

## 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.”<sup>1</sup>*

## 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.

---

<sup>1</sup> 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).<sup>2</sup>

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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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.”<sup>5</sup>

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.<sup>6</sup>

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*<sup>7</sup>: “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.”<sup>8</sup>

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.<sup>9</sup>

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.<sup>10</sup>

---

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 (...).”<sup>11</sup>

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.*<sup>12</sup>: “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.”<sup>13</sup>

---

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.”<sup>14</sup>

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.<sup>15</sup>

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<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup> 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*.<sup>18</sup> 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).

### 3. De ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag

Ik noem enkele belangrijke en verwante argumenten die in dat verband hout snijden.<sup>19</sup> 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.<sup>20</sup> 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.<sup>21</sup> 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.<sup>22</sup> 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.<sup>23</sup> 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* (2<sup>nd</sup> 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.<sup>24</sup>

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.<sup>25</sup> Ondernemen is geen exacte wetenschap.<sup>26</sup>

In de woorden van de *Court of Appeals* in de Australische zaak *Daniels v. Anderson*<sup>27</sup>: “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?”<sup>28</sup>

Dit onderkent ook de *Court of Appeals* van New York County in *Auerbach v. Bennett*<sup>29</sup>: “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*<sup>30</sup>: "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.<sup>31</sup> 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 belanghebbers 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.<sup>32</sup>

Dit argument hangt samen met de onvermijdelijke complexiteit van de economische realiteit<sup>33</sup>: 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*<sup>34</sup> en een daarop gebaseerd beoordelingsvermogen om zich in toereikende mate in het ondernemende bestuur te kunnen verplaatsen.<sup>35</sup> 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*<sup>36</sup>: “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 wetgeschiedenis van het enquêterecht erkend.<sup>37</sup>

Ik wijs in dit verband ook op de wetgeschiedenis 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* (2<sup>nd</sup> 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.”<sup>38</sup>

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.”<sup>39</sup>

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.<sup>40</sup> 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.”<sup>41</sup>

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.<sup>42</sup>

### 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.<sup>43</sup> 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.”<sup>44</sup> 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.”<sup>45</sup>

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.*<sup>46</sup>: “(...) 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*<sup>47</sup>: “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.”<sup>48</sup>

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*-eindbeschikking<sup>49</sup> 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*-beschikking<sup>50</sup> 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 waarderingen “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* (2<sup>nd</sup> 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*-beschikking<sup>51</sup> 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.”<sup>52</sup>

Hetzelfde geldt voor de Hoge Raad. Daarbij doel ik met name op zijn *Ogem Holding*-beschikking<sup>53</sup>: “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.”<sup>54</sup>

---

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.*<sup>55</sup>: “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.*<sup>56</sup>: “(...) 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*<sup>57</sup>: “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*<sup>58</sup>: “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.”<sup>59</sup>

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."<sup>60</sup>

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-arrest<sup>61</sup>: "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."<sup>62</sup> Het Gerechtshof Leeuwarden maakt in dezelfde context<sup>63</sup> 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*<sup>64</sup> 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 bestuurs-handelingen (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 wèl 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.”<sup>65</sup>

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.<sup>66</sup> 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.<sup>67</sup> 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*<sup>68</sup>: “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*”.”<sup>69</sup>

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 (...)”<sup>70</sup>

---

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.<sup>71</sup>

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*<sup>72</sup>: “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 (Versto), 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."<sup>73</sup>

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*.<sup>74</sup> 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 zeer<sup>75</sup> – 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.<sup>76</sup> 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.* (3<sup>rd</sup> 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.<sup>77</sup>

Interessant is in dit verband de volgende signalering van de *Court of Chancery* van Delaware in *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*<sup>78</sup>: “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.”<sup>79</sup>

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.”<sup>80</sup>

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.<sup>81</sup>

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.<sup>82</sup> 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.<sup>83</sup> 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* (2<sup>nd</sup> 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* (2<sup>nd</sup> 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.<sup>84</sup>

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.<sup>85</sup> 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.”

<sup>84</sup> Vgl. o.a. HR 8 december 2006 (Ontvanger/Roelofsen), ro. 3.5-3.6; HR 6 juni 2003 (Kuipers/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.

<sup>85</sup> 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*-beschikking<sup>86</sup>: “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 (...).”<sup>87</sup>

In haar *ABN AMRO Holding*-beschikking<sup>88</sup> 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.*<sup>89</sup>: “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”<sup>90</sup>, 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”<sup>91</sup>: “(...) 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."<sup>92</sup>

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*<sup>93</sup>: “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*<sup>94</sup>: “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.”<sup>95</sup>

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.<sup>96</sup> 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.<sup>97</sup>

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).<sup>98</sup> 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*-beschikking<sup>99</sup> 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.”<sup>100</sup>

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.<sup>101</sup> 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.<sup>102</sup> 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.<sup>103</sup> Deze rol dient de rechter niet in afgeleide vorm over te nemen.<sup>104</sup>

In de literatuur wordt wel gesteld dat de raad van commissarissen zich daarbij zou moeten beperken tot een terughoudende beoordeling.<sup>105</sup> 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 miskening 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).<sup>106</sup> 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.<sup>107</sup> 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.<sup>108</sup> 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.<sup>109</sup>

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.<sup>110</sup>

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.*<sup>111</sup>: “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*<sup>112</sup>: “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.*<sup>113</sup>: “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*-beschikking<sup>114</sup> 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.<sup>115</sup> 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).<sup>116</sup>

Zo valt te wijzen op – breed gedragen – opvattingen over deugdelijk ondernemerschap, bijvoorbeeld tot uiting komend in interne of externe *corporate governance codes*.<sup>117</sup> 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](http://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.<sup>118</sup> 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.”<sup>119</sup>

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.<sup>120</sup> 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.<sup>121</sup> 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.<sup>122</sup>

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.<sup>123</sup> Weliswaar lijkt de maatschappelijke roep om openlijke boetedoening, transparantie en persoonlijke aansprakelijkheid soms onevenredige proporties aan te nemen<sup>124</sup>, 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.*<sup>125</sup>: “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.<sup>126</sup> 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.<sup>127</sup> Dit geeft enige richting.<sup>128</sup>

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.<sup>129</sup> 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.<sup>130</sup> 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.<sup>131</sup> 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.<sup>132</sup>

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.<sup>133</sup> 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*-eindbeschikking<sup>134</sup> 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.”<sup>135</sup>

---

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.”<sup>136</sup>

---

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 tijdig<sup>137</sup> 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.<sup>138</sup> 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.<sup>139</sup> 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.<sup>140</sup> 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.<sup>141</sup> 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.<sup>142</sup> 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*-eindbeschikking<sup>143</sup> van de Ondernemingskamer waarin zij vaststelt dat sprake is van aan de ondernemer<sup>144</sup> 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.”<sup>145</sup>

Dit strookt met de *Gucci Group*-(eind)beschikking<sup>146</sup> 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.”<sup>147</sup>

Tevens wijs ik op de *Koninklijke Ahold*-beschikking<sup>148</sup> 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.”<sup>149</sup>

In de context van art. 2:9 BW wijs ik ter illustratie op het *Verto/Drenth*-arrest<sup>150</sup> 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*-arrest<sup>151</sup> 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 verzekeringsoverheidsbedrijf 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*-beschikking<sup>152</sup> 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.”<sup>153</sup>

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.<sup>154</sup> 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.<sup>155</sup> 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 assurantiëtuussenpersoon); 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 kantongerechtpcedure); 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 Nederlandsche 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.<sup>156</sup>

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.”<sup>157</sup>

### 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 vergelijkingsstype 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.<sup>158</sup> 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.<sup>159</sup> 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*-beschikking<sup>160</sup> 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.”<sup>161</sup>

---

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*-eindbeschikking<sup>162</sup> 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”.”<sup>163</sup>

Ten slotte roep ik in herinnering de *VBB*-eindbeschikking<sup>164</sup> 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.”<sup>165</sup>

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*-vonnis<sup>166</sup> 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*-arrest<sup>167</sup> 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*-beschikking<sup>168</sup> 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*-arrest<sup>169</sup> oordeelt dat het Gerechtshof Leeuwarden in zijn *Jaarsma/Skipper Club Charter*-arrest<sup>170</sup> 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.”<sup>171</sup> ‘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.<sup>172</sup> 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*-beschikking<sup>173</sup> 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 (...)”<sup>174</sup> 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’ besluit<sup>175</sup> of een ‘onverantwoorde’ werkwijze.<sup>176</sup>

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.<sup>177</sup> 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.<sup>178</sup> Het gaat hier om een vrij vage norm.<sup>179</sup> 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.<sup>180</sup>

---

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’/‘opportunititeit’ 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.<sup>181</sup>

Ik wijs ter illustratie ook op het *De Nederlandsche Bank/Stichting Vie d’Or*-arrest<sup>182</sup> 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.*<sup>183</sup> over “an objective reasonableness test (...) to examine the wisdom of the decision”; *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*<sup>184</sup>: “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.*<sup>185</sup>: “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.”<sup>186</sup>

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.<sup>187</sup>

In haar *Stork*-beschikking<sup>188</sup> 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.<sup>189</sup>

### 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.<sup>190</sup>

Rationeel gedrag is – algemeen gesteld – gedrag waarvoor alle omstandigheden van het geval indachtig ten minste een logische verklaring te signaleren valt.<sup>191</sup> 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.<sup>192</sup> 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.<sup>193</sup> 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.<sup>194</sup> 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.<sup>195</sup> 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”<sup>196</sup> 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.”<sup>197</sup>

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.<sup>198</sup>

### 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.<sup>199</sup> 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.<sup>200</sup> 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.<sup>201</sup>

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 BW<sup>202</sup>, terwijl de – toch veel gebruikte – formule van de ‘elementaire beginselen’ zelf ook niet bepaald een glasheldere inhoud heeft.<sup>203</sup> 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.<sup>204</sup> Dit ligt in het verlengde van de *Zwagerman Beheer*-beschikking<sup>205</sup> 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’.<sup>206</sup>

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*-eindbeschikking<sup>207</sup> 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*-beschikking<sup>208</sup> 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.<sup>209</sup> Dit staat in mijn ogen los van de wijze waarop de rechter het door het bestuur gevoerde ondernemingsbeleid dient te toetsen.<sup>210</sup> Dit ligt in lijn met de wetsgeschiedenis van het enquêterecht: “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.”<sup>211</sup>

In de context van art. 2:9 BW geldt als persoonlijke aansprakelijkheidsmaatstaf het weinig concrete begrip ‘ernstig verwijt’<sup>212</sup>, 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.<sup>213</sup> 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 enquêterecht) 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 Automobielfabriek 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 Zoelingen), ro. 5.3.

## HOOFDSTUK I

zijn *Koninklijke KPN/SOBI*-arrest<sup>214</sup> 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.<sup>215</sup> In zijn enquêterechtelijke *Laurus*-beschikking<sup>216</sup> 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.<sup>217</sup> 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 is<sup>218</sup> 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.”<sup>219</sup>

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 (...).<sup>220</sup>

Ik wijs ook op wat de *Court of Chancery* van Delaware benadrukt in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*<sup>221</sup>: "(...) 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*<sup>222</sup>: "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*<sup>223</sup>: "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."<sup>224</sup>

Mijns inziens kan dan niet echt gesproken worden van een toereikend beteugetelde 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.<sup>225</sup>

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 rekken<sup>226</sup>;
- door daarmee niet te rijmen feiten en omstandigheden aan haar eindoordeel ten grondslag te leggen<sup>227</sup>;
- door dat eindoordeel te baseren op schending van niet bestaande normen<sup>228</sup>;
- en door in het kader van dat eindoordeel te snel tot schending van een bestaande norm te concluderen.<sup>229</sup>

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.<sup>230</sup> 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<sup>231</sup> 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.<sup>232</sup>

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.<sup>233</sup> 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*-eindbeschikkingen<sup>234</sup> van begin 2002 – weer wat terughoudender opstelt bij het vellen van het wanbeleidoordeel. Ik wijs ter illustratie op de (tweede) *Laurus*- en *VIBA*-eindbeschikkingen<sup>235</sup> van de Ondernemingskamer, alsmede op haar *Beheersmaatschappij Trial*-, *EMBA*- en *IMD-International Market Development*-(eind)beschikkingen.<sup>236</sup>

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’.<sup>237</sup>

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.<sup>238</sup> 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.