 30 (Holland Risk Analysis) – V/27.b
Ok. 21 oktober 1999, *JOR* 2000, 5 (Navemar) – V/26.c, V/30.b (tot 2000)
Ok. 21 oktober 1999, *JOR* 1999, 228 (YVC Holding) – V/24.a, V/30.b (tot 2000)
Ok. 28 september 1999, *JOR* 1999, 250 (Bouwbedrijf E. Nieboer Veenendaal) – VI/37
Ok. 23 september 1999, *JOR* 1999, 248 (Verploegen Den Haag) – V/27.b
Ok. 27 mei 1999, *JOR* 1999, 121 (Gucci Group) m. nt. Prinsen – Ten geleide, I/4.b, I/4.c, II/7.e,
V/24.b, V/25, V/26.b, V/26.c, V/28.a, V/28.b, V/29.c (tot 2000), V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf
2000), VI/34, VI/35.c, VI/37, VI/39.a
Ok. 20 mei 1999, *JOR* 1999, 72 (VTI) m. nt. Blanco Fernández – II/7.e, V/26.c, V/27.c, V/30.b (tot
2000), VI/37
Ok. 6 mei 1999, rn. 270/99 (S.T.A.R. Nederland) – V/29.c (tot 2000)
Ok. 25 maart 1999, *JOR* 1999, 223 (Nuts Ohra Beheer) – VI/38.c, VII/41.e
Ok. 11 maart 1999, *JOR* 1999, 89 (Breevast) m. nt. Brink – II/7.e, V/25, V/30.b (tot 2000), VI/37,
VI/39.a
Ok. 3 maart 1999, *JOR* 1999, 87 (Gucci Group) – V/30.b (vanaf 2000), VI/34

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 4 februari 1999, *NJ* 1999, 723 (Koninklijke Luchtvaartmaatschappij) – I/3.a, I/4.b, I/4.c
- Ok. 31 december 1998, *JOR* 1999, 62 (Forward Business Parks) – V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 10 december 1998, *JOR* 1999, 32 (Spiegelenburg Beheer) m. nt. Josephus Jitta – V/29.c (tot 2000), V/31.b
- Ok. 12 november 1998, *JOR* 1999, 30 (Houdstermaatschappij De Zuider Ster) – V/27.b
- Ok. 8 oktober 1998, *JOR* 1998, 168 (European Bulk Services) – V/25, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 8 oktober 1998, *JOR* 1998, 167 (Zwagerman Beheer) – V/26.c, VI/38.a
- Ok. 17 september 1998, *JOR* 1999, 26 (M.H. Nederland) – V/27.b
- Ok. 9 juli 1998, *JOR* 1989, 122 (Vie d'Or) m. nt. Janssen – I/4.b, V/24.b, V/26.a, V/26.c, V/28.a, V/28.b, V/29.c (tot 2000), V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000), VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/37, VI/38.c, VI/38.d
- Ok. 23 april 1998, *JOR* 1998, 92 (Bouwprojecten Brabant) m. nt. Josephus Jitta – V/29.c (tot 2000)
- Ok. 5 februari 1998, *NJ* 1998, 560 (Leefers Beheer) – V/29.c (tot 2000)
- Ok. 20 november 1997, *JOR* 1998, 25 (De Haan Beheer) – V/24.a
- Ok. 23 oktober 1997, *JOR* 1997, 143 (Nedlin Groep) – II/7.e, VI/38.c, VI/38.d
- Ok. 19 juni 1997, *JOR* 1997, 83 (Bobel) m. nt. Van den Ingh – V/24.c
- Ok. 17 april 1997, *JOR* 1997, 81 (Bobel) m. nt. Van den Ingh – II/7.e, V/26.c, V/28.b, VI/35.a, VI/35.b, VI/38.c, VI/38.d, VI/38.e
- Ok. 27 maart 1997, kenbaar uit *NJ* 1999, 546 (Skipper Club Charter) – V/29.b, VI/34
- Ok. 13 februari 1997, rn. 851/96 (Exploitatiemaatschappij Boommarkt) – II/9.b, V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 21 november 1996, *JOR* 1997, 5 (Sum Media) – V/27.b
- Ok. 24 oktober 1996, *NJ* 1998, 371 (Gemeente Amsterdam) – I/4.c
- Ok. 2 mei 1996, *JOR* 1996, 56 (ITP Holland Beleggingsmaatschappij) – V/27.b, V/28.a
- Ok. 7 maart 1996, *JOR* 1996, 24 (Verto) – V/29.c (tot 2000), VII/41.d
- Ok. 7 maart 1996, *JOR* 1996, 23 (Verto) – I/4.b, I/4.c, V/26.c, V/29.c (tot 2000), VI/35.c, VII/41.d
- Ok. 16 november 1995, *De NV* 1995, 88 (Amstelstein) – V/26.c, VI/35.b, VI/37
- Ok. 2 november 1995, *JOR* 1996, 0 (Text Lite Holding) m. nt. Van den Ingh – V/24.c, V/26.c, V/27.c, V/28.a
- Ok. 2 november 1995, *De NV* 1996, 16 (Van Uden's Scheepvaart- en Agentuurmaatschappij) – V/26.b, V/26.c, VI/35.b, VI/37
- Ok. 26 oktober 1995, *NJ* 1996, 188 (Bohen) – V/24.a, VI/37
- Ok. 14 september 1995, *De NV* 1995, 232 (Dintelmond Vastgoed) – VI/35.b, VI/37
- Ok. 11 mei 1995, *De NV* 1995, 155 (Uni-Invest) – V/24.b, V/29.c (tot 2000)
- Ok. 4 mei 1995, *TVVS* 1995, 196 (Schoonmaakbedrijf Kerstens) m. nt. IJsselmuiden – V/26.c, V/27.b
- Ok. 20 april 1995, *NJ* 1996, 168 (Noro-Nachtegaal) – I/3.c, I/3.d, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 13 april 1995, *De NV* 1995, 129 (Heron Turbines) – V/26.c, V/27.b, V/28.a, V/28.b
- Ok. 5 januari 1995, *NJ* 1995, 311 (Verto) – I/3.c, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 1 december 1994, *NJ* 1995, 584 (VHS) – V/29.b, V/29.c (tot 2000)
- Ok. 1 december 1994, *NJ* 1995, 502 (Vleesbedrijf Van Asselt) – V/26.c
- Ok. 24 november 1994, *NJ* 1995, 474 (Louder Holdings) – V/24.a, VI/37
- Ok. 10 november 1994, *De NV* 1995, 61 (Kluft Distrifood) – V/26.a, V/26.c
- Ok. 10 november 1994, *De NV* 1995, 60 (Transom Management) – V/30.b (tot 2000)
- Ok. 15 september 1994, *NJ* 1995, 540 (Schoonmaakbedrijf Kerstens) – V/26.c
- Ok. 1 september 1994, *TVVS* 1994, 333 (KMZM) m. nt. IJsselmuiden – V/29.c (tot 2000), V/30.b (tot 2000), VII/41.d
- Ok. 23 juni 1994, *NJ* 1995, 456 (ITP Holland Beleggingsmaatschappij) – V/24.b, V/26.c, V/27.b, V/28.a
- Ok. 31 maart 1994, *De NV* 1994, 204 (Kluft Distrifood) – VI/35.a
- Ok. 10 maart 1994, *NJ* 1995, 374 (Nering Bögel) – II/7.e, VI/38.c, VI/38.d
- Ok. 28 oktober 1993, *NJ* 1994, 566 (Relocation Advisers) – V/26.c, V/27.b, V/29.a

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 27 mei 1993, *NJ* 1993, 724 (KMZM) – I/4.b, I/4.c, II/7.e, V/26.c, VI/35.c, VI/38.e, VII/41.d
- Ok. 11 maart 1993, *De NV* 1993, 126 (Alpha Milkpowders Holland Holding) – V/26.c
- Ok. 11 maart 1993, rn. 40/92 (D.H. Developpement Hollande) – V/26.b, V/26.c
- Ok. 4 februari 1993, *NJ* 1993, 413 (Meubelhuis Heijmans Oss) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.a
- Ok. 21 januari 1993, *De NV* 1993, 125 (Houdijker Holding) – V/26.c, V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000)
- Ok. 14 januari 1993, *NJ* 1993, 460 (KMZM) – II/7.e, II/9.b, V/25, V/26.b, V/26.c, V/30.b (tot 2000), VI/35.a, VI/35.b, VI/37, VI/38.c, VI/38.d, VI/38.e
- Ok. 10 december 1992, *NJ* 1993, 447 (Goliath/Knight) – V/24.a, VI/37
- Ok. 23 april 1992, *De NV* 1992, 178 (Uni-Invest) – V/26.c
- Ok. 2 april 1992, *De NV* 1992, 177 (Vrieland Holding) – I/4.c, V/24.a, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 2 januari 1992, *NJ* 1992, 329 (Bobel) – V/25, VI/37
- Ok. 28 november 1991, *NJ* 1992, 201 (BAT Nederland) – I/4.c, VI/38.c, VI/39.a, VI/39.b
- Ok. 26 september 1991, *NJ* 1992, 310 (VHS) – V/26.c, V/28.b
- Ok. 27 juni 1991, *De NV* 1991, 269 (Jonk de Lint de Rooij Holding) – V/26.c, V/30.b (vanaf 2000), VI/35.b
- Ok. 24 januari 1991, *NJ* 1991, 224 (Beleggings- en Exploitatiemaatschappij Gebr. Sluis) – V/26.c
- Ok. 11 januari 1990, *NJ* 1991, 548 (Joh. Friesendorp) m. nt. Maeijer – V/26.c
- Ok. 7 december 1989, *NJ* 1990, 242 (VBB) – I/3.c, I/4.a, I/4.c, V/24.a, V/24.c, V/26.c, V/27.c, V/28.a, V/28.b, V/29.c (tot 2000), V/30.b (tot 2000), V/30.b (vanaf 2000), VI/35.b, VI/35.c, VI/36, VI/37, VI/38.c, VII/42.b
- Ok. 19 oktober 1989, *NJ* 1990, 372 (Van Gelder en Van Os Beheer) m. nt. Maeijer – V/26.c, VI/35.a
- Ok. 20 april 1989, *NJ* 1991, 205 (Best Golf en Country) – V/27.b
- Ok. 5 januari 1989, *NJ* 1990, 298 (Johan van Dijk) – I/2, V/28.b
- Ok. 15 december 1988, rn. 31/88 en 32/88 (Assbel) – V/27.b
- Ok. 7 juli 1988, *NJ* 1989, 845 (Fluke Holland) m. nt. Maeijer – VI/38.d
- Ok. 30 juni 1988, *De NV* 1988, 214 (Vervoercentrum Leiden – Transportbedrijf C. Hogenes) – V/27.b
- Ok. 3 december 1987, *De NV* 1988, 78 (Ogem Holding) – V/24.a, V/26.b, V/26.c, V/27.c, V/28.b, V/29.b, V/29.c (tot 2000), VI/35.a, VI/35.b, VI/35.c, VI/36, VI/37, VI/38.c, VI/38.e, VII/41.b, VII/41.c
- Ok. 8 oktober 1987, *NJ* 1989, 270 (J.F. van der Klis) m. nt. Maeijer – V/24.a, V/26.c, V/27.c, V/28.a
- Ok. 16 april 1987, *NJ* 1988, 183 (Stolk Intercontinental) m. nt. Maeijer – V/26.c, VI/35.a, VI/37
- Ok. 26 juni 1986, *NJ* 1988, 99 (J.F. van der Klis) m. nt. Maeijer – V/26.c
- Ok. 29 mei 1986, *NJ* 1988, 98 (De Stefano) m. nt. Maeijer – V/27.b, VI/37
- Ok. 29 augustus 1985, *NJ* 1986, 578 (Howson Algraphy Europe) m. nt. Maeijer – V/26.c, VI/35.a, VI/35.b
- Ok. 22 maart 1984, rn. 30/82 – V/26.b, V/26.c, V/28.a
- Ok. 22 december 1983, *NJ* 1985, 383 (Ogem Holding) m. nt. Maeijer – II/9.b, V/25, VI/37
- Ok. 23 juni 1983, *NJ* 1984, 571 (Hyster) m. nt. Maeijer – V/26.c, V/28.a, V/30.b (tot 2000), VI/35.a, VI/35.b
- Ok. 26 mei 1983, *NJ* 1984, 481 (Linders Beheer) m. nt. Maeijer – I/4.b, I/4.f, III/11, V/26.c, V/28.a, V/28.b, VI/34, VI/35.b, VI/35.c, VI/38.e
- Ok. 17 maart 1983, *NJ* 1984, 462 m. nt. Maeijer – V/26.b, V/26.c
- Ok. 27 mei 1982, *NJ* 1983, 745 m. nt. Maeijer – I/4.c, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 11 maart 1982, *NJ* 1983, 30 m. nt. Maeijer – I/4.c
- Ok. 10 december 1981, *NJ* 1983, 24 (Ford Nederland) m. nt. Maeijer – V/24.a, V/26.c, V/27.c, V/30.b (tot 2000), VI/34, VI/35.a, VI/35.b, VI/37, VI/38.d
- Ok. 19 februari 1981, *NJ* 1982, 244 m. nt. Maeijer – VI/37
- Ok. 22 januari 1981, *NJ* 1982, 243 m. nt. Maeijer – I/4.a, I/4.c
- Ok. 13 november 1980, *NJ* 1981, 588 (Stichting Pensioenfonds) – I/4.e, VI/37
- Ok. 29 mei 1980, *NJ* 1981, 272 (Heidemij) m. nt. Maeijer – V/30.b (tot 2000), VI/37

RECHTSPRAAKREGISTER

- Ok. 1 mei 1980, *NJ* 1981, 243 – V/30.b (tot 2000)
- Ok. 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (Batco Nederland) m. nt. Maeijer – I/4.b, I/4.e, V/26.b, V/26.c, V/27.c, V/28.a, V/28.b, V/30.b (tot 2000), VI/35.c, VI/38.c, VI/38.d, VI/39.d
- Ok. 21 juni 1979, *NJ* 1980, 73 (Verenigde Hollandse Lucifersfabrieken) m. nt. Maeijer – V/26.c
- Ok. 21 september 1978, *NJ* 1979, 403 (Catharina Adriana) m. nt. Maeijer – V/26.c, VI/35.a
- Ok. 26 januari 1978, *TVVS* 1978, 251 – V/26.c
- Ok. 15 december 1977, *TVVS* 1978, 63 (United Industries Nederland) m. nt. Boukema – V/25
- Ok. 23 juni 1977, *NJ* 1978, 440 (Westland Import) m. nt. Maeijer – V/27.b, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 3 januari 1977, *NJ* 1977, 343 (Huizenga) – II/9.b
- Ok. 3 januari 1977, *NJ* 1977, 342 (Oostrum's Algemene Beleggingsmaatschappij) – V/27.b
- Ok. 18 maart 1976, *NJ* 1978, 317 (Sekisui) m. nt. Wachter – V/26.a, V/26.c, V/29.a, V/29.c (tot 2000), V/30.b (tot 2000), VII/42.b
- Ok. 22 januari 1976, *NJ* 1977, 341 – V/26.c, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 27 maart 1974, kenbaar uit *NJ* 1976, 267 (Verenigde HVA-maatschappijen) – V/26.b, V/27.c, V/28.a, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 12 januari 1974, *NJ* 1974, 292 (Schenkkan) m. nt. Wachter – V/24.a
- Ok. 15 november 1973, *NJ* 1974, 293 (Lisman en Lisman) m. nt. Wachter – V/25, V/26.b, V/30.b (tot 2000)
- Ok. 3 mei 1972, *NJ* 1973, 7 – I/3.c
- Ok. 26 april 1972, *NJ* 1973, 6 (Schenkkan) – V/27.b

Gerechtshoven

- Gh. 's-Gravenhage 26 september 2006, *JOR* 2007, 61 (Jacobus Recourt Makelaars o.g. Den Haag/Kruiper) – VI/35.a, VII/42.a, VII/42.b
- Gh. 's-Hertogenbosch 19 september 2006, *JOR* 2007, 1 (Cab Truck Trading/Sfida Logistica) – I/4.b, II/7.e
- Gh. Arnhem 30 mei 2006, *JOR* 2006, 231 (Van Dusseldorp q.q./Harris) – I/4.e
- Gh. 's-Hertogenbosch 11 april 2006, *LJN* AW9666 – I/3.c, VI/34, VI/38.c, VII/42.a
- Gh. Leeuwarden 22 maart 2006, *JOR* 2006, 148 (NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij/X.) m. nt. Groffen – VII/42.a
- Gh. Amsterdam 9 maart 2006, *JOR* 2007, 28 (Hamelinck/Gilhuis q.q.) – VI/38.c
- Gh. 's-Hertogenbosch 28 september 2004, *JOR* 2005, 56 (Matkovic/Exhol) – VII/42.a
- Gh. 's-Hertogenbosch 13 juli 2004, *JOR* 2004, 292 (Faas/Luchtman q.q.) – II/7.e, VI/35.a, VI/38.c
- Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 2004, *LJN* AQ5636 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt) – VI/35.a, VI/35.b, VI/38.e, VII/42.a, VII/42.b
- Gh. 's-Hertogenbosch 27 april 2004, *JOR* 2004, 226 (Spreksel q.q./Van de Polder-Hoefnagels) – VII/42.d
- Gh. Leeuwarden 2 mei 2001, kenbaar uit *NJ* 2003, 538 (Jaarsma/Skipper Club Charter) – I/3.c, I/4.c, V/27.b, VII/42.a
- Gh. Arnhem 12 december 2000, kenbaar uit *NJ* 2003, 455 (Berghuizer Papierfabriek/Schwandt) – VII/42.a
- Gh. 's-Hertogenbosch 7 december 2000, *LJN* AA9121 (Van Dooren q.q./X.) – VII/42.b
- Gh. 's-Gravenhage 8 juni 1999, kenbaar uit *NJ* 2001, 454 (Hamelinck/Gilhuis q.q.) – VI/38.c
- Gh. 's-Gravenhage 6 april 1999, *JOR* 1999, 142 (Verto/Drenth) m. nt. Van Solinge – I/3.e, I/4.b, I/4.c, V/24.c, VI/35.c, VII/41.d, VII/42.a, VII/42.b
- Gh. 's-Gravenhage 25 augustus 1998, *JOR* 1999, 60 (Euro Motorcycles Group/Bosman) – I/3.e
- Gh. Arnhem 2 december 1997, *JOR* 1998, 42 (Brijder/Pasma q.q.) m. nt. Van den Ingh – I/3.e
- Gh. Arnhem 2 december 1997, *JOR* 1998, 28 (Groenewegen/Stichting Volwassenen Educatie Flevo Leert) – VII/42.b
- Gh. 's-Gravenhage 7 oktober 1997, *JOR* 1997, 141 (Vogel/Van Berkum q.q.) – VII/42.a, VII/42.b, VII/42.d
- Gh. Amsterdam 4 september 1997, *JOR* 1997, 128 (Kramer/Tekstra q.q.) – VI/38.c, VII/42.d

RECHTSPRAAKREGISTER

- Gh. 's-Hertogenbosch 24 juli 1997, kenbaar uit *NJ* 1999, 586 (Emmerig q.q./Hendriks) – VII/42.a
Gh. Arnhem 19 december 1995, *JOR* 1996, 80 (Heineken Nederland/Telders q.q.) m. nt. Josephus Jitta – II/7.e
Gh. 's-Hertogenbosch 11 juli 1995, kenbaar uit *NJ* 1997, 360 (Van de Ven Automobielbedrijf Venlo/Staleman) – I/4.c, VI/34, VII/42.a
Gh. 's-Hertogenbosch 15 juni 1992, *NJ* 1993, 41 (Schoormans/Clecon International) – VII/42.a
Gh. Arnhem 26 mei 1992, *NJ* 1993, 182 (Uniwest Group/Van Klaveren) m. nt. Maeijer – II/7.e
Gh. 's-Hertogenbosch 25 april 1990, *NJ* 1991, 136 (De Wit/Fabriek voor Auto- en Electronische producten 'White Products') – VI/35.b, VI/38.e
Gh. 's-Gravenhage 1 oktober 1982, *NJ* 1983, 393 (Scheepsbouw v/h C.M. van Rees/Smits) – I/4.b, II/7.e
Gh. Arnhem 29 april 1936, *NJ* 1936, 793 (Hekking/'Sol' Gloeilampenfabriek) – VI/38.c

Gemeenschappelijk Hof van Justitie van de Nederlandse Antillen en Aruba

- GHJ 30 november 2004, kenbaar uit *LJN* AZ2656 (Marielle Investments/ING Bank) – I/4.f, VII/42.a

Rechtbanken

- Rb. Leeuwarden 21 maart 2007, *LJN* BA1873 – VII/42.a, VII/42.b
Rb. Haarlem 26 juli 2006, *LJN* AY6199 (Snouckaert van Schauburg q.q./R.) – I/3.c, I/4.e, VII/42.a
Rb. Arnhem 1 maart 2006, *LJN* AW1811 (Bouwgroep Peters/X.) – VI/34
Rb. Arnhem 18 mei 2005, *LJN* AT8708 (Vero Dordrecht/Erasmus Beheer) – II/7.e, II/9.a, VII/42.a
Rb. Arnhem 19 januari 2005, *LJN* AS5804 (Willard q.q./Mens&Data Holding) – VII/42.d
Rb. Utrecht 15 december 2004, *JOR* 2005, 80 (Dulack q.q./Co-Ho Beheer) – VII/42.b
Rb. Utrecht 9 juni 2004, *JOR* 2004, 227 – V/24.c, VI/35.a, VI/38.c
Rb. Groningen 28 april 2004, *LJN* AV5180 (NOM Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij/X.) – VII/42.a
Rb. Arnhem 19 november 2003, *JOR* 2004, 38 (Ardoz Pharma Holding/Bontekoe Health Care Ventures) – I/4.c, VII/42.a
Rb. Haarlem 17 september 2003, *LJN* AK4857 (Buigcentrale Noord-Holland/T.) – VI/34, VI/38.c, VII/42.a
Rb. Zwolle 11 december 2002, *LJN* AF4895 (AMS Modificatie/X.) – V/24.c, VI/35.a
Rb. Zutphen 18 april 2002, *LJN* AE1696 (Ontvanger/X.) – I/3.c
Rb. Amsterdam 6 februari 2002, *JOR* 2002, 61 (Leyinvest/Vendex KBB) m. nt. Leijten – II/7.e
Rb. Arnhem 5 april 2001, *JOR* 2001, 214 (De Best/Etude Services) – VII/42.a
Rb. 's-Hertogenbosch 16 maart 2001, *JOR* 2001, 125 (De Voort q.q./Beheermaatschappij Zaltbommel) – VII/42.a
Rb. Arnhem 15 juni 2000, *JOR* 2000, 211 (H. Holding/A.) – VII/42.a
Rb. Utrecht 1 december 1999, *JOR* 2000, 190 (Van der Goen q.q./S.) – VI/35.a
Rb. Rotterdam 14 oktober 1999, *JOR* 2000, 29 (Marc Bronmans Beheer/Marco Bouman Beheer) – II/9.a
Rb. Rotterdam 17 juni 1999, *JOR* 1999, 244 (Gispén q.q./Coebergh) m. nt. Van den Ingh – VI/38.c, VI/38.d, VII/42.b
Rb. Utrecht 3 maart 1999, *JOR* 1999, 221 (De Jong q.q./Van Vlaanderen Beheer) – VI/38.c
Rb. 's-Gravenhage 3 februari 1999, *JOR* 1999, 243 (Tiethoff q.q./Wevers te Mook en Middelaar) – VI/35.a
Rb. Zutphen 5 maart 1998, *JOR* 1998, 91 (Van Rootselaar q.q./Kruitwagen) – VII/42.a
Rb. 's-Gravenhage 4 maart 1998, *JOR* 1998, 74 (Luijks q.q./Sikma) m. nt. Groffen – VI/38.c, VII/42.a, VII/42.b
Rb. Amsterdam 28 augustus 1996, *JOR* 1996, 99 (Grapperhaus q.q./Van Rossum) – VII/42.b
Rb. Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997, 2 (Meijs q.q./Faber) m. nt. Wezeman – VI/38.c
Rb. Arnhem 7 maart 1996, *JOR* 1996, 43 (Veenbrink/Reuchlin) m. nt. Van Hees – II/9.a

RECHTSPRAAKREGISTER

Rb. Alkmaar 14 december 1995, *JOR* 1996, 5 – VII/42.b
Rb. Utrecht 15 september 1993, *NJ* 1994, 558 (Auxinvest/GTI Holding) – VI/39.a
Rb. Haarlem 12 juni 1990, *NJ* 1991, 554 (Asko Deutsche Kaufhaus/Stichting Ahold Continuïteit) – VI/39.a
Rb. Breda 1 mei 1990, *NJ* 1990, 740 (Gerritse q.q./D.) – I/3.e

BUITENLANDSE UITSPRAKEN

Australië

State of South Australia v. Marcus Clark (1996) 14 ACLC 1019 – III/13.a
Daniels v. Anderson (1995) 13 ACLC 614 – I/3.a
Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd. (1986) 10 ACLR 395 – II/7.c
Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd. (1974) AC 821 – III/13.a
Harlowes Nominees Pty Ltd. v. Woodside Oil Co. (1968) 121 CLR 483 – IV/17.a
Gould v. The Mount Oxide Mines Ltd. (in liq.) (1916) 22 CLR 490 – II/8
Mills v. Mills (1938) 60 CLR 150 – IV/19.c

Duitsland

BGH 21 december 2005, 3 *StR* 470/04 – IV/19.c
BGH 21 april 1997, *BGHZ* 1997, 135 (ARAG/Garmenbeck) – IV/17.b, IV/19.b, IV/19.c

Engeland

Re MDA Investment Management Ltd. (2004) 1 BCLC 217 – II/7.c
Colin Gwyer & Associates Ltd. v. London Wharf (Limehouse) Ltd. (2003) 2 BCLC 153 – IV/19.c
Regentcrest Plc (in liq.) v. Cohen (2001) 2 BCLC 80 – IV/19.c
Liquidator of West Mercia Safetywear Ltd. v. Dodd (1988) 4 BCC 30 – II/7.c
Re Smith & Fawcett Ltd. (1942) Ch. 304 – IV/19.c
Hutton v. West Cork Rly. Co. (1883) 23 Ch.D. 654 – IV/19.c

Verenigde Staten van Amerika

Delaware

Supreme Court van Delaware

Gatz v. Ponsoldt, No. 298, 2006 (Del. 2007) – II/7.e, II/9.a
North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, No. 521, 2006 (Del. 2007) – II/7.b, II/7.c, II/8, II/9.a, IV/17.a
Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 906 A.2d 114 (Del. 2006) – IV/19.d
Braddock v. Zimmerman, 906 A.2d 776 (Del. 2006) – II/9.c, II/9.f
Gentile v. Rossette, 906 A.2d 91 (Del. 2006) – II/8, II/9.a
In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation, 906 A.2d 766 (Del. 2006) – II/9.a, II/9.f, IV/20
In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del. 2006) – II/8, III/11, III/12.b, III/13, III/13.a, III/13.b, IV/17.a, IV/17.b, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c
Seinfeld v. Verizon Communications, Inc., 909 A.2d 717 (Del. 2006) – II/8, II/9.e,
Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006) – II/8, II/9.c, II/9.f, III/11, III/12, III/12.a, III/13, III/13.a, III/13.b, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.b
VantagePoint Venture Partners 1996 v. Examen, Inc., 871 A.2d 1108 (Del. 2005) – Ten geleide

RECHTSPRAAKREGISTER

- Beam v. Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004) – II/9.d, II/9.e, II/9.f, II/9.g, II/9.h, III/11.b, III/11.c, IV/17.a, IV/22.b
- Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004) – II/9.a
- Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff*, 870 A.2d 499 (Del. 2004) – II/7.e
- Emerald Partners v. Berlin*, 840 A.2d 641 (Del. 2003) – III/13, IV/20
- MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003) – I/2, II/8, IV/18.a, IV/18.b, IV/21
- Ommicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003) – I/2, II/6, IV/16, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/21
- Applebaum v. Avaya, Inc.*, 812 A.2d 880 (Del. 2002) – II/7.b, IV/19.c
- Cerberus International Ltd. v. Apollo Management Ltd.*, 794 A.2d 1141 (Del. 2002) – I/4.d
- Saito v. McKesson HBOC, Inc.*, 806 A.2d 113 (Del. 2002) – II/9.e
- Savor, Inc. v. FMR Corp.*, 812 A.2d 894 (Del. 2002) – II/9.f
- Stifel Financial Corp. v. Cochran*, 809 A.2d 555 (Del. 2002) – III/13.b
- Telxon Corp. v. Meyerson*, 802 A.2d 257 (Del. 2002) – III/11.a, III/11.b, IV/22.b
- Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85 (Del. 2001) – II/8, III/13.b, IV/18.a, IV/19.c, IV/20
- Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075 (Del. 2001) – III/13.b, IV/17.a, IV/21, IV/22.b
- White v. Panic*, 783 A.2d 543 (Del. 2001) – II/9.b, II/9.f, IV/17.a, IV/19.c
- Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000) – I/4.d, II/8, II/9.e, II/9.f, III/11.b, III/12.b, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/20, VI/38.g
- McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910 (Del. 2000) – II/8, III/11.c, III/12.b, III/13.b, III/14, IV/16, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.c, IV/21
- Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc.*, 750 A.2d 1170 (Del. 2000) – II/8, III/14
- Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215 (Del. 1999) – III/11.c
- Parnes v. Bally Entertainment Corp.*, 722 A.2d 1243 (Del. 1999) – IV/19.c
- Stegemeier v. Magness*, 728 A.2d 557 (Del. 1999) – II/8, IV/19.d, IV/22.b
- Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998) – I/4.f, II/7.b, II/8, III/13.a, III/13.b, III/14
- Quickturn Design Systems v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998) – I/3.e
- Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, 695 A.2d 43 (Del. 1997) – I/4.c, IV/18.b, IV/19.c
- Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422 (Del. 1997) – II/6, III/11.b, IV/19.d, IV/20
- Loudon v. Archer-Daniels-Midland Company*, 700 A.2d 135 (Del. 1997) – III/12.b, III/14, IV/20
- Scattered Corp. v. Chicago Stock Exchange, Inc.*, 701 A.2d 70 (Del. 1997) – II/9.b, II/9.e, II/9.g
- Security First Corp. v. U.S. Die Casting & Development Co.*, 687 A.2d 563 (Del. 1997) – II/9.e
- Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*, 678 A.2d 533 (Del. 1996) – III/13.b, III/14, IV/21
- Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*, 673 A.2d 148 (Del. 1996) – I/4.f, III/11.a
- E.I. Du Pont de Nemours & Co. v. Pressman*, 679 A.2d 436 (Del. 1996) – III/13, III/13.a
- Grimes v. Donald*, 673 A.2d 1207 (Del. 1996) – I/2, II/9.b, II/9.c, II/9.d, II/9.e, II/9.f, II/9.g, III/11.a, III/12.a, IV/17.a
- Kahn v. Roberts*, 679 A.2d 460 (Del. 1996) – I/3.c, III/12.b, III/14, IV/17.a, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/21
- Riblet Prods. Corp. v. Nagy*, 683 A.2d 37 (Del. 1996) – II/7.d
- Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35 (Del. 1996) – II/9.f, IV/19.a
- Thomas & Betts Corp. v. Leviton Mfg. Co.*, 681 A.2d 1026 (Del. 1996) – II/9.e
- Thorpe v. CERBCO, Inc.*, 676 A.2d 436 (Del. 1996) – II/7.e, IV/22.b
- Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. 1996) – I/2, II/6, II/7.e, II/8, III/11, III/14, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.c, IV/19.d, IV/21, VI/38.f
- Zirn v. VLI Corp.*, 681 A.2d 1050 (Del. 1996) – III/13.b, III/14
- Alabama By-Products Corp. v. Cede & Co.*, 657 A.2d 254 (Del. 1995) – II/9.c, II/9.f
- Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995) – II/8, III/11.a, III/11.c, III/12.a, III/14, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.c, IV/19.d, IV/20, IV/22.b, IV/22.c
- In re Santa Fe Pacific Corp. Shareholder Litigation*, 669 A.2d 59 (Del. 1995) – II/9.f, IV/21
- Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995) – I/4.c, II/7.d, IV/16, IV/18.a, IV/18.b, IV/19.c, IV/20, IV/21, IV/22.c, IV/22.d, VI/38.e

RECHTSPRAAKREGISTER

- Yiannatsis v. Stephanis*, 653 A.2d 275 (Del. 1995) – IV/19.a
Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc., 650 A.2d 1270 (Del. 1994) – II/8, IV/19.b
Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994) – II/7.e, III/14, IV/19.a, IV/19.d
Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994) – I/3.e, I/4.c, III/12.b, IV/16, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/20, IV/21, IV/22.d
Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993) – II/6, II/8, III/11, III/11.a, III/11.b, III/11.c, III/12, III/12.a, III/12.b, III/13.a, III/13.b, IV/16, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/19.d, IV/20, IV/22, IV/22.b, IV/22.c
Compaq Computer Corp. v. Horton, 631 A.2d 1 (Del. 1993) – II/9.e
Desert Equities, Inc. v. Morgan Stanley Leveraged Equity Fund, II, L.P., 624 A.2d 199 (Del. 1993) – III/13
In re Tri-Star Pictures, Inc. Litigation, 634 A.2d 319 (Del. 1993) – II/9.c, III/11
Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366 (Del. 1993) – I/2, II/7.b, III/12.a, IV/18.a, IV/20, V/31.a
Rales v. Blasband, 634 A.2d 927 (Del. 1993) – II/9.b, II/9.e, II/9.f, III/11.b, III/11.c, III/12.a
Heineman v. Datapoint Corp., 611 A.2d 950 (Del. 1992) – II/9.b, II/9.f, III/11.b
In re Mobile Communications Corporation of America, Inc., Consolidated Litigation, 1992 WL 53379 (Del. 1992) – III/11.a
Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 (Del. 1992) – I/3.e, I/4.f, III/14, IV/21
Levine v. Smith, 591 A.2d 194 (Del. 1991) – II/9.c, II/9.e, II/9.f, IV/19.b, IV/22
Oberly v. Kirby, 592 A.2d 445 (Del. 1991) – II/7.b, II/8, III/11, III/11.a, IV/18.a, IV/19.d, IV/22.b
Gilbert v. The El Paso Company, 575 A.2d 1131 (Del. 1990) – II/7.b, III/11.a, III/13.b, IV/18.b, IV/19.c, IV/21, IV/22.d
Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990) – I/3.e, IV/16, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/21
Spiegel v. Buntrock, 571 A.2d 767 (Del. 1990) – II/9.b, II/9.d, II/9.g, IV/16, IV/18.a
Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279 (Del. 1989) – I/4.f, II/8, III/12.b, III/13.b, IV/18.b, IV/21
Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp., 569 A.2d 53 (Del. 1989) – II/7.e, II/8, III/12.b, IV/17.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.c
Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) – II/7.d, II/8, III/11, III/13.a, III/13.b, III/14, IV/16, IV/18.a, IV/18.b, IV/20, IV/21, IV/22.c, IV/22.d
Anadarko Petroleum Corp. v. Panhandle E. Corp., 545 A.2d 1171 (Del. 1988) – II/7.e
Grobow v. Perot, 539 A.2d 180 (Del. 1988) – II/6, II/9.f, III/11, III/11.a, III/11.b, III/12.b, IV/17.a, IV/18.a, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/22, IV/22.c
Kaplan v. Peat, Marwick, Mitchell & Co., 540 A.2d 726 (Del. 1988) – II/9.b, II/9.c
Kramer v. Western Pacific Industries, Inc., 546 A.2d 348 (Del. 1988) – II/9.a, II/9.c
Simons v. Cogan, 549 A.2d 300 (Del. 1988) – II/7.c
Sternberg v. O'Neill, 550 A.2d 1105 (Del. 1988) – II/7.e
Bershad v. Curtiss-Wright Corp., 535 A.2d 840 (Del. 1987) – II/7.e
Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334 (Del. 1987) – II/7.d, III/11, III/13.b, IV/18.a, IV/18.b, IV/19.c, IV/21, IV/22.c
Marciano v. Nakash, 535 A.2d 400 (Del. 1987) – IV/19.d
Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986) – II/7.d, III/12, III/13.b, IV/16, IV/17.a, IV/21
Moran v. Household Int., Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985) – III/12.b, IV/16, IV/19.b, IV/21
Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp., 498 A.2d 1099 (Del. 1985) – IV/20
Rosenblatt v. Getty Oil Company, 493 A.2d 929 (Del. 1985) – II/6, III/12.a, III/14, IV/19.d
Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985) – II/6, III/12.b, III/13.b, III/14, IV/17.a, IV/17.b, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/19.d
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985) – I/2, I/4.d, I/4.f, II/7.b, II/7.d, II/7.e, III/11.a, III/12.b, IV/16, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c, IV/19.d, IV/21, IV/22.d

RECHTSPRAAKREGISTER

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984) – I/3.e, II/9, II/9.a, II/9.b, II/9.f, II/9.g, II/9.h, III/11.a, III/11.b, III/12.a, III/12.b, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/22.c
Lewis v. Anderson, 477 A.2d 1040 (Del. 1984) – II/9.c
Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619 (Del. 1984) – II/9.a, II/9.b, II/9.f, III/11.a, III/12.a, IV/16, IV/19.c, IV/19.d
Stotland v. GAF Corp., 469 A.2d 421 (Del. 1983) – II/9.d
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983) – II/7.e, III/11, III/11.a, III/13.a, III/14, IV/18.a, IV/19.a, IV/20, IV/22.c
CM & M Group, Inc. v. Carroll, 753 A.2d 788 (Del. 1982) – II/9.e
Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A.2d 779 (Del. 1981) – II/9.b, II/9.g, II/9.h, III/12.b, IV/16, IV/20
Armstrong v. Pomerance, 423 A.2d 174 (Del. 1980) – II/6
Michelson v. Duncan, 704 A.2d 211 (Del. 1979) – IV/19.c, IV/19.d
Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1978) – III/14
Fliegler v. Lawrence, 361 A.2d 218 (Del. 1976) – IV/19.a, IV/19.d, IV/20
Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 285 A.2d 437 (Del. 1971) – I/2, V/26.c
Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971) – II/7.e, IV/19.b, IV/19.c, IV/20
Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co., 267 A.2d 883 (Del. 1970) – II/7.e, IV/19.b
Warshaw v. Calhoun, 221 A.2d 487 (Del. 1966) – I/3.e, III/11.a, IV/16, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
Goodman v. Futrovsky, 213 A.2d 899 (Del. 1965) – II/7.e
Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964) – IV/18.b
Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Company, 188 A.2d 125 (Del. 1963) – II/6, III/12.a, IV/19.b
Moskowitz v. Bantrell, 190 A.2d 749 (Del. 1963) – IV/19.b
Bennett v. Propp, 187 A.2d 405 (Del. 1962) – IV/18.b
Beard v. Elster, 160 A.2d 731 (Del. 1960) – III/12.b
Johnston v. Greene, 121 A.2d 919 (Del. 1956) – III/11.a
Gottlieb v. Heyden Chemical Corp., 90 A.2d 660 (Del. 1952) – IV/18.a
Gottlieb v. Heyden Chemical Corp., 90 A.2d 57 (Del. 1952) – IV/18.a, IV/19.a
Storling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107 (Del. 1952) – II/7.e
Bovay v. H.M. Byllesby & Co., 38 A.2d 808 (Del. 1944) – II/7.c
Guth v. Loft, 5 A.2d 503 (Del. 1939) – II/8, III/11, IV/19.c, IV/21, IV/22.b, V/26.b
Sohland v. Baker, 141 A. 277 (Del. 1927) – II/9.b

Court of Chancery van Delaware

In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation, C.A. No. 2563 (Del. Ch. 2007) – I/4.d, III/14, IV/16, IV/19.d, IV/21
In re Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation, 2007 WL 416132 (Del. Ch. 2007) – II/9.a, II/9.c, II/9.f, III/11, III/12.b, III/13, III/13.b, III/14, IV/19.a
Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford, 2007 WL 582510 (Del. Ch. 2007) – I/4.e, III/14
Openwave Systems, Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd., 2007 WL 704943 (Del. Ch. 2007) – I/3.e
Perlegos v. Atmel Corporation, 2007 WL 475453 (Del. Ch. 2007) – I/3.e, III/11, III/11.a, III/12.b, IV/18.b, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.d, IV/22.b
Pershing Square, L.P. v. Ceridian Corporation, 2007 WL 1428444 (Del. Ch. 2007) – I/3.e, II/9.e
Ryan v. Gifford, 2007 WL 461162 (Del. Ch. 2007) – II/9.c, II/9.f, III/13.a, III/13.b, III/14, IV/18.a, IV/19.c
Sample v. Morgan, 914 A.2d 647 (Del. Ch. 2007) – II/8, III/14, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.c, IV/21
Valeant Pharmaceuticals International v. Jerney, 2007 WL 704935 (Del. Ch. 2007) – IV/19.b, IV/19.d, IV/20
Abraham v. Emerson Radio Corp., 901 A.2d 751 (Del. Ch. 2006) – II/7.e, II/9.c
AIG Retirement Services, Inc. v. Barbizet, 2006 WL 1980337 (Del. Ch. 2006) – II/9.b, III/11.b

RECHTSPRAAKREGISTER

- ATR-Kim Eng Financial Corp. v. Araneta*, 2006 WL 3783520 (Del. Ch. 2006) – II/7.e, II/8, III/11, III/11.b, III/12.a, III/13.a, III/13.b, III/14, IV/18.a
- Bakerman v. Sidney Frank Importing Co., Inc.*, 2006 WL 2987020 (Del. Ch. 2006) – II/9.c, II/9.f, III/11.c, IV/19.c
- Big Lots Stores, Inc. v. Bain Capital Fund VII, L.L.C.*, 2006 WL 846121 (Del. Ch. 2006) – II/9.a
- Canadian Commercial Workers Industry Pension Plan v. Alden*, 2006 WL 456786 (Del. Ch. 2006) – II/9.b, II/9.c, III/12.a
- Carlson v. Hallinan*, 2006 WL 771722 (Del. Ch. 2006) – III/11.a
- Esopus Creek Value L.P. v. Hauf*, 913 A.2d 593 (Del. Ch. 2006) – III/13.b, IV/21
- Gesoff v. IIC Industries, Inc.*, 902 A.2d 1130 (Del. Ch. 2006) – II/9.h, III/13.b, IV/19.d, IV/20
- Highland Legacy Limited v. Singer*, 2006 WL 741939 (Del. Ch. 2006) – II/9.b, II/9.f, III/11.b
- Highland Select Equity Fund, L.P. v. Motient Corporation*, 906 A.2d 156 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- In re PNB Holding Co. Shareholders Litigation*, 2006 WL 2403999 (Del. Ch. 2006) – II/7.e, IV/19.a, IV/19.d, IV/20
- In re Primedia, Inc. Derivative Litigation*, 910 A.2d 248 (Del. Ch. 2006) – I/4.d, II/7.e, II/9.c, III/11, III/11.a
- Kaufman v. CA, Inc.*, 905 A.2d 749 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- Khanna v. McMinn*, 2006 WL 1388744 (Del. Ch. 2006) – I/4.e, II/9.b, II/9.c, II/9.d, II/9.f, III/11.b, III/14, IV/19.c
- North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 2006 WL 2588971 (Del. Ch. 2006) – II/7.c, II/8, IV/17.a
- Oliver v. Boston University*, 2006 WL 1065169 (Del. Ch. 2006) – II/7.e, II/8, II/9.a, III/14, IV/19.c, IV/20, IV/22
- Polygon Global Opps. Master Fund v. West Corp.*, 2006 WL 2947486 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- Shaev Profit Sharing Account v. Armstrong*, 2006 WL 391931 (Del. Ch. 2006) – II/9.f, III/12.a
- Shanrock Activist Value Fund, L.P. v. iPass, Inc.*, 2006 WL 3824882 (Del. Ch. 2006) – I/3.c
- Sutherland v. Dardanelle Timber Co.*, 2006 WL 1451531 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- Teachers' Retirement System of Louisiana v. Aidinoff*, 900 A.2d 654 (Del. Ch. 2006) – II/9.f, III/12.a, III/13.b, IV/19.d, IV/20
- Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006) – I/3.a, I/3.c, I/4.e, II/7.b, II/7.c, II/7.d, II/7.e, IV/17.a
- Unisuper Ltd. v. News Corp.*, 2006 WL 207505 (Del. Ch. 2006) – I/3.e, II/7.b, II/8, IV/16
- West Coast Management & Capital, L.L.C. v. Carrier Access Corp.*, 914 A.2d 636 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- Williamson v. Cox Communications, Inc.*, 2006 WL 1586375 (Del. Ch. 2006) – II/7.e
- Wynnefield Partners Small Cap Value, L.P. v. Niagara Corp.*, 2006 WL 1737862 (Del. Ch. 2006) – II/9.e
- Albert v. Alex. Brown Management Services, Inc.*, 2005 WL 2130607 (Del. Ch. 2005) – II/9.a, II/9.c, IV/19.b
- Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*, 891 A.2d 150 (Del. Ch. 2005) – III/11.a, III/11.b, III/12.b, IV/17.b, IV/19.b
- Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy, L.L.C.*, 2005 WL 2709639 (Del. Ch. 2005) – II/7.c, III/11.a, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
- Bonham v. HBW Holdings, Inc.*, 2005 WL 3589419 (Del. Ch. 2005) – III/13
- Disney v. The Walt Disney Company*, 2005 WL 1538336 (Del. Ch. 2005) – II/9.e
- Dweck v. Nassar*, 2005 WL 3272363 (Del. Ch. 2005) – II/8
- Finkelstein v. Liberty Digital*, 2005 WL 1074364 (Del. Ch. 2005) – I/3.a
- In re Compucom Systems, Inc. Stockholders Litigation*, 2005 WL 2481325 (Del. Ch. 2005) – II/7.e, II/8, III/11.b, IV/17.a
- In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005) – III/11, III/12, IV/19.a, IV/19.c, IV/19.d, IV/21
- In re General Motors (Hughes) Shareholders Litigation*, 2005 WL 1089021 (Del. Ch. 2005) – II/7.e, III/14, IV/19.a

RECHTSPRAAKREGISTER

- In re J.P. Morgan Chase & Co. Shareholder Litigation*, 906 A.2d 808 (Del. Ch. 2005) – III/11.b, IV/17.a
- In re LNR Property Corp. Shareholders Litigation*, 896 A.2d 169 (Del. Ch. 2005) – IV/22.b
- In re Prime Hospitality, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 1138738 (Del. Ch. 2005) – IV/19.a
- In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727 (Del. Ch. 2005) – IV/19.a, IV/19.d, IV/20, IV/22.b
- In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) – I/2, I/3.a, I/4.f, II/6, II/8, III/11, III/11.a, III/12, III/12.a, III/12.b, III/13, III/13.a, III/13.b, IV/16, IV/17.a, IV/17.b, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/22.c
- In re Toys 'R' Us, Inc. Shareholder Litigation*, 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2005) – IV/21
- Ishimaru v. Fung*, 2005 WL 2899680 (Del. Ch. 2005) – II/9.b
- Orloff v. Shulman*, C.A. No. 852-N (Del. Ch. 2005) – IV.19.c
- Rapoport v. The Litigation Trust of MDIP, Inc.*, 2005 WL 3277911 (Del. Ch. 2005) – II/6, II/8
- Seinfeld v. Verizon Communications, Inc.*, 2005 WL 3272365 (Del. Ch. 2005) – II/9.e
- Shamrock Holdings of California, Inc. v. Iger*, 2005 WL 1377490 (Del. Ch. 2005) – II/9.e, III/14
- Unisuper Ltd. v. News Corp.*, 2005 WL 3529317 (Del. Ch. 2005) – II/8
- Wal-Mart Stores, Inc. v. AIG Life Ins. Co.*, 872 A.2d 611 (Del. Ch. 2005) – II/8
- Zimmerman v. Braddock*, 2005 WL 2266566 (Del. Ch. 2005) – II/9.c, II/9.f, III/11.a, III/11.b
- Alessi v. Beracha*, 849 A.2d 939 (Del. Ch. 2004) – III/14
- Deephaven Risk Arb Trading Ltd. v. UnitedGlobalCom, Inc.*, 2004 WL 1945546 (Del. Ch. 2004) – II/9.e
- Dieterich v. Harrer*, 857 A.2d 1017 (Del. Ch. 2004) – II/9.a
- Disney v. The Walt Disney Company*, 857 A.2d 444 (Del. Ch. 2004) – II/9.e
- Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004) – II/6, II/8, III/12.b, IV/19.b, IV/19.c
- Hollinger International, Inc. v. Black*, 844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004) – I/4.e, II/7.e, II/8, III/13.a, III/13.b, IV/21
- In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. 2004) – III/13.a, III/13.b, IV/18.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.d, IV/20
- In re Syncor Int. Corp. Shareholders Litigation*, 857 A.2d 994 (Del. Ch. 2004) – II/9.a, II/9.c
- In re The MONY Group, Inc. Shareholder Litigation*, 852 A.2d 9 (Del. Ch. 2004) – I/3.e, III/14
- In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 2004 WL 2050138 (Del. Ch. 2004) – II/8, III/11, III/12.a, IV/19.d
- Integrated Health Services, Inc. v. Elkins*, 2004 WL 1949290 (Del. Ch. 2004) – III/11.b, III/12.b, III/13.a, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
- Lazard Debt Recovery GP, L.L.C. v. Weinstock*, 864 A.2d 955 (Del. Ch. 2004) – II/9.c
- Marathon Partners, L.P. v. M&F Worldwide Corp.*, 2004 WL 1728604 (Del. Ch. 2004) – II/9.e
- Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004) – I/3.c, II/7.b, II/7.c, II/9.f, III/13.b, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
- Saito v. McCall*, 2004 WL 3029876 (Del. Ch. 2004) – III/12.a
- U.S. Bank Nat. Assoc. v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C.*, 864 A.2d 930 (Del. Ch. 2004) – II/7.c
- Beam ex rel. Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Stewart*, 833 A.2d 961 (Del. Ch. 2003) – III/11.b, III/12.a
- Biondi v. Scrushy*, 820 A.2d 1148 (Del. Ch. 2003) – II/9.h
- Emerald Partners v. Berlin*, 2003 WL 21003437 (Del. Ch. 2003) – III/13.b, IV/20, IV/22.c
- Erickson v. Centennial Beauregard Cellular, L.L.C.*, 2003 WL 1878583 (Del. Ch. 2003) – III/14
- Guttman v. Huang*, 823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003) – II/9.a, II/9.f, III/12.a, III/13.a, III/13.b, IV/19.b
- In re Cysive, Inc. Shareholder Litigation*, 836 A.2d 531 (Del. Ch. 2003) – IV/19.b, IV/19.d, IV/20, V/28.b, VI/38.g
- In re National Auto Credit, Inc. Shareholders Litigation*, 2003 WL 139768 (Del. Ch. 2003) – I/4.e, II/9.b, II/9.c, II/9.f, III/11.a, III/12.b

RECHTSPRAAKREGISTER

- In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003) – I/3.f, II/9.h, III/11.b, III/11.c, III/12.a
- In re Speedway Motorsports, Inc. Derivative Litigation*, 2003 WL 22400758 (Del. Ch. 2003) – IV/18.a
- In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003) – I/4.e, II/9.f, III/12.a, III/12.b, III/13, IV/19.b
- Litt v. Wycoff*, 2003 WL 1794724 (Del. Ch. 2003) – I/3.c, III/11.b
- Rattner v. Bidzos*, 2003 WL 22284323 (Del. Ch. 2003) – II/9.c, II/9.f
- Angelo, Gordon & Co. v. Allied Riser Comm. Corp.*, 805 A.2d 221 (Del. Ch. 2002) – IV/17.a
- Cal. Pub. Employee's Ret. Sys. v. Coulter*, 2002 WL 31888343 (Del. Ch. 2002) – III/11.b
- In re The Limited, Inc. Shareholders Litigation*, 2002 WL 537692 (Del. Ch. 2002) – II/9.f, III/11.b, IV/19.c
- In re The Student Loan Corp. Derivative Litigation*, 2002 WL 75479 (Del. Ch. 2002) – II/9.f
- Orman v. Cullman*, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002) – III/11, III/11.b, III/11.c, III/13.b, IV/19.a, IV/19.c
- Steinman v. Levine*, 2002 WL 31761252 (Del. Ch. 2002) – III/14
- Bird's Constr. v. Milton Equestrian Ctr.*, 2001 WL 1528956 (Del. Ch. 2001) – II/8
- In re New Valley Corp. Derivative Litigation*, 2001 WL 50212 (Del. Ch. 2001) – II/9.c
- In re Paxon Communication Corp. Shareholders Litigation*, 2001 WL 812028 (Del. Ch. 2001) – III/11.c
- In re Ply Gem Industries, Inc.*, 2001 WL 755133 (Del. Ch. 2001) – III/11.b
- Mattes v. Checkers Drive-In Rest., Inc.*, 2001 WL 337865 (Del. Ch. 2001) – II/9.e
- Parnes v. Bally Entertainment Corp.*, 2001 WL 224774 (Del. Ch. 2001) – IV/19.b, IV/19.c
- Telxon Corp. v. Bogomolny*, 792 A.2d 964 (Del. Ch. 2001) – III/11.b
- Beneville v. York*, 769 A.2d 80 (Del. Ch. 2000) – II/9.f
- Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000) – IV/21
- Crescent/Much I Partners, L.P. v. Turner*, 846 A.2d 963 (Del. Ch. 2000) – III/11.b
- Criden v. Steinberg*, 2000 WL 354390 (Del. Ch. 2000) – IV/19.c, IV/19.d, VI/38.f
- Grace Brothers, Ltd. v. Uniholding Corp.*, 2000 WL 982401 (Del. Ch. 2000) – II/7.e, II/8, III/11.a
- In re Digex, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 1176 (Del. Ch. 2000) – III/11.a
- In re Encore Computer Corporation Shareholders Litigation*, 2000 WL 823373 (Del. Ch. 2000) – IV/19.a, IV/19.c
- In re Gaylord Container Corporation Shareholders Litigation*, 753 A.2d 462 (Del. Ch. 2000) – III/13.b, IV/19.c, IV/21, IV/22.d
- In re Western National Corp. Shareholders Litigation*, 2000 WL 710192 (Del. Ch. 2000) – II/7.e
- McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000) – III/13.b, IV/19.b, IV/21
- Nagy v. Bristicer*, 770 A.2d 43 (Del. Ch. 2000) – III/13.a, III/13.b
- State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, 2000 WL 238026 (Del. Ch. 2000) – IV/22
- State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp.*, 2000 WL 1805376 (Del. Ch. 2000) – IV/21
- Strassburger v. Early*, 752 A.2d 557 (Del. Ch. 2000) – III/13.b
- Agranoff v. Miller*, 1999 WL 219650 (Del. Ch. 1999) – III/13.a
- Bomarko, Inc. v. International Telecharge, Inc.*, 794 A.2d 1161 (Del. Ch. 1999) – III/11
- Boyer v. Wilmington Materials, Inc.*, 754 A.2d 881 (Del. Ch. 1999) – III/11, IV/20
- Chaffin v. GNI Group, Inc.*, 1999 WL 721569 (Del. Ch. 1999) – III/11.a
- Harbor Finance Partners v. Huizenga*, 751 A.2d 879 (Del. Ch. 1999) – I/3.c, II/7.e, III/11.a, IV/19.a, IV/19.d, VI/38.f
- HMG/Courtland Props., Inc. v. Gray*, 749 A.2d 94 (Del. Ch. 1999) – III/13.a, IV/19.d
- In re 3COM Corp. Shareholders Litigation*, 1999 WL 1009210 (Del. Ch. 1999) – IV/19.d
- In re General Motors Class H Shareholders Litigation*, 734 A.2d 611 (Del. Ch. 1999) – IV/19.a
- In re ML/EQ Real Estate Partnership Litigation*, 1999 WL 1271885 (Del. Ch. 1999) – Ten geleide, I/2, III/13.b
- Jackson National Life Ins. Co. v. Kennedy*, 741 A.2d 377 (Del. Ch. 1999) – III/14
- Mizel v. Connelly*, 1999 WL 550369 (Del. Ch. 1999) – III/11.a, III/11.b

RECHTSPRAAKREGISTER

- Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Cos., Inc.*, 735 A.2d 386 (Del. Ch. 1999) – III/11.b
O'Reilly v. Transworld Healthcare, Inc., 745 A.2d 902 (Del. Ch. 1999) – II/7.e, III/13.b
Sanders v. Wang, 1999 WL 1044880 (Del. Ch. 1999) – II/9.c, IV/19.c
Solomon v. Armstrong, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999) – II/7.b, II/8, III/11.a, III/11.c, III/12.b, III/14, IV/17.b, IV/18.a, IV/18.b, IV/19.a, IV/19.c, IV/19.d, IV/20, IV/21, IV/22.d
BelCom, Inc. v. Robb, 1998 WL 229527 (Del. Ch. 1998) – III/11
Grimes v. DSC Communications Corp., 724 A.2d 561 (Del. Ch. 1998) – II/9.e
In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998) – II/8, II/9.f, III/14, IV/17.a, IV/19.a, IV/19.d, IV/20, IV/22.b
Shaev v. Wyly, 1998 WL 13858 (Del. Ch. 1998) – II/7.e, III/11.a
Baron v. Stiff, 1997 WL 666973 (Del. Ch. 1997) – II/9.b
Boyer v. Wilmington Materials, Inc., 1997 WL 382979 (Del. Ch. 1997) – III/12.b, III/13.a
Carlton Investments v. TLC Beatrice International Holdings, Inc., 1997 WL 305829 (Del. Ch. 1997) – II/9.h
Cooke v. Oolie, 1997 WL 367034 (Del. Ch. 1997) – IV/19.d
Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, 705 A.2d 1040 (Del. Ch. 1997) – I/3.e, II/7.c, IV/21
Harbor Finance Partners v. Sugarman, 1997 WL 162175 (Del. Ch. 1997) – IV/20
In re Bally's Grand Derivative Litigation, 1997 WL 305803 (Del. Ch. 1997) – II/9.f
In re Fuqua Industries, Inc. Shareholders Litigation, 1997 WL 257460 (Del. Ch. 1997) – III/11.a
In re MAXXAM, Inc./Federated Dev. Shareholders Litigation, 1997 WL 187317 (Del. Ch. 1997) – II/7.e
Lewis v. Vogelstein, 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997) – IV/19.c, IV/19.d
Orban v. Field, 1997 WL 153831 (Del. Ch. 1997) – III/11.b
SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., Inc., 1997 WL 10263 (Del. Ch. 1997) – III/11, III/13.b
Steiner v. Meyerson, 1997 WL 349169 (Del. Ch. 1997) – II/9.c
Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997) – IV/19.c
Benerofe v. Cha, 1996 WL 535405 (Del. Ch. 1996) – III/11.b
Bodkin v. Mercantile Stores Co., 1996 WL 652763 (Del. Ch. 1996) – III/11.b
Carlton Investments v. TLC Beatrice International Holdings, Inc., 1996 WL 608492 (Del. Ch. 1996) – II/6
Cincinnati Bell Cellular Sys. Co. v. Ameritech Mobile Phone Services, Inc., 1996 WL 506906 (Del. Ch. 1996) – IV/19.b
Everett v. Hollywood Park, Inc., 1996 WL 32171 (Del. Ch. 1996) – II/9.e
Gagliardi v. Trifoods International, Inc., 1996 WL 422330 (Del. Ch. 1996) – I/3.d, I/3.e, I/4.e, II/9.f, III/13.a, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
In re Caremark International, Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996) – I/3.d, III/12, III/12.a, III/12.b, III/13.a, III/13.b, IV/19.b, IV/19.c
Katz v. Halperin, 1996 WL 66006 (Del. Ch. 1996) – III/11.b
Ryan v. Tad's Enterprises, Inc., 709 A.2d 698 (Del. Ch. 1996) – III/11.c, IV/17.a, IV/19.c
Seagraves v. Urstadt Property Co., 1996 WL 159626 (Del. Ch. 1996) – III/14
Uni-Marts, Inc. v. Stein, 1996 WL 466961 (Del. Ch. 1996) – III/14
Wells Fargo & Co. v. First Interstate Bancorp., 1996 WL 32169 (Del. Ch. 1996) – IV/21
Charal Inv. Co. v. Rockefeller, 1995 WL 684869 (Del. Ch. 1995) – II/9.b
Friedman v. Beningson, 1995 WL 716762 (Del. Ch. 1995) – II/9.f
In re Baxter International, Inc. Shareholders Litigation, 654 A.2d 1268 (Del. Ch. 1995) – II/9.f, III/12.a
In re Tri-Star Pictures, Inc., Litigation, 1995 WL 106520 (Del. Ch. 1995) – IV/19.d
In re Wheelabrator Tech., Inc. Shareholders Litigation, 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995) – IV/19.d
Katell v. Morgan Stanley Group, Inc., 1995 WL 376952 (Del. Ch. 1995) – II/9.h
Seminaris v. Landa, 662 A.2d 1350 (Del. Ch. 1995) – II/9.f, III/11.b, III/12.a
Solomon v. Pathe Communications Corp., 1995 WL 250374 (Del. Ch. 1995) – IV/19.a
Steiner v. Meyerson, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995) – IV/19.c
Boeing Co. v. Shrontz, 1994 WL 30542 (Del. Ch. 1994) – II/9.g

RECHTSPRAAKREGISTER

- Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1134 (Del. Ch. 1994) – II/8, III/11, III/11.c, III/12, III/12.b, III/13.b, IV/16, IV/17.a, IV/19.a, IV/19.b, IV/19.d, IV/20, IV/22.b, IV/22.c
- Giammalvo v. Sunshine Mining Co.*, 1994 WL 30547 (Del. Ch. 1994) – III/13.a
- In re Unitrin, Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 13656 (Del. Ch. 1994) – IV/18.b
- Kahn v. Caporella*, 1994 WL 89016 (Del. Ch. 1994) – IV/21
- Kahn v. Tremont Corp.*, 1994 WL 162613 (Del. Ch. 1994) – II/9.f
- U-H Acquisition Co. v. Barbo*, 1994 WL 34688 (Del. Ch. 1994) – II/8
- Yaw v. Talley*, 1994 WL 89019 (Del. Ch. 1994) – II/9.b, II/9.d
- Glazer v. Zapata Corp.*, 658 A.2d 176 (Del. Ch. 1993) – IV/18.a, IV/19.c
- Leslie v. Telephonics Office Techs., Inc.*, 1993 WL 547188 (Del. Ch. 1993) – II/9.b, II/9.d
- Geyer v. Ingersoll Publications Co.*, 621 A.2d 784 (Del. Ch. 1992) – II/7.c
- Trustees of General Elec. Pension Trust v. Levenson*, 1992 WL 41820 (Del. Ch. 1992) – III/14
- Blackwell v. Nixon*, 1991 WL 194725 (Del. Ch. 1991) – III/11, IV/17.a
- Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 1991 WL 111134 (Del. Ch. 1991) – III/11.c
- Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991) – II/7.c
- In re Dataproducts Corp. Shareholders Litigation*, 1991 WL 165301 (Del. Ch. 1991) – II/8
- In re Rexene Corp. Shareholders Litigation*, 1991 WL 77529 (Del. Ch. 1991) – III/14
- Mount Moriah Cemetery ex rel. Dun & Bradstreet Corp. v. Moritz*, 1991 WL 50149 (Del. Ch. 1991) – IV/19.b
- Thorpe v. CERBCO, Inc.*, 611 A.2d 5 (Del. Ch. 1991) – II/9.d
- Van de Walle v. Unimation, Inc.*, 1991 WL 29303 (Del. Ch. 1991) – IV/22.c
- Citron v. E.I. Du Pont de Nemours, Inc.*, 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990) – IV/19.d
- Harris v. Carter*, 582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990) – II/7.e, II/9.f
- Heineman v. Datapoint Corp.*, 1990 WL 154149 (Del. Ch. 1990) – II/9.f
- John Hancock Capital Growth Management, Inc. v. Aris Corp.*, 1990 WL 126656 (Del. Ch. 1990) – IV/22.b
- Raskin v. Birmingham Steel Corp.*, 1990 WL 193326 (Del. Ch. 1990) – III/14
- Stahl v. Apple Bancorp, Inc.*, 579 A.2d 1115 (Del. Ch. 1990) – IV/17.a
- Tomczak v. Morton Thiokol, Inc.*, 1990 WL 42607 (Del. Ch. 1990) – III/11.c, III/12.b, IV/18.b, IV/19.b, IV/19.c
- Emerald Partners v. Berlin*, 564 A.2d 670 (Del. Ch. 1989) – II/9.c
- In re NVF Co. Litigation*, 1989 WL 146237 (Del. Ch. 1989) – II/9.b
- In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, 1989 WL 7036 (Del. Ch. 1989) – III/11.a, III/12.b, III/13.a, IV/16, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/22
- In re Sea-Land Corp. Shareholders Litigation*, 642 A.2d 792 (Del. Ch. 1989) – II/7.e
- Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 1989 WL 79880 (Del. Ch. 1989) – I/3.e
- Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.*, 559 A.2d 278 (Del. Ch. 1989) – IV/22.d
- Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp.*, 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989) – IV/22.c
- Weiland v. Cent. & S.W. Corp.*, 1989 WL 48740 (Del. Ch. 1989) – II/9.e
- Weiss v. Rockwell International Corp.*, 1989 WL 80345 (Del. Ch. 1989) – III/14
- Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988) – I/3.e III/11.a, III/13.a, III/13.b, III/14, IV/16, IV/19.c, IV/21
- Citron v. Fairchild Camera & Instruments Corp.*, 1988 WL 53322 (Del. Ch. 1988) – IV/19.c
- Citron v. Steego Corp.*, 1988 WL 94738 (Del. Ch. 1988) – IV/19.b
- City Capital Associates, L.P. v. Interco, Inc.*, 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988) – II/8, IV/18.b, IV/19.c
- In re Fort Howard Corporation Shareholders Litigation*, 1988 WL 83147 (Del. Ch. 1988) – IV/19.b, IV/19.c
- In re Holly Farms Corporation Shareholders Litigation*, 1988 WL 143010 (Del. Ch. 1988) – I/4.d
- In re J.P. Stevens & Co., Inc. Shareholders Litigation*, 542 A.2d 770 (Del. Ch. 1988) – III/13.b, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.c, IV/20, IV/22
- In re KDI Corp. Shareholders Litigation*, 1988 WL 116448 (Del. Ch. 1988) – IV/19.b

RECHTSPRAAKREGISTER

- Solash v. The Telex Corporation*, 1988 WL 3587 (Del. Ch. 1988) – I/3.b, III/11, III/11.a, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/20, IV/22.b
- Yanow v. Scientific Leasing, Inc.*, 1988 WL 8772 (Del. Ch. 1988) – IV/21
- Aprahamian v. HBO & Company*, 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987) – IV/21
- Freedman v. Restaurant Assoc. Industries, Inc.*, 1987 WL 14323 (Del. Ch. 1987) – II/7.b, III/11.a, III/11.b
- Grobow v. Perot*, 526 A.2d 914 (Del. Ch. 1987) – IV/17.a
- Helmsman Management Services. v. A&S Consultants, Inc.*, 525 A.2d 160 (Del. Ch. 1987) – II/9.e
- Phillips v. Insituform of North America, Inc.*, 1987 WL 16285 (Del. Ch. 1987) – IV/21
- AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986) – III/11.a, III/13.b, IV/16, IV/18.a, IV/18.b, IV/19.c
- Good v. Getty Oil Co.*, 514 A.2d 1104 (Del. Ch. 1986) – II/9.b
- In re Anderson, Clayton & Co. Shareholders Litigation*, 519 A.2d 669 (Del. Ch. 1986) – IV/16
- In re Beatrice Companies, Inc.*, 1986 WL 4749 (Del. Ch. 1986) – IV/19.b
- Katz v. Oak Industries, Inc.*, 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986) – II/7.b
- Packer v. Yampol*, 1986 WL 4748 (Del. Ch. 1986) – III/11.a
- Pike v. Commodore Motel Corp.*, 547 A.2d 963 (Del. Ch. 1986) – III/11
- Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp.*, 547 A.2d 963 (Del. Ch. 1986) – III/12.a, IV/19.b
- Weinberger v. Rio Grande Industries, Inc.*, 519 A.2d 116 (Del. Ch. 1986) – III/14
- Lewis v. Fuqua*, 502 A.2d 962 (Del. Ch. 1985) – II/9.h
- Moran v. Household Int., Inc.*, 490 A.2d 1059 (Del. Ch. 1985) – I/2, III/12.b, IV/16, IV/18.b
- Gilbert v. The El Paso Company*, 490 A.2d 1050 (Del. Ch. 1984) – II/7.e
- Kaplan v. Wyatt*, 484 A.2d 501 (Del. Ch. 1984) – II/9.h
- Abbey v. Computer & Communications Technology Corp.*, 1983 WL 18005 (Del. Ch. 1983) – II/9.h
- Haber v. Bell*, 465 A.2d 353 (Del. Ch. 1983) – II/9.f
- Kaufman v. Beal*, 1983 WL 20295 (Del. Ch. 1983) – II/9.f
- Youngman v. Tahmoush*, 457 A.2d 376 (Del. Ch. 1983) – II/9.c
- Kaplan v. Goldsamt*, 380 A.2d 556 (Del. Ch. 1977) – III/14, IV/17.a, IV/19.c, IV/19.d
- Keystone Fuel Oil v. Del-Way Petroleum, Co.*, 1977 WL 2572 (Del. Ch. 1977) – II/7.c
- Gimbel v. Signal Cos.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch. 1974) – III/12.a, III/12.b, III/13.a, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c
- Muschel v. Western Union Corp.*, 310 A.2d 904 (Del. Ch. 1973) – III/13.a, IV/17.a, IV/19.c
- Penn Mart Realty Co. v. Becker*, 298 A.2d 349 (Del. Ch. 1972) – IV/19.b
- Kaplan v. Centex Corp.*, 284 A.2d 119 (Del. Ch. 1971) – II/7.e, III/12.b, IV/19.c
- Puma v. Marriott*, 283 A.2d 693 (Del. Ch. 1971) – IV/17.a, IV/19.d
- Kelly v. Bell*, 254 A.2d 62 (Del. Ch. 1969) – III/14
- Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.*, 230 A.2d 769 (Del. Ch. 1967) – III/11.a
- Lank v. Steiner*, 213 A.2d 848 (Del. Ch. 1965) – II/8
- Marks v. Wolfson*, 188 A.2d 680 (Del. Ch. 1963) – IV/19.c, IV/20
- Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962) – I/3.a, I/4.e, IV/19.a, IV/19.c, IV/19.d
- Lutz v. Boas*, 171 A.2d 381 (Del. Ch. 1961) – III/12
- Kors v. Carey*, 158 A.2d 136 (Del. Ch. 1960) – IV/19.b
- Gerlach v. Gillam*, 139 A.2d 591 (Del. Ch. 1958) – IV/19.d
- Fidanque v. American Maracaibo Co.*, 92 A.2d 311 (Del. Ch. 1952) – IV/19.c
- Kaufman v. Shoenberg*, 91 A.2d 786 (Del. Ch. 1952) – IV/19.d
- Kerbs v. California Eastern Airways, Inc.*, 90 A.2d 652 (Del. Ch. 1952) – IV/19.d
- Mitchell v. Highland-Western Glass Co.*, 167 A. 831 (Del. Ch. 1933) – III/12.b
- Allaun v. Consolidated Oil Co.*, 147 A. 257 (Del. Ch. 1929) – III/13.a, IV/17.a, IV/19.b
- Bodell v. General Gas & Electric Corp.*, 132 A. 442 (Del. Ch. 1926) – IV/17.a
- Robinson v. Pittsburgh Oil Ref. Corp.*, 126 A. 46 (Del. Ch. 1924) – IV/17.a
- Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co.*, 120 A. 486 (Del. Ch. 1923) – IV/19.c

Buiten Delaware

- Scott Acquisition Corp. v. Morris*, 344 B.R. 283 (D. Del. 2006) – II/7.c
United States of America v. Ebbers, 458 F.3d 110 (2nd Cir. 2006) – III/11
Kittay v. Atlantic Bank of N.Y., 316 B.R. 451 (S.D. N.Y. 2004) – IV/17.a
Roselink Investors, L.L.C. v. Shenkman, 386 F.Supp.2d 209 (S.D. N.Y. 2004) – II/7.c
In re Abbott Laboratories Derivative Shareholders Litigation, 325 F.3d 795 (7th Cir. 2003) – II/8, III/12.a
RSL COM Primecall, Inc. v. Beckoff, 2003 WL 22989669 (S.D. N.Y. 2003) – II/7.c, II/7.e
McCall v. Scott, 239 F.3d 808 (6th Cir. 2001) – III/12.a
Drage v. Procter & Gamble, 694 N.E.2d 1339 (Ohio App. Ct. 1997) – II/9.f
Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp., 978 F.Supp. 1342 (D. Nev. 1997) – I/3.f
In re Healthco International, C.A. No. 97-40020 (D. Mass. 1997) – III/11.a, III/13, III/13.a
Management Techs., Inc. v. Morris, 961 F.Supp. 640 (S.D. N.Y. 1997) – II/7.e
Potter v. Pohlada, 560 N.W.2d 389 (Minn. App. Ct. 1997) – III/13.a, III/14
Strougo v. Scudder, Stevens & Clark, Inc. 964 F.Supp. 783 (S.D. N.Y. 1997) – III/13.b
Weaver v. Kellogg, 216 B.R. 563 (S.D. Tex. 1997) – II/7.c
Aviall, Inc. v. Ryder Systems, Inc., 913 F.Supp. 826 (S.D. N.Y. 1996) – II/7.e
Boston Children's Heart Foundation v. Nadal-Ginard, 73 F.3d 429 (1st Cir. 1996) – VI/39.a
In re Landmark Land Co. of Carolina, Inc., 76 F.3d 553 (4th Cir. 1996) – III/13.a
Long v. Lampton, 922 S.W.2d 692 (Ark. 1996) – III/11.a
Marx v. Akers, 66 N.E.2d 1034 (N.Y. 1996) – II/9.b, II/9.f
United States v. Skeddle, 940 F.Supp. 1146 (N.D. Ohio 1996) – IV/17.a
Winters Run Condo v. McCarthy, 1996 WL 493221 (Conn. 1996) – IV/16
In re Croton River Club, Inc., 52 F.3d 41 (2nd Cir. 1995) – IV/17.a, IV/18.a
In re Prudential Ins. Co. Derivative Litigation, 659 A.2d 961 (N.J. 1995) – II/6
Lake Monticello Owners Association v. Lake, 463 S.E.2d 652 (Va. 1995) – III/12.a
Moore Corp. v. Wallace Computer Services, Inc., 907 F.Supp. 1545 (D. Del. 1995) – IV/21
Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris, 661 A.2d 1146 (Me. 1995) – III/11.a
Resolution Trust Corp. v. Bright, 872 F.Supp. 1551 (N.D. Tex. 1995) – III/11
In re Oracle Securities Litigation, 852 F.Supp. 1437 (N.D. Cal. 1994) – II/9.h
Miller v. Schreyer, 606 N.Y.S.2d 642 (N.Y. 1994) – III/12.a
Official Comm. of Unsecured Creditors of Buckhead Am. Corp. v. Reliance Capital Group, Inc., 178 B.R. 956 (D. Del. 1994) – II/7.c
Rosenfield v. Metals Selling Corp., 643 A.2d 1253 (Conn. 1994) – I/3.d, I/3.f
Shoen v. Amerco, 885 F.Supp. 1332 (D. Nev. 1994) – II/6, IV/17.a
Stepak v. Addison, 20 F.3d 398 (11th Cir. 1994) – IV/19.b
Garber v. Lego, 11 F.3d 1197 (3rd Cir. 1993) – IV/19.c
In re Oracle Securities Litigation, 829 F.Supp. 1176 (N.D. Cal. 1993) – II/9.h
In re Westinghouse Securities Litigation, 832 F.Supp. 989 (W.D. Pa. 1993) – IV/18.a
Stamp v. Touche Ross & Co., 636 N.E.2d 616 (Ill. App. Ct. 1993) – IV/17.a
Stern v. General Electric Co., 837 F.Supp. 72 (S.D. N.Y. 1993) – IV/19.c
Waltuch v. Conticommodity Services, Inc., 833 F.Supp. 302 (S.D. N.Y. 1993) – I/2, IV/17.a
Washington Bancorp v. Said, 812 F.Supp. 1256 (D. D.C. 1993) – II/6, III/11.c, IV/17.a
Brane v. Roth, 590 N.E.2d 587 (Ind. App. Ct. 1992) – IV/19.b
Mautner v. Hirsch, 1992 WL 106318 (S.D. N.Y. 1992) – III/13.a
Osborn v. Irwin Memorial Blood Bank, 7 Cal.Rprt.2d 101 (Cal. Ct. App. 1992) – I/3.a
Gonzalez Turul v. Rogatol Distr., Inc., 951 F.2d 1 (1st Cir. 1991) – II/9.e
Johnson v. Hui, 811 F.Supp. 479 (N.D. Cal. 1991) – II/9.h
Kamen v. Kemper Financial Services, Inc., 500 U.S. 90 (U.S. 1991) – II/9.b
RCM Sec. Fund, Inc. v. Stanton, 928 F.2d 1318 (2nd Cir. 1991) – IV/16
W&W Equipment Co. v. Mink, 568 N.E.2d 564 (Ind. App. Ct. 1991) – IV/19.b
Houle v. Low, 556 N.E.2d 51 (Mass. 1990) – II/9.h

RECHTSPRAAKREGISTER

- In re Consumers Power Co. Derivative Litigation*, 132 F.R.D. 455 (E.D. Mich. 1990) – IV/19.b
Kamen v. Kemper Financial Services, Inc., 908 F.2d 1338 (7th Cir. 1990) – II/6, II/9.f
Air Line Pilots Ass'n v. UAL Corp., 717 F.Supp. 575 (N.D. Ill. 1989) – I/3.d
Estate of Detwiler v. Offenbecher, 728 F.Supp. 103 (S.D. N.Y. 1989) – III/13.a, IV/19.b
Gaillard v. Natomas Co., 208 Cal.App.3d 1250 (Cal. Ct. App. 1989) – IV/16
Starrels v. First National Bank, 870 F.2d 1168 (7th Cir. 1989) – II/9.f
Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (U.S. 1988) – III/14
BNS, Inc. v. Koppers Co., 683 F.Supp. 458 (D. Del. 1988) – IV/21
Danaher Corp. v. Chicago Pneumatic Tool Co., 633 F.Supp. 246 (S.D. N.Y. 1986) – IV/19.b
Frances T. v. Village Green Owners Association, 723 P.2d 573 (Cal. 1986) – IV/16
Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc., 781 F.2d 264 (2nd Cir. 1986) – III/11, III/12.a, III/12.b, III/13.a, IV/17.a, IV/19.c
Allison v. General Motors Corp., 604 F.Supp. 1106 (D. Del. 1985) – II/9.b
Asarco, Inc. v. MRH Homes A Court, 611 F.Supp. 468 (D. N.J. 1985) – III/11.a
In re STN Enterprises, 779 F.2d 901 (2nd Cir. 1985) – II/7.c
Daily Income Fund, Inc. v. Fox, 464 U.S. 523 (U.S. 1984) – II/9.b
Goben v. Barry, 676 P.2d 90 (Kan. 1984) – III/13
Sam Wong & Son, Inc. v. New York Mercantile Exch., 735 F.2d 653 (2nd Cir. 1984) – VI/38.b
Lewis v. Graves, 701 F.2d 245 (2nd Cir. 1983) – II/9.b
Smachlo v. Birkelo, 576 F.Supp. 1439 (D. Del. 1983) – II/9.b
Abramowitz v. Posner, 672 F.2d 1025 (2nd Cir. 1982) – II/9.g
Joy v. North, 692 F.2d 880 (2nd Cir. 1982) – I/3.a, I/3.c, I/3.d, II/6, II/9.a, II/9.h, IV/16, IV/17.a, IV/19.c
Mills v. Esmark, Inc., 544 F.Supp. 1275 (N.D. Ill. 1982) – II/9.h
Francis v. United Jersey Bank, 432 A.2d 814 (N.J. 1981) – I/2, I/3.c, II/7.c, , III/12.a
Panier v. Marshall Field & Co., 646 F.2d 271 (7th Cir. 1981) – III/11.a, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c
Bank Leumi-Le-Israel v. Sunbelt Industries, Inc., 485 F.Supp. 556 (S.D. Ga. 1980) – II/7.c
Corbin v. Franklin National Bank, 633 F.2d 203 (2nd Cir. 1980) – IV/20
Johnson v. Trueblood, 629 F.2d 287 (3rd Cir. 1980) – IV/17.a
Lewis v. S.L.&E., Inc., 629 F.2d 764 (2nd Cir. 1980) – IV/17.a, IV/20
Auerbach v. Bennett, 47 N.Y.2d 619 (N.Y. 1979) – I/3.a, II/9.b, II/9.h, IV/17.a
Lewis v. Anderson, 615 F.2d 778 (9th Cir. 1979) – II/9.h
Cramer v. General Tel. & Elec. Corp., 582 F.2d 259 (3rd Cir. 1978) – II/9.e, IV/19.c
Fill Buildings, Inc. v. Alexander Hamilton Life Insurance Company, 241 N.W.2d 466 (Mich. 1976) – VI/38.e
Kamin v. American Express Co., 383 N.Y.S.2d 807 (N.Y. 1976) – I/3.b, I/3.c, I/3.d, IV/19.b
TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (U.S. 1976) – III/14
Miller v. AT&T Co., 507 F.2d 759 (3rd Cir. 1974) – I/3.d, III/13.a
Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 460 P.2d 464 (Cal. 1969) – II/7.e
Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968) – I/3.e, IV/17.a
Selheimer v. Manganese Corp. of America, 224 A.2d 634 (Pa. 1966) – I/3.c, IV/19.c
Halprin v. Babbitt, 303 F.2d 138 (1st Cir. 1962) – II/9.b
Chambers v. Beaver-Advance Corp., 140 A.2d 808 (1958) – IV/16
A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow, 98 A.2d 581 (N.J. 1953) – II/7.d
Brown v. Allen, 344 U.S. 443 (U.S. 1953) – I/3.c
Des Moines Bank & Trust Co. v. George M. Bechtel & Co., 51 N.W.2d 174 (Iowa 1952) – IV/20, IV/22.c
Bayer v. Beran, 49 N.Y.S.2d 2 (N.Y. 1944) – I/3.c, I/3.d, II/8, III/11, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.b, IV/20
Casey v. Woodruff, 49 N.Y.S.2d 625 (N.Y. 1944) – IV/22.c
SEC v. Chenery Corp. 318 U.S. 80 (U.S. 1943) – III/11.b
Gerdes v. Reynolds, 22 N.E.2d 331 (N.Y. 1941) – II/7.e
Litwin v. Allen, 25 N.E.2d 667 (N.Y. 1940) – I/3.c, I/4.c, II/8, III/11.a, IV/19.c, IV/20
Pepper v. Litton, 308 U.S. 295 (U.S. 1939) – IV/20

RECHTSPRAAKREGISTER

Meinhard v. Salmon, 249 N.Y. 458 (N.Y. 1928) – III/11
Barnes v. Andrews, 298 F.Supp. 614 (S.D. N.Y. 1924) – III/12.a
Jacobs & Young, Inc. v. Kent, 230 N.Y. 239 (N.Y. 1921) – IV/22.b
Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919) – II/7.d
Roth v. Robertson, 118 N.Y.S. 351 (N.Y. 1909) – III/13.a
Schaffhauser v. Arnholt & Schaefer Brewing Co., 67 A. 417 (Pa. 1907) – III/11
Corbus v. Alaska Treadwell Gold Mining Co., 187 U.S. 455 (U.S. 1903) – I/3.e
Percy v. Millaudon, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829) – IV/16

Trefwoordenregister

De verwijzingen achter de trefwoorden, die alfabetisch zijn gerangschikt, duiden op de hoofdstuk- en paragraafnummers.

Achterstelling van één of meer deelbelangen – V/27.c, VI/39.b

(Adequate) aandeelhoudersgoedkeuring – IV/19.d, VI/38.f

Afgeleide actie (*versus* directe actie) – II/9

Alternatieve disciplineringsmechanismen – I/3.f

Any rational business purpose – IV/17.a, IV/19.c

Belangenafweging – V/27.c, VI/39.b

Beschermingsmaatregelen (het treffen van) – II/7.d, IV/18.b, IV/21, VI/39.a

Bestuurlijke beleidsvrijheid (*versus* bestuurlijke verantwoording) – I/2

Bestuursautonomie – I/3.e

Bijzondere zorg(vuldigheids)plicht – V/26.c

Billijkheidstoets (billijkheid) – IV/18.a, IV/20, IV/22.d, VI/38.e, VI/38.f, VI/38.g,

VI/39.a, VII/42.b

Business judgment rule – II/9.f, II/9.g, II/9.h, IV/16, IV/17, IV/18, IV/19, IV/21,

IV/22, VI/33, VI/38.b, VI/38.g, VI/39.a, VII/42.b

Controlerende aandeelhouder – II/7.e

Corporate opportunity – III/11.a, VI/35.a

Demand excused vanwege *futility* – II/9.f

Demand on the board – II/9.b, II/9.c, II/9.d, II/9.f, II/9.g, II/9.h

Demand wrongfully excused – II/9.g

Discovery – II/9.e

(Dis)interestedness – III/11.a

Doeleinden van een enquête – V/24.a

Duitse *business judgment rule* – IV/17.b, IV/19.b, IV/19.c

Duty of care – II/8, III/12, IV/16, IV/17.a, IV/18, IV/19.b, IV/19.c, IV/19.d,

IV/20, IV/21, IV/22.a, IV/22.c

Duty of disclosure – III/14, IV/19.a, IV/19.d, IV/20

Duty of good faith – II/8, III/11.a, III/13, III/14, IV/17.a, IV/18, IV/19.b,

IV/19.c, IV/19.d, IV/22.c

Duty of loyalty – II/7.e, II/8, III/11, III/14, IV/17.a, IV/18, IV/19.a, IV/19.d,

IV/22.b, IV/22.c

‘Elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’ (‘strijd’ met) –

I/4.e, V/26.b, V/27, V/28, V/29.c, V/30, V/31.b

Enhanced scrutiny (test) – IV/18.b, IV/21, IV/22.d

Entire fairness (test) – IV/17.a, IV/18.a, IV/18.b, IV/20, IV/21, IV/22.b, IV/22.c,

IV/22.d

‘Ernstig verwijt’ – I/4.e, I/4.f, V/26.b, VII/42.a, VII/42.b, VII/42.d

TREFWOORDENREGISTER

Fair dealing – IV/18.a, IV/20, IV/22.c

Fair price – IV/18.a, IV/20, IV/22.c

Fiduciare plichten (*fiduciary duties*) – II/8, II/9.f, IV/16, IV/17.a, IV/18, IV/19.c, IV/19.d, IV/20, IV/22.a, IV/22.b

Gedragsnormen (bestuurlijke) – IV/16, IV/22.a, VI/34, VI/35, VI/36, VI/37, VI/38.a, VI/38.g, VI/39, VII/42.b

‘Gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ (art. 2:350 lid 1 BW) – I/4.e, V/25, V/30, V/31, VI/37, VI/38.g

Grove nalatigheid (*gross negligence*) – IV/19.b, IV/22.c, VI/38.d

Hindsight bias – I/3.c, I/4.e, VI/38.d

Impasse – V/26.c, V/27.b

(*In*)dependence – II/9.f, II/9.h, III/11.b, III/11.c

Insolventie (*insolvency*) – II/7.c, VI/38.c

‘(Kennelijk) onbehoorlijke taakvervulling’ (art. 2:9 BW en art. 2:138/248 BW) – I/4.e, I/4.f, V/24.c, V/29.b, VI/38.b, VI/38.f, VII/42

Know how a-symmetrie – I/3.b

Loyaliteitsplicht – VI/34, VI/38, VII/42.b

‘Marginale’ toetsing – I/4.a, I/4.b, IV/17.b

Nederlandse *business judgment rule* – VI/38, VII/42.b

Neutraliserende goedkeuring – IV/19.a, IV/19.d, IV/21, VI/38.f, VI/38.g, VI/39.a, VII/41.a, VII/42.b, VII/42.c

(Niet-)neutraal bestuur – IV/19.a, IV/20, IV/21, IV/22.b, IV/22.c, VI/38, VI/39.a, VII/41.b, VII/41.e, VII/42.b, VII/42.c

Normatieve convergentie – IV/22.a, VI/38, VII/42.b

Normatieve divergentie – IV/22.a, VI/38, VII/42.b

Ondernemen – I/3.a

Ongelijke behandeling van in gelijke omstandigheden verkerende aandeelhouders – VI/35.a, VI/39.c

‘Onjuist beleid’ (vermoeden van) (art. 2:354 BW) – V/25, V/29, V/30, V/31, VI/37, VI/38.g

Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders – I/3.d, I/4.e, I/4.f, IV/16, IV/18.a, IV/20, V/24.c, V/29.b, VI/38.b, VI/38.f, VII/42

Prima facie loyaal bestuur – VI/38.b, VI/38.g, VII/42.b

Rationaliteitstoets (rationaliteit) – I/4.d, IV/17.a, IV/19.b, IV/19.c, VI/38, VI/39.a, VII/42.b, VII/42.d

Redelijkheidstoets (redelijkheid) – I/4.b, I/4.c, I/4.d, I/4.e, IV/18.b, IV/19.c, IV/20, IV/21, VI/38, VI/39, VII/41.d, VII/41.e, VII/42.b

Reylon/QVC-doctrine – I/3.e, IV/21

Risicomijdend gedrag (het gevaar van) – I/3.d

Schending van gewekte gerechtvaardigde verwachtingen – VI/35.c, VI/39.d

Schuld (binnen het enquêterecht) – V/24.c, VI/38.g, VII/42.b

Section 102(b)(7) DGCL – III/13.b, IV/17.a

TREFWOORDENREGISTER

- Section 141(a) DGCL* – I/3.e, IV/16
Section 141(e) DGCL – IV/19.b
Section 144(a) DGCL – IV/19.d
Section 220 DGCL – II/9.e
Special litigation committee (in de afgeleide actie) – II/9.h
Stel- en bewijsplicht (verdeling van) – IV/17, IV/18, IV/20, IV/21, VI/38.g, VII/42.b, VII/42.c
Subjectieve *bona fides* – II/8, II/9.f, II/9.h, III/11.a, III/13, IV/17.a, IV/18.a, IV/19.b, IV/19.c, IV/20, IV/21, VI/34, VI/35.a, VI/38, VII/42.b
- Tegenstrijdig belang (substantieel) – II/8, II/9.f, III/11.a, IV/17.a, IV/18, IV/19.a, IV/22.b, IV/22.c, V/26.c, V/28.b, VI/34, VI/35.b, VI/38.a, VI/38.e, VI/38.f, VI/38.g, VI/39.a, VII/41.a, VII/42.b, VII/42.c
Toerekening binnen het enquêterecht – V/24.b
Toetsingsnormen (rechterlijke) – IV/16, IV/22.a, VI/38, VI/39, VII/42
- Unocal/Unitrin*-doctrine – IV/21
- Varianten op de ‘elementaire beginselen’ formule – V/27.c
Vennootschappelijk belang – II/7.a, II/7.b
Verantwoord bestuur – VI/34
Verschijningsvormen van ‘wanbeleid’ – V/26.c
‘Volledige’ toetsing – I/4.a
- ‘Wanbeleid’ (vermoeden van) (art. 2:355 lid 1 BW) – I/4.e, I/4.f, V/25, V/26, V/27, V/28, V/29.c, V/30, V/31, VI/36, VI/37, VI/38.g, VII/41, VII/42.b, VII/42.d
Waste – II/9.f, IV/19.c, IV/19.d
Werkmethode – VI/38.g, VII/42.b
- Zakelijke beleidsafweging (voorbereiding en inhoud) – I/2, I/4.b, III/12.a, IV/16, IV/17, IV/18, IV/19, IV/20, IV/21, IV/22, V/26.c, V/27.c, V/28.b, VI/35.c, VI/38, VI/39, VII/41.a, VII/41.c, VII/41.d, VII/41.e, VII/42.b, VII/42.c, VII/42.d
Zorgvuldigheidsplicht – VI/34, VI/35, VI/36, VI/37, VI/38, VI/39, VII/42.b

Dankwoord

Veel dank ben ik verschuldigd aan Vino Timmerman, Paul Olden, Sandra Dixon en NautaDutilh N.V. voor hun betrokkenheid bij de totstandkoming van deze studie.

Curriculum vitae

Bastiaan Frans-Jozef Assink werd op 12 januari 1977 geboren te Groningen. Hij behaalde zijn VWO-diploma in 1996 aan de scholengemeenschap De Waardenborgh te Holten. Aansluitend studeerde Bastiaan aan de Rijksuniversiteit Groningen. Daar is hij in 1996 begonnen met de propedeuse geschiedenis, gevolgd door de kopstudie Amerikanistiek. Daarnaast is Bastiaan in 1998 aangevangen met de propedeuse rechten, gevolgd door de specialisatierichtingen privaatrecht en bedrijfsrecht. In 2002 behaalde hij het doctoraal examen in beide studies. Tijdens zijn studie doceerde Bastiaan verbintenissenrecht en goederenrecht bij de vakgroepen privaatrecht en algemene rechtswetenschap. Vanaf december 2002 is hij als advocaat werkzaam in de ondernemingsrechtelijke procespraktijk bij Nauta-Dutilh N.V. te Amsterdam.

STELLINGEN

behorende bij het proefschrift

Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware

van Bastiaan F. Assink

1. De benaming ‘marginale’ toets wekt ten onrechte de indruk dat toepassing van de daarmee bedoelde (redelijkheids)toets duidelijk aanwijsbaar verschilt van de ‘volle’ toets.
2. Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag aan de hand van de *business judgment rule*, zoals gehanteerd binnen het vennootschapsrecht van Delaware, komt niet overeen met ‘marginale’ rechterlijke toetsing binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.
3. De systematiek van de *business judgment rule* zoals gehanteerd binnen het vennootschapsrecht van Delaware vormt een belangrijke inspiratiebron voor de verfijning van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag binnen het Nederlandse vennootschapsrecht, maar dient niet één-op-één te worden overgenomen.
4. Zowel binnen het enquêterecht als binnen de art. 2:9 BW-procedure dient als uitgangspunt te gelden dat de rechter bij objectieve toetsing van bestuurlijk gedrag dat verband houdt met de gemaakte zakelijke beleidsafweging, bij (1) de aanwezigheid van *prima facie* loyaliteit en (2) de afwezigheid van een substantieel tegenstrijdig belang (of de aanwezigheid van neutraliserende goedkeuring) moet volstaan met een (ir)rationaliteitstoets (i.e. de Nederlandse *business judgment rule*).
5. Naarmate de wettelijke regulering van bestuurlijk gedrag meer in de sleutel van – de dreiging van – persoonlijke aansprakelijkheid ex art. 2:9 BW wordt geplaatst, neemt het belang van introductie in het Nederlandse vennootschapsrecht van een afgeleide actie door één of meer aandeelhouders ten behoeve van de vennootschap ex art. 2:9 BW toe.
6. Indien het Nederlandse vennootschapsrecht wordt uitgerust met de aan één of meer aandeelhouders toekomende mogelijkheid ten behoeve van de vennootschap een afgeleide actie ex art. 2:9 BW te starten, neemt het belang van invoering van de Nederlandse *business judgment rule* nog meer toe dan zonder de introductie van een afgeleide actie al het geval is.

7. Indien het Nederlandse vennootschapsrecht wordt uitgerust met de aan één of meer aandeelhouders toekomende mogelijkheid ten behoeve van de vennootschap een afgeleide actie ex art. 2:9 BW te starten, verdient het overweging – mede gelet op de onvermijdelijke procedurele complexiteit van de afgeleide actie en de alsdan te verwachten toename van het aantal art. 2:9 BW-procedures – de behandeling van art. 2:9 BW-procedures in eerste en tweede aanleg te concentreren bij een, althans enkele, gespecialiseerde kamer(s) op rechtbank- en gerechtshofniveau.
8. In retrospectief heeft de Ondernemingskamer met de wijze waarop zij gedurende het afgelopen decennium in enquêteprocedures de grenzen van het door de wetgever vrij summier vormgegeven enquêterecht heeft opgezocht en overschreden, de rechtspraak door de daarmee verkregen duidelijkheid per saldo een dienst bewezen.
9. Ten onrechte wordt in de rechtspraak – door met name curatoren in faillissementen maar ook de rechterlijke macht – uit HR 17 juli 2006, *NJ* 2006, 570 (ABN AMRO Bank/Dijkema q.q.) m. nt. Maeijer en HR 9 juli 2004, *NJ* 2004, 519 (Duplicado/Goedkoop q.q.) m. nt. Maeijer wel afgeleid dat bij een tegenstrijdig belang ex art. 2:146/256 BW voor bevoegde vertegenwoordiging door de bestuurder met het tegenstrijdig belang altijd een – uitdrukkelijke – aanwijzing van die bestuurder door de algemene vergadering van aandeelhouders vereist is.
10. Mede gelet op het feit dat de algemene vergadering van aandeelhouders achteraf decharge kan verlenen aan het bestuur, dient haar ook op voorhand de mogelijkheid toe te komen het bestuur vrij te tekenen voor persoonlijke aansprakelijkheid ex art. 2:9 BW, zij het niet ongeclausuleerd (gelet op het bepaalde in art. 3:40 BW).
11. Omdat de ervaring leert dat de beste ideeën doorgaans ontstaan op onverwachte momenten (waarvan de sluimertoestand tussen slapen en wakker worden een prominente verschijningsvorm is) en verspilling van goede ideeën voorkomen dient te worden, vereisen ‘elementaire beginselen van verantwoorde rechtswetenschap’ dat te allen tijde pen en papier – en/of digitale varianten daarop – binnen handbereik van de promovendus liggen.