

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/306379860>

Nederland, het Delaware van Europa? Verslag van het Van der Heijden Congres 2015

Article · August 2016

CITATIONS

0

READS

242

1 author:



[Bart Bootsma](#)

Erasmus University Rotterdam

39 PUBLICATIONS 13 CITATIONS

SEE PROFILE

Nederland, het Delaware van Europa?

Verslag van het Van der Heijden Congres 2015

Ondernemingsrecht 2016/84

Op 20 en 21 november 2015 vond in Nijmegen het tweejaarlijkse congres van het Van der Heijden Instituut plaats. Het thema dat tijdens deze editie centraal stond, is: “Nederland, het Delaware van Europa?”, met als ondertitel: “Is Nederland aantrekkelijk genoeg als vestigingsland?”. Hoewel al lang over deze vragen gediscussieerd wordt, had de organisatie tegen de achtergrond van een aantal grote beursvennootschappen dat recentelijk de statutaire zetel naar Nederland heeft verplaatst, geen beter moment kunnen kiezen om dit thema aan de orde te stellen. Gedurende twee congresdagen lieten sprekers met verschillende achtergronden hun licht schijnen over de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland. Na een inleiding op het thema door de voorzitter (Van Solinge), volgde een voordracht over de vraag waarom een buitenlandse onderneming voor Nederland kiest (Smit). Vervolgens werden fiscaalrechtelijke (Brandsma), corporate governance (Van Manen), beloningsrechtelijke (Van Slooten), insolventierechtelijke (Veder) en financieelrechtelijke (Lieverse) perspectieven afgewisseld met een aantal specifieke vennootschapsrechtelijke invalshoeken op Nederland als het Delaware van Europa. Daarbij kwam aan orde de Nederlandse NV met uitsluitend een notering buiten Nederland (De Brauw), de *executive committee* (Honée), het enquêterecht als exportproduct (De Kluiver), kapitaalverschaffers en de Richtlijn aandeelhoudersrechten (Van Olfen) en beschermingsmaatregelen en de *Dutch discount* (Wakkie). In deze bijdrage doet de auteur op hoofdlijnen verslag van de voordrachten en de levendige discussie.

1. Inleiding

Op 20 en 21 november 2015 vond in Nijmegen het tweejaarlijkse congres van het Van der Heijden Instituut plaats. De titel van deze bijdrage geeft het thema van deze editie van het congres weer. Het beeld van Nederland als het Delaware van Europa bestaat al lange tijd. Een van de redenen die ten grondslag liggen aan de harmonisatie van vennootschapsrecht sinds de eerste EEG-richtlijn in 1968 is het voorkomen van een concurrentiestrijd tussen lidstaten om het meest aantrekkelijke vennootschapsrecht.² Nederland werd in die tijd met zijn flexibele vennootschapsrecht reeds beschouwd

als het Delaware van Europa.³ Een reeks van arresten van het Europese Hof van Justitie heeft in meer recente jaren getoond dat sommige vennootschappen zich in een andere lidstaat willen vestigen vanwege de verschillen in vennootschapsrecht die nog bestaan tussen EU-lidstaten.⁴ Deze concurrentie betrof aanvankelijk met name vennootschappen van het BV-type, waarbij veelal, ook door Nederlandse ondernemingen, voor de Engelse *Limited* werd gekozen.⁵ Voor Nederland is dat aanleiding geweest het BV-recht te moderniseren.⁶ Timmerman merkte daarover in dit tijdschrift op: “Dat heeft ook geholpen. Er wordt minder gevluht naar de buitenlandse evenknieën van de besloten vennootschap. Glazenwassers uit Appingedam kiezen – naar mijn indruk – niet meer voor de private company.”⁷

In de discussie over Nederland als het Delaware van Europa heeft zich intussen een aantal nieuwe ontwikkelingen voorgedaan. De concurrentiestrijd heeft niet meer uitsluitend betrekking op besloten vennootschappen. Er is inmiddels tevens een aantal beursvennootschappen geweest dat de statutaire zetel naar Nederland heeft verplaatst.⁸ Voorbeelden zijn Altice NV (voorheen gedreven in de Luxemburgse rechtsvorm Altice SA)⁹, CNH Industrial NV (na de fusie van het Nederlandse CNH Global NV en het Italiaanse Fiat Industrial SpA)¹⁰, Fiat Chrysler Automobiles NV (voortgekomen uit het Italiaanse Fiat SpA en de Amerikaanse Chrysler Group LLC)¹¹ en Mylan NV (voorheen gedreven in de rechtsvorm naar het recht van de Amerikaanse staat Pennsylvania

1 Bart Bootsma is werkzaam als promovendus bij Erasmus School of Law en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG).

2 Zie bijv. M.A. Verbrugh, ‘Concurrentie van vennootschapssystemen in Europa’, *SEW* 2008, p. 267, met vele verwijzingen (hierna: Verbrugh 2008).

3 Zie bijv. C.W.A. Timmermans, ‘De tweede golf: de Europese onderstroom’, *TVVS* 1983, p. 166.

4 Zie HvJ EG 9 maart 1999, nr. C-212/97, *NJ* 2000/48; *JOR* 1999/117 (*Centros*); HvJ EG 5 november 2002, nr. C-208/00, *NJ* 2003/58; *JOR* 2003/4 (*Überseering*); HvJ EG 30 september 2003, nr. C-167/01, *JOR* 2003/249 (*Inspire Art*); HvJ EG 13 december 2005, nr. C-411-03, *JOR* 2006/33 (*Sevic*); HvJ EG 16 december 2008, nr. C-210/06, *JOR* 2009/35 (*Cartesio*); HvJ EU 29 november 2011, nr. C-371/10, *NJ* 2012/72 (*National Grid Indus*); HvJ EU 12 juli 2012, nr. C-378/10, *NJ* 2012/581 (*Vale*).

5 M. Becht, C. Mayer & H.F. Wagner, ‘Where do firms incorporate? Deregulation and the cost of entry’, *Journal of Corporate Finance* 2008, 14(3), p. 241-256.

6 *Stb.* 2012, 301.

7 L. Timmerman, ‘When the facts change...’, *Ondernemingsrecht* 2016/39.

8 Vgl. Verbrugh 2008, p. 278.

9 Zie o.a. R. Abma, ‘De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2015/87 (hierna: Abma 2015) en M.P. Buirma, ‘High/low Voting Stock. Een nieuwe trend?’, *TOP* 2016, afl. 1 (hierna: Buirma 2016).

10 Zie o.a. M. van Olfen, ‘Nederlandse loyaliteits aandelen met een Frans sausje’, *Ondernemingsrecht* 2013/67 (hierna: Van Olfen 2013) en M. van Olfen, ‘Grensoverschrijdende herstructurering van ondernemingen’, in: G. van Solinge e.a., *Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 124, Deventer: Kluwer 2014, p. 67-68 (hierna: Van Olfen 2014).

11 Zie o.a. M. Venturuzzo, ‘The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat’, *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft* 2015, augustus, p. 192-214 en A.A. Bootsma, ‘Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV’, *Ondernemingsrecht* 2015/5 (hierna: Bootsma 2015).

Mylan Inc.)¹². Enkele van deze voorbeelden laten bovendien zien dat de zetelverplaatsingen niet beperkt blijven tot binnen de lidstaten van de EU of binnen de staten van de VS, maar dat van oorsprong Amerikaanse vennootschappen hun zetel eveneens naar Europa, waaronder ook naar Nederland, verplaatsen. Tegen de achtergrond van deze ontwikkelingen werd in Nijmegen gediscussieerd over de vraag of Nederland aantrekkelijk genoeg is als vestigingsland. De discussie is in de aanloop naar het congres reeds goed op gang gekomen.¹³

Deze bijdrage bevat een verslag van de voordrachten in chronologische volgorde¹⁴ en waar mogelijk de discussie. Ik heb getracht een aantal recente ontwikkelingen van na het congres in het verslag te verwerken. Ik heb mij daarbij de vrijheid veroorloofd om door persoonlijke interesse ingegeven accenten te leggen. Bij iedere bijdrage wordt dus niet even uitgebreid stilgestaan. Deze verschillen impliceren geen oordeel over de kwaliteit van de verschillende voordrachten. Voor de volledige schriftelijke versies van alle voordrachten en het discussieverslag verwijs ik graag naar de binnenkort te verschijnen congresbundel.¹⁵

2. Een race naar de bodem?

Het congres wordt beide dagen vakkundig voorgezeten door Van Solinge. In zijn inleidende voordracht belicht Van Solinge het thema vanuit een internationaal perspectief. Van Solinge neemt de in groten getale naar Nijmegen afgereisde ondernemingsrechtjuristen in vogelvlucht mee naar de discussie over concurrentie op het terrein van vennootschapswetgeving tussen Amerikaanse staten, waar de staat Delaware zoals bekend leidend is. Deze discussie is in de Amerikaanse rechtsliteratuur op gang gekomen naar aanleiding van een beroemd geworden artikel van Cary, die meende dat de concurrentie tussen staten zou leiden tot een *race to the bottom*.¹⁶ Hierop volgde een reactie van Winter,

die meende dat juist sprake was van een *race to the top*.¹⁷ Hoewel deze discussie tot op de dag van vandaag voortduurt, zijn er inmiddels ook veel auteurs die een middenpositie innemen.¹⁸

Van Solinge vertaalt deze discussie naar de EU-context en stelt de vraag aan de orde of het aannemelijk is dat in de EU op het terrein van vennootschapsrecht een dergelijke *race to the bottom* plaatsvindt en of Nederland daaruit als het Delaware van Europa kan oprijzen. Hij wijst erop dat de vergelijking van concurrentie tussen EU-lidstaten met de concurrentie tussen staten zoals die in VS bestaat op het punt van vennootschapswetgeving maar in beperkte mate opgaat. Van Solinge begint en eindigt zijn voordracht met het peneren van de stelling dat Nederland een aantrekkelijke vestigingsplaats is voor binnenlandse en buitenlandse ondernemingen. Over de stelling kon door de congresdeelnemers zowel aan het begin als na afloop van de voordracht worden gestemd door middel van een app, die tevens gebruikt kon worden voor het stellen van vragen aan de sprekers. De openingsstelling werd met welhaast Noord-Koreaanse percentages – vooraf 95% en achteraf 97% – door de congresdeelnemers onderschreven.

3. Waarom kiest een buitenlandse onderneming voor Nederland?

Smit houdt het minst juridische, maar daarom zeker niet minder interessante, verhaal tijdens het congres. Smit analyseert het vestigingsbeleid voor ondernemingen in Nederland – het aantrekken van hoofdkantoren – door de lens van urbanisatie. Om mee te kunnen doen in het ‘stedenspel’ dat wordt gespeeld met megasteden over de hele wereld zouden we volgens Smit heel Nederland moeten gaan zien als één grote stad. Smit heeft samen met een aantal collega’s onderzoek verricht naar waar de groei in de wereld vandaan komt.¹⁹ Uit dat onderzoek volgt een lijst met 600 grootste wereldsteden. Op die lijst komt geen enkele Nederlandse stad voor. Nederland kan alleen meedoen als het gebied van de Randstad als één stad wordt beschouwd.

Smit meent dat als Nederland een aantrekkelijke vestigingsplaats wil zijn – en hij vindt dat we dat zouden moeten willen – we ons over de fragmentatie heen moeten zetten en iets groter moeten gaan denken. Ter illustratie van die fragmentatie in Nederland vergelijkt hij het aantal verkozen politici in New York City met die in Nederland, een veelzeggend verschil van 50 om 6.523. Een van de manieren waarop

12 Zie o.a. G.N.H. Kemperink & K.H.M. de Roo, ‘Mylan and beyond: de positie van de Nederlandse beschermingsstichting van de beursgenoteerde vennootschap met meervoudige nationaliteit’, *Ondernemingsrecht* 2016/55 (hierna: Kemperink/De Roo 2016).

13 Zie in de financiële pers bijv. M. Wolzak, ‘Beleggerskoepel Eumedion waarschuwt voor misbruik vennootschapsrecht’, *FD* 8 juli 2015, met reactie M.W. den Boogert in *FD* 13 juli 2015 en naschrift R. Abma, in *FD* 16 juli 2015. Zie voorts C. Driessen, ‘Wordt Nederland het Delaware van Europa?’, *NRC* 15 augustus 2015 en W. Dekker & S. Kooistra, ‘Dominante aandeelhouder heerst in de polder’, *De Volkskrant* 10 oktober 2015. Zie in dit tijdschrift o.a. Abma 2015 en R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2015’, *Ondernemingsrecht* 2015/105. Zie ook Eumedion, *Concept Position Paper Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met controlerend aandeelhouder*, 15 oktober 2015, beschikbaar via www.eumedion.nl (hierna: Eumedion 2015) en het Eumedion Symposium 2015 d.d. 18 november 2015 met als thema ‘Nederland vestigingsland: aantrekkelijk voor beleggers én ondernemingen’. De definitieve versie van het Eumedion position paper, tevens beschikbaar via www.eumedion.nl, is op 28 juni 2016 gepubliceerd (hierna: Eumedion 2016).

14 M.u.v. de bijdragen van Honée en Van Manen, waarvan ik de volgorde omwille van de bespreking heb omgedraaid.

15 Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 135, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

16 W.L. Cary, ‘Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware’, *Yale Law Journal* 1974, 83(4), p. 663-705.

17 R.K. Winter, Jr., ‘State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation’, *Journal of Legal Studies* 1977, 6(2), p. 251-292.

18 Van Solinge noemt Bebchuk als een auteur die in deze discussie een middenpositie inneemt, zie L.A. Bebchuk, ‘Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law’, *Harvard Law Review* 1992, 105(7), p. 1443-1510. Bebchuk wordt door Talley (die zelf in deze discussie ook een middenpositie inneemt) in het ‘*race to the bottom*’-kamp geplaatst. Zie E.L. Talley, ‘Corporate Inversions and the Unbundling of Regulatory Competition’, *Virginia Law Review* 2015, 101, p. 1655.

19 R. Dobbs, S. Smit, J. Remes, J. Manyika, C. Roxburgh & A. Restrepo, *Urban world: Mapping the economic power of cities*, McKinsey Global Institute 2011 en R. Dobbs, J. Remes, S. Smit, J. Manyika, J. Woetzel & Y. Agyenim-Boateng, *Urban world: The Shifting global landscape*, McKinsey Global Institute 2013.

we volgens Smit in Nederland provinciaal denken is dat geen brug wordt geslagen tussen het zakenleven en de overheid en de bredere samenleving. Smit stelt dat het aantrekken van hoofdkantoren zeer belangrijk is voor het behouden en creëren van werkgelegenheid in Nederland. Smit rondt zijn positieve betoog af met het benadrukken van het belang van goed onderwijs voor het vestigingsklimaat; het curriculum zou meer dan nu het geval is op de toekomst gericht moeten worden.

De overgrote meerderheid van de toehoorders kon zich vinden in het 'grootse' denken van Smit. Ruim 82% van de stemmers op de app was het eens met de stelling dat als Nederland een attractieve vestigingsplaats wil blijven het de Randstad moet gaan zien als de grootste groeiende stad in Europa, met het beste talent, wonend tussen het Groene Hart als grootste Central Park (zoals in New York City) en het gebied buiten de Randstad als de grootste Green Belt (zoals rond Londen).

4. Wat moet er veranderen aan fiscale wetgeving?

Brandsma belicht de discussie over Nederland als het Delaware van Europa vanuit fiscaalrechtelijk perspectief. Brandsma begint zijn voordracht met een algemene uiteenzetting over enkele voor ondernemingen aantrekkelijke aspecten van het Nederlandse fiscale systeem. Een belangrijke attractiviteit voor het internationale bedrijfsleven is volgens Brandsma dat in Nederland de mogelijkheid bestaat om vooraf met de belastingdienst in overleg te treden over de fiscale gevolgen van een voorgenomen handelwijze en daar een afspraak – een zogenoemde *ruling* – over te maken. Brandsma bespreekt Advance Tax Rulings (ATR's) en Advance Pricing Agreements (APA's). Brandsma hecht eraan te benadrukken dat zekerheid vooraf in de vorm van een *ruling* voor de onderneming een prijs kent en dat het ATR/APA-team zich strenger kan opstellen dan een reguliere belastinginspecteur zich zou kunnen veroorloven.

Een aantrekkelijk aspect voor ondernemingen aan de afspraken met de fiscus is dat die niet openbaar worden gemaakt. De Europese Commissie heeft recentelijk, vanuit het oogpunt van het staatssteunverbod²⁰, *rulings* die lidstaten hebben gemaakt met multinationale ondernemingen onder de loep genomen. Een Nederlandse APA met Starbucks is momenteel onderwerp van een gerechtelijke EU-procedure.²¹ Brandsma stelt dat het internationale bedrijfsleven als gevolg hiervan onzeker wordt of nog wel afspraken met de Nederlandse fiscus gemaakt moeten worden. De uitkomst van een dergelijke afspraak kan immers jaren later nog onderwerp worden van een publieke discussie. Brandsma stelt zich op het standpunt dat het voor het vestigingsklimaat belangrijk is dat *rulings*, zowel APA's als ATR's, geheim blijven en dat bij een in zijn ogen wenselijke uitwisseling met

andere (lid)staten nauwlettend wordt toegezien op de naleving van de geheimhoudingsplicht. Brandsma meent dat het openbaar maken van *rulings* in geanonimiseerde vorm wel aanbeveling verdient. Op die manier zou getoetst kunnen worden of de gemaakte afspraken passend zijn in de nationale fiscale wet- en regelgeving.

De overgrote meerderheid van de congresdeelnemers – 82% bij de eerste peiling en 89% bij de peiling na afloop van zijn voordracht – is het met Brandsma eens dat als de EU het maken van afspraken met de fiscus niet *de facto* onmogelijk maakt, Nederland een aantrekkelijke vestigingsplaats voor buitenlandse bedrijven blijft.

5. Nederlandse NV met uitsluitend een notering in het buitenland

In de voordracht van De Brauw staan centraal de zogenoemde beurs-NV's in den vreemde²², NV's met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen buiten Nederland zijn genoteerd. Bij dit onderwerp komt bij uitstek het "Delaware-effect", ondernemingen die door een statutaire zetelverplaatsing voor het flexibele Nederlandse vennootschapsrecht kiezen, aan de orde. De Brauw begint zijn voordracht met een algemene terreinverkenning van het aantal beurs-NV's in den vreemde²³, de redenen waarom ondernemingen voor het Nederlandse vennootschapsrecht kiezen²⁴ en de wijzen waarop een grensoverschrijdende juridische fusie kan worden bewerkstelligd²⁵. De Brauw benadrukt het belang van het onderscheid tussen reeds beursgenoteerde vennootschappen die hun statutaire zetel naar Nederland verplaatsen en NV's die voor het eerst een beursnotering verkrijgen.²⁶ Omdat er in het eerste scenario reeds publieke minderheidsaandeelhouders zijn, stelt dat hogere juridische eisen aan goedkeuring en legitimatie van een zetelverplaatsing.²⁷ De Brauw constateert dat een aantal materiële

20 Art. 107 VWEU.

21 Zie nader R.H.C. Luja, 'Fiscale rulings en staatssteun', *NJB* 2015/678. Zie ook *FD* 1 juli 2016 ('Starbucks lijkt aan te sturen op aanvaring met fiscus. Confieketen gaat voorbij aan oordeel dat rulling verboden steun is') en *FD* 19 juli 2016 ('Fiscus vordert € 25 mln. terug van Starbucks').

22 De term is gemunt in A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde', *Ondernemingsrecht* 2014/15 (hierna: Bootsma/Hijink 2014). Zie ook A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship', *Ondernemingsrecht* 2015/120 (hierna: Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015).

23 Per oktober 2015 telde De Brauw 55 beurs-NV's in den vreemde met uitsluitend een notering buiten Nederland. Dat zijn de 56 beurs-NV's in den vreemde zoals opgenomen in Tabel 1 in Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015, met daaraan toegevoegd Ferrari NV, wier aandelen sinds oktober 2015 op de NYSE worden verhandeld en zonder Core Laboratories NV en Euronext NV, die allebei een tweede beursnotering in Nederland hebben. De trend van een toenemend aantal beurs-NV's in den vreemde heeft zich nadien verder doorgezet. Na de peildatum van De Brauw kunnen Steinhoff International Holdings NV (per december 2015, geregelmenteerde markt Frankfurt), Merus NV (per mei 2016, NASDAQ), Cosmo Pharmaceuticals NV (per mei 2016, Swiss Stock Exchange), Patheon NV (per juli 2016, NYSE) en – terug van weggeweest – AHT Syngas NV (per juli 2016, *open market* (entry standard) Frankfurt) als nieuwe beurs-NV's in den vreemde vermeld worden en zijn de aandelen in Jubilant Energy NV per november 2015 *delisted* (AIM, Londen).

24 Zie daarover o.a. A.C. Noordzij, 'Beursgangen van (biotech- en andere) NV's op NASDAQ: enkele aandachtspunten', *V&O* 2014, p. 180-185.

25 Zie daarover o.a. Van Olfen 2014.

26 Het eerste scenario wordt ook wel aangeduid als een *midstream*-scenario en het laatste als een *IPO*-scenario. Zie over het belang van dat onderscheid ook A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrecht aandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders. *Midstream or IPO introduction, that's the question*', *MvO* 2016, afl. 7-8 (hierna: Bootsma 2016).

27 Zie ook Buirma 2016.

verschillen bestaat in de regulering van beurs-NV's die binnen de EU/EER genoteerd zijn en beurs-NV's die uitsluitend buiten de EU/EER genoteerd zijn. Deze laatste categorie, veelal met een notering aan NASDAQ of NYSE, is vanuit het Nederlandse perspectief zwakker gereguleerd.²⁸ Binnen de EU/EER zou nog een nader onderscheid gemaakt kunnen worden tussen vennootschappen wier aandelen zijn genoteerd binnen Nederland (veelal aan Euronext Amsterdam²⁹) en daarbuiten.³⁰ Dat onderscheid is bijvoorbeeld van belang voor de toepassing van de Corporate Governance Code (hierna: 'Code'). Voor beurs-NV's in den vreemde bestaat de mogelijkheid om de Code na te leven door toepassing van een buitenlandse corporate governance code.³¹ Naast dit geografische aspect – de locatie van de effectenbeurs – speelt voor de regulering de aard van de effectenbeurs – een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit³² – en de aard van de rechtsvorm een rol. Er zijn niet langer uitsluitend beurs-NV's mogelijk, maar ook beurs-SE's³³, en zelfs beurs-BV's³⁴. De Brauw concludeert zeer terecht dat de wetgever op te zeldzame momenten rekening houdt met de verschillende regimes die door (onder meer) de locatie van de effectenbeurs ontstaan.

De Brauw meent dat een belangrijke aantrekkingskracht van het Nederlandse vennootschapsrecht voor "corporate immigranten" is dat het flexibel is en daardoor governance op maat toelaat. Met De Kluiver³⁵ is hij echter van mening dat Nederland nog wel iets van Delaware zou kunnen leren waar het gaat om de snelheid waarmee knelpunten in wetgeving worden opgelost. Als knelpunten signaleert hij onder meer, in lijn met Van Slooten³⁶, art. 2:135 lid 7 BW en de problematiek rond stemovereenkomsten.³⁷ De Brauw pleit in verband met de rechtszekerheid ook voor terughoudendheid van de wetgever bij het terugkomen op eerder gemaakte wettelijke reikwijdtekeuzes.

De Brauw mengt zich nadrukkelijk in het debat over Nederland als het Delaware van Europa en de vrees voor een eventuele *race to the bottom* en misbruik van vennoot-

schapsrecht.³⁸ Hoewel De Brauw zijn ogen niet sluit voor de gesignaleerde gebrekkige ervaring in het Nederlandse vennootschapsrecht met controlerende aandeelhouders³⁹, meent hij dat het risico op misbruik van vennootschapsrechtelijke constructies beperkt is. Het Nederlandse vennootschapsrecht kent volgens hem voldoende *checks and balances* en waarborgen. Bij vennootschappen met een (al te) creatieve of vergaande governancestructuur – De Brauw zegt overigens niet dat dat bij Altice NV het geval is⁴⁰ – zal volgens De Brauw op een gegeven moment de wal het schip keren. De Brauw wijst erop dat aandeelhouders hun aandelen kunnen verkopen (*the Wall Street Walk*) of in dialoog met de vennootschap veranderingen in de corporate governance kunnen bewerkstelligen.⁴¹ Onder meer dit punt komt ook nadrukkelijk terug in de discussie tussen Abma en Den Boogert.⁴² Abma wijst bijvoorbeeld op de beperkte mogelijkheden voor zowel *exit* als *voice* voor indexbeleggers in Altice NV, dat opgenomen is in de AEX-index. Den Boogert heeft weinig consideratie met dat argument en vindt dat ook indexbeleggers hun huiswerk moeten doen. Den Boogert meent bovendien dat, mocht er werkelijk een probleem zijn met de governance van beursvennootschappen, de oplossing niet zou zijn om het NV-recht op de schop te nemen, maar de oplossing in het financiële recht zou liggen, in het aanpassen van de voorwaarden voor opname in een index.

Een interessant standpunt van De Brauw is ook dat volgens hem bij beurs-NV's in den vreemde het Nederlandse stakeholdermodel onverkort van toepassing is, ongeacht of de vennootschap uitsluitend haar statutaire zetel in Nederland heeft of dat een nauwere band met Nederland bestaat.⁴³ De Brauw is van mening dat bij de invulling van het vennootschappelijk belang in de concrete omstandigheden van het geval een lokale *market practice*, binnen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht, wel relevant kan zijn.⁴⁴ Kemperink neemt in de discussie een voorschot op zijn inmiddels met De Roo gepubliceerde bijdrage over Mylan⁴⁵ door de vraag te stellen wat nu eigenlijk bij een vennootschap als Mylan NV, met uitsluitend haar statutaire zetel in Nederland, het vennootschappelijk belang inhoudt. Den Boogert komt op een later moment in de discussie op dit punt van Kemperink terug met een glasheldere repliek: "Het argument dat je dan beluistert is: 'Wat zijn nou de aankno-

28 Een voorbeeld is het verplicht bod van art. 5:70 Wft, dat buiten de EU/EER niet geldt. Overigens kunnen in de noteringsvoorwaarden van bijv. NASDAQ of NYSE wel aanvullende regels voor een beurs-NV in den vreemde zijn opgenomen.

29 Sinds 31 maart 2016 beschikt Nxchange BV ook over een vergunning voor het exploiteren van een gereguleerde markt in Nederland als bedoeld in art. 5:26 Wft. Zie het register handelsplatformen op www.afm.nl. Zie nader A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV. Certificaten van aandelen in Fastned BV toegelaten tot de handel op de nieuwe gereguleerde markt van Nxchange', *Ondernemingsrecht* 2016 (nog te verschijnen) (hierna: Bootsma/Hijink/In 't Veld 2016).

30 Vgl. Figuur 1 in A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, *De beurs-NV in den vreemde*, IVO/ICFG Working Paper 2014-1, beschikbaar via www.beursvennootschap.nl, p. 5.

31 Zie *Handelingen I* 2003/04, 28179, 38 en *Kamerstukken II* 2006/07, 31083, 1, p. 8.

32 Zie voor verschillen Bootsma/Hijink 2014.

33 Een bekend voorbeeld is Airbus Group SE. Zie voor deze en andere voorbeelden van beurs-SE's ook Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015.

34 Een recent voorbeeld is Fastned BV, waarover Bootsma/Hijink/In 't Veld 2016. Zie over die mogelijkheid ook uitgebreid M.T.A. Lumeij-Dorenbos, 'De beurs-BV: kans of utopie?', *TvFR* 2012, afl. 11, p. 413-424.

35 Zie par. 10 van dit congresverslag.

36 Zie par. 8 van dit congresverslag.

37 Onder verwijzing naar de noot van Van Schilfgaarde onder HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancun*).

38 Zie voor een (ongenuanceerde) samenvatting van het pleidooi van De Brauw ook P. Couwenbergh in het *FD* 27 november 2015 ('Dutch discount').

39 Zie J.W. Winter, 'Tunneltjes graven', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 217. Zie over de geconcentreerde aandeelhoudersstructuur van in het bijzonder beurs-NV's in den vreemde ook Bootsma/Hijink 2014 en Eumedion 2015; 2016.

40 Vgl. Abma 2015.

41 *Exit en voice in de terminologie van A.O. Hirschman, Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard: Harvard University Press 1970.

42 Zie reeds de discussie tussen beide heren in het *FD* 13 juli 2015 en het *FD* 16 juli 2015.

43 De Brauw vindt voor dat standpunt steun in HR 4 april 2014, NJ 2014/286, m.nt. Van Schilfgaarde (*Cancun*) en stelt dat ook de parlementaire geschiedenis op dit punt nergens een onderscheid maakt tussen Nederlandse en niet-Nederlandse situaties.

44 Vgl. de opvatting van De Kluiver in par. 10 van dit congresverslag.

45 Zie Kemperink/De Roo 2016.

gingspunten met de Nederlandse rechtssfeer?' Maar dat is helemaal geen factor. Er is een formele weg om je te vestigen en als je die op de juiste wijze in acht neemt, dan ben je dus hier gevestigd en ben je daarmee onderworpen aan de Nederlandse regels op dat stuk – en daarmee is het uit.⁴⁶

Ik rond mijn bespreking van de voordracht van De Brauw af met het signaleren van enkele andere interessante stellingnames. Zo beschouwt De Brauw het Nederlandse bestuursgeoriënteerde stakeholdermodel als een aantrekkelijk alternatief voor vennootschappen uit jurisdicties, waaronder de Amerikaanse, waar de kortetermijndruk op beursvennootschappen steeds knellender wordt.⁴⁷ In het licht van de thans in Nederland bestaande opvattingen over beschermingsmaatregelen⁴⁸, ziet De Brauw voorts aanleiding tot een herbezinning op de RNA-beschikking⁴⁹, in die zin dat beschermingsmaatregelen niet langer onder alle omstandigheden enkel een in de tijd beperkt effect mogen sorteren. In het verlengde daarvan houdt hij bovendien een pleidooi voor de afschaffing van de tweejaarstermijn als bedoeld in art. 5:71 lid 1 onder c Wft.⁵⁰ De overgrote meerderheid – 81% vooraf en 88% na afloop van de voordracht – van de congresdeelnemers is het met De Brauw eens dat, in deze tijd van globalisering, Nederland – vooral door governance op maat en de unieke beschermingsmogelijkheden – aantrekkelijk is als vestigingsland voor beurs-NV's uit den vreemde.

6. Moet de Code worden aangepast?

Van Manen gaat, als voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: 'Monitoring Commissie'), in zijn voordracht in op de vraag in hoeverre het wenselijk is dat de Code wordt aangepast. Van Manen poneert de stelling dat Nederland voor ondernemingen en beleggers aantrekkelijk is als de normen voor corporate governance in lijn zijn met wat internationaal als goed gebruik wordt beschouwd. Bij de eerste peiling is al driekwart van de congresdeelnemers het met hem eens, bij de peiling na afloop van zijn betoog is dat opgelopen tot 85%.

Inmiddels heeft de Monitoring Commissie op 11 februari 2016 haar voorstellen voor herziening van de Code bekend-

gemaakt.⁵¹ De wens om aan te sluiten bij de internationale corporate governance praktijk komt duidelijk terug in het voorstel voor herziening van de Code.⁵² Van Manen spreekt de wens uit dat de voorstellen voor herziening van de Code zullen leiden tot discussie. In de ondernemingsrechtelijke literatuur wordt die discussie al gevoerd.⁵³ Overigens menen Van Manen en overige leden van de Monitoring Commissie zich ook actief in de discussie in de literatuur over herziening van de Code.⁵⁴

Terugkerend naar het thema van het congres heeft Van Manen, anders dan een aantal andere sprekers, niet veel op met het (vennootschaps)recht van Delaware. Dat is volgens hem vooral aantrekkelijk voor ondernemingen die zo weinig mogelijk last willen hebben van de fiscus en van aandeelhouders. In de VS bestaat volgens Van Manen bovendien minder ruimte voor zelfregulering op het gebied van corporate governance.⁵⁵

7. De executive committee

Honée gaat in zijn voordracht in op het in de praktijk bij beursvennootschappen opgekomen verschijnsel van de *executive committee* (hierna: 'exco'). Een exco bestaat in de regel uit één of meer statutaire bestuurders, veelal een klein statutair bestuur bestaande uit een CEO en CFO, aangevuld met een groter aantal leden van het hoger management, die niet statutair benoemd zijn. De exco wordt noch in Boek 2

46 Zie het discussieverslag in de congresbundel, p. 209. Zie in die zin ook de reactie op Kemperink/De Roo 2016 van A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2016/91 (met naschrift G.N.H. Kemperink & K.M.H. de Roo, *Ondernemingsrecht* 2016/93).

47 Over de ernst van deze *short-termism*-problematiek lopen de opvattingen in de Amerikaanse rechtsliteratuur sterk uiteen. Zie voor een weergave van die discussie bijv. L.A. Bebchuk, 'The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value', *Columbia Law Review* 2013, 113(6), p. 1637-1694. Vgl. voor uiteenlopende empirische resultaten L.A. Bebchuk, A. Brav & W. Jian, 'The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism', *Columbia Law Review* 2015, 115, p. 1085-1156 met K.J.M. Cremers, E. Giambona, S.M. Sepe & Y. Wang, 'Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value', 2015, beschikbaar via www.ssrn.com.

48 Zie daarover ook de voordracht van Wakkie besproken in par. 13 van dit congresverslag.

49 HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. Maeijer (RNA).

50 Zie ook P.W.M. van Slobbe, 'Overnamegevechten, ongewenste investeerders en vitale vennootschappen', *MvO* 2016, afl. 7-8, par. 3.3.

51 Het voorstel voor herziening van de Code is beschikbaar via www.mccg.nl. Zie voor een overzicht van de belangrijkste wijzigingen ook S. Rietveld & M. Cremers, 'Herziening van de Corporate Governance Code: een overzicht van wijzigingen', *Ondernemingsrecht* 2016/68.

52 Zie ook de onderliggende studie R.B.H. Hooghiemstra, W. Kaufmann, K. van Veen & C.L.M. Hermes, *Onderzoek naar de internationale context van de Nederlandse Corporate Governance Code*, Rijksuniversiteit Groningen 2015, waarvoor A.A. Bootsma, 'Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Rapport monitoring boekjaar 2014', *Ondernemingsrecht* 2016/36.

53 Zie bijv. H.H. Kersten, 'De rol van de auditcommissie bij het toezicht door de raad van commissarissen op risicobeheer', *Ondernemingsrecht* 2016/14, M.C. Schouten, 'Commissie-Van Manen pleit langetermijnwaardcreatie, maar faciliteert onbedoeld aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2016/46 en de bijdragen in het themanummer van *Ondernemingsrecht* 2016, afl. 9 over de herziening van de Code onder gastredacteurschap van Ch.E. Honée. Zie verder ook F.G.K. Overkleef & J.H.L. Beckers, 'Het consultatievoorstel voor een herziene Code en langetermijnwaardcreatie: alleen 'jam tomorrow' of ook 'jam today'?', *MvO* 2016, afl. 3 en H. Koster, 'De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: enkele observaties', *WPNR* 2016, 7112.

54 Zie bijv. J.A. van Manen, 'Een kwestie van vertrouwen', *Ondernemingsrecht* 2016/66 en H.M. Vletter-van Dort, 'Commissarissenbeloning in de concept-Code: volledige alignment?', *Ondernemingsrecht* 2016/22, met reactie G.N.H. Kemperink, *Ondernemingsrecht* 2016/50 en naschrift H.M. Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2016/51.

55 Vgl. de op 20 juli 2016 gepubliceerde *Commonsense Principles of Corporate Governance*, die in zekere zin beschouwd kunnen worden als een eerste aanzet voor een Amerikaanse corporate governance code. De principes zijn beschikbaar via www.governanceprinciples.org/.

BW noch in de Code geregeld. Honée spreekt van een typisch Angelsaksisch governance-importproduct.⁵⁶ De Monitoring Commissie heeft de exco al enkele jaren in het vizier. In opdracht van de Monitoring Commissie is in 2012 een 'nulmeting' gedaan naar het bestaan en functioneren van de exco bij Nederlandse beursvennootschappen.⁵⁷ In dat onderzoek is op basis van een enquête onder secretarissen van de vennootschap en *deskresearch* op basis van de jaarverslagen⁵⁸, geconcludeerd dat bij *ten minste* 35% van de Nederlandse beursvennootschappen met een notering van de aandelen aan Euronext Amsterdam een exco voorkomt.⁵⁹ Honée stelt op basis van een eigen inventarisatie dat inmiddels 58% van de vennootschappen het excomodel hanteert en concludeert daaruit dat duidelijk sprake is van een toename in de toepassing van het excomodel. Daarbij past de kanttekening dat juist onder de lokale fondsen, die in de inventarisatie van Honée buiten beschouwing blijven, het excomodel minder vaak werd toegepast.⁶⁰ Bovendien zijn er ondertussen, naast vennootschappen die recentelijk een excomodel hebben ingevoerd, ook vennootschappen die weer van het excomodel zijn afgestapt.⁶¹ Hoe dat ook zij, bij een aanzienlijk aantal beurs-NV's heeft de toepassing van het excomodel ingang gevonden. Het belang van de bijdrage van Honée wordt nog verder onderstreept als ook de beurs-

NV's in den vreemde met een exco in ogenschouw worden genomen.⁶²

Sinds de Monitoring Commissie het onderwerp heeft aangekaart, wordt ook in de juridische literatuur in toenemende mate aandacht geschonken aan de exco.⁶³ Omdat de exco een in de praktijk vormgegeven figuur is, bestaat nog veel onduidelijkheid over de juridische status van de exco en de niet-statutaire leden daarvan. Er is bovendien nog weinig jurisprudentie voorhanden.⁶⁴ Honée levert met zijn voordracht een belangrijke bijdrage aan de juridische gedachtevorming over de exco. Honée meent dat de exco vooral voordelen kent vanuit het perspectief van het bestuur in de zin van een 'mee-ademend team' waarmee flexibel geopereerd kan worden, terwijl volgens hem enkele kanttekeningen geplaatst kunnen worden bij de exco vanuit het perspectief van commissarissen⁶⁵ en aandeelhouders⁶⁶. Interessant is dat Honée op basis van een vergelijking van een aantal publiekelijk beschikbare excoreglementen twee typen exco's onderscheidt: (i) de adviserende en ondersteunende exco; en (ii) de medebesturende exco.⁶⁷ Honée spreekt zijn voorkeur uit voor de eerste variant, welke inhoudt dat de exco hiërarchisch ondergeschikt zou moeten zijn aan het statutaire bestuur en dat de voornaamste rol van de exco is om de statutaire bestuurders te ondersteunen in de voorbereiding, coördinatie en uitvoering van het dagelijks bestuur door de statutaire bestuurders. Honée pleit voor een grotere rolzuiverheid in de wijze waarop de exco in reglementen wordt vormgegeven.

56 De exco kan in zekere zin beschouwd worden als een 'legal transplant' (over de notie van *legal transplants* A. Watson, *Legal Transplants. An Approach to Comparative Law*, Charlottesville 1974, waarover J.W. Cairns, 'Watson, Walton, and the History of Legal Transplants', *Georgia Journal of International and Comparative Law* 2013(41), p. 637-696). Een verschil is dat het bij de exco niet gaat om een uit een buitenlands rechtsstelsel overgenomen figuur die in de Nederlandse wet wordt neergelegd en waarmee de praktijk vervolgens uit de voeten moet zien te kunnen, maar juist andersom: een uit het buitenland overgewaaid en in de praktijk reeds toegepaste figuur, waarna de Nederlandse wet- en regelgever voor de vraag gesteld wordt om die al dan niet wettelijk te faciliteren en te reguleren. Dat past in een bredere ontwikkeling in het Nederlandse ondernemingsrecht. Andere voorbeelden zijn de vooral op het Engelse recht geïnspireerde *one-tier board*, die voordat een wettelijke faciliteit (*Stb.* 2012, 455) werd ingevoerd, reeds door een aantal Nederlandse beursvennootschappen in de praktijk werd toegepast en de vooral op het Franse recht geïnspireerde loyaliteitsaandelen, die vooralsnog zonder wettelijke basis door een aantal Nederlandse beursvennootschappen worden gebruikt (zie over loyaliteitsaandelen nader par. 12 van dit congresverslag).

57 Zie J. Biesheuvel-Hoitinga & A.A. Bootsma, *De samenstelling en het functioneren van de raad van commissarissen in het boekjaar 2011 alsmede het verslag van de raad van commissarissen*, Onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Groningen/Rotterdam: Instituut voor Ondernemingsrecht oktober 2012, p. 118-124 (hierna: Biesheuvel-Hoitinga/Bootsma 2012).

58 Vgl. over het combineren van beide onderzoeksmethoden mijn reactie in *MAB* 2015/89(4), p. 155-157 op G. van der Laan & J.-M.B. de Roo (2014), 'Veronderstelde toepassing van de Nederlandse corporate governance code', *MAB* 2014/88(10), p. 409-416, met een naschrift van G. van der Laan in *MAB* 2015/89(4), p. 157-158.

59 Honée stelt dat uit het onderzoek volgt dat in boekjaar 2011 44% van de beursvennootschappen het excomodel hanteert. Dat percentage is gebaseerd op de enquête, die echter niet door alle beursvennootschappen is ingevuld (respons: 56%). Die nuance wordt overigens nog wel gemaakt in Ch.E. Honée, 'Het Executive Committee, haken en ogen aan een nieuwe trend', *Ondernemingsrecht* 2014/23.

60 Zie Biesheuvel-Hoitinga/Bootsma 2012, p. 118-119.

61 Zie voor voorbeelden van dat laatste R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2013', *Ondernemingsrecht* 2013/94 (hierna: Abma 2013).

62 In een eerdere bijdrage veronderstelde ik reeds dat het merendeel van de beurs-NV's in den vreemde het excomodel toepast. Zie Bootsma/Hijink 2014. Uit vervolgonderzoek blijkt inmiddels dat in boekjaar 2014 70% van de 47 onderzochte beurs-NV's in den vreemde een exco kent. Van alle 141 onderzochte Nederlandse beursvennootschappen had in boekjaar 2014 45% een exco ingesteld. Zie A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld (red.), *De Nederlandse beursvennootschap in de praktijk*, Uitgave vanwege het IvO Center for Financial Law & Governance, deel 5, Den Haag: Bju 2016 (te verschijnen).

63 Zie naast de reeds aangehaalde bronnen bijv. S.H.M.A. Dumoulin, 'Het monistische bestuursmodel volgens de Wet bestuur en toezicht - observaties vanuit de praktijk', *Ondernemingsrecht* 2012/90, J. Biesheuvel-Hoitinga, 'Verantwoording en oligarchische clausules in veranderende bestuursstructuren. Het executive committee nader belicht', in: G.J. Meijer, P.M. Storm & L. Timmerman (red.), *Piet Sanders, een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Bju 2012, p. 41-45, W.J.L. Calkoen, 'One Tier Board: een empirisch onderzoek', *Ondernemingsrecht* 2014/4, M.C.M. Brandjes, 'Executive Committees. Valt er wat regelen?', in: M. Lückerath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2014-2015*, Deventer: Kluwer 2014, p. 133-140 en C.D.J. Bulten, 'De vennootschap en de geconstrueerde werkelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2014/94. Ook in een aantal handboeken krijgt de exco inmiddels (enige) aandacht, zie bijv. P. van Schilfhaarde/J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 160 en W.J. Slagter/B.F. Assink, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, § 50.1, p. 892-893.

64 Zie Rb. Utrecht 15 februari 2012, *Ondernemingsrecht* 2012/51, m.nt. B.J. de Jong (*Kortekaas e.a./Lippens e.a.*).

65 Dit aspect komt ook naar voren in Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport monitoring boekjaar 2013*, Den Haag, januari 2015, p. 41, waarover A. Doorman, 'Monitoring Commissie Corporate Governance Code - Rapport monitoring boekjaar 2013', *Ondernemingsrecht* 2015/56.

66 Zie over de exco vanuit beleggersperspectief ook Abma 2013 en de opvatting van Abma zoals kenbaar uit T.M.C. Arons, 'Book presentation Corporate Boards in Law and Practice', *Ondernemingsrecht* 2014/61.

67 Onder verwijzing naar R. Wageman e.a., *Senior Leadership Teams. What it takes to make them great*, Boston: Harvard Business School Press 2008 noemt hij het eerste type een *coordinating team* en het tweede type een *decision-making team*.

Honée meent bovendien dat de exco een plek verdient in de herziene Code. Honée pleit in dit verband voor drie uitbreidingen van de Code: (i) een beschrijving in het bestuursverslag van de rol, de samenstelling en het functioneren van een eventuele exco; (ii) toezicht van de raad van commissarissen op het bestuur over het functioneren en de werkwijze van een eventuele exco; en (iii) een jaarlijkse evaluatie door de raad van commissarissen van een eventuele exco. Honée heeft de meerderheid van de toehoorders met zijn betoog weten te overtuigen van het standpunt dat de exco een plek verdient in de Code. Vooraf was een krappe minderheid van 48% het met zijn stelling eens, na afloop van zijn voordracht een meerderheid van 68%. Zoals in paragraaf 6 van dit congresverslag is vermeld, heeft de Monitoring Commissie haar voorstellen voor een herziene Code inmiddels naar buiten gebracht. De Monitoring Commissie heeft in haar voorstellen inderdaad een plek ingeruimd voor de exco.⁶⁸

Dat de juridische status van de exco nog niet is uitgekristalliseerd, blijkt ook duidelijk uit de vele vragen tijdens de discussieronde over dit onderwerp. Zo vraagt Kaemingk in hoeverre excoleden, die geen statutair bestuurder zijn, aansprakelijk gesteld kunnen worden als feitelijk beleidsbepaler. Honée antwoordt dat deze vraag de noodzaak onderstreept om duidelijkheid te geven over de rol van de excoleden. Als zij hiërarchisch ondergeschikt zijn aan het statutaire bestuur verrichten zij volgens hem geen daden van bestuur. Schuit meent dat de exco in feite neerkomt op oude wijn in nieuwe zakken en te vergelijken is met het tweede echelon zoals dat voordien bestond en zoals dat nog steeds bestaat bij vennootschappen zonder exco. Olden vraagt Honée naar zijn opvatting over het CEO-model, waarbij de CFO geen statutair bestuurder is, maar zitting heeft in de exco.⁶⁹ Honée meent dat het een zwakte in het governance-model zou zijn als de financiële functie in de exco zou komen te liggen. Van Manen stelt op persoonlijke titel dat het CEO/CFO-model volgens hem ook niet geïdealiseerd moet worden. Dat model gaat uit van de gedachte dat als er een CEO is die heel hard op het gaspedaal drukt, een CFO nodig is die op de rem trapt. Dat werkt in de praktijk niet altijd goed.

8. Jaagt beloningsbeleid buitenlanders weg?

Van Slooten opent zijn betoog met de prikkelende stelling dat het beloningsbeleid in Nederland niet uitmaakt voor de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland in vergelijking met andere landen. Bij de eerste peiling is slechts 29% van de congresdeelnemers het met de stelling eens. Van Slooten stelt als preliminaire opmerking dat zijn betoog zich eigenlijk beperkt tot beloningsrecht, het geheel aan regels in het arbeids- en ondernemingsrecht dat de hoogte van de beloning van werknemers en bestuurders beoogt te reguleren. Beloningsbeleid gaat nog een stap verder, over welke beloning ‘passend’ wordt gevonden.

Na een schets van de tendensen in het Nederlandse beloningsrecht concludeert Van Slooten in het eerste deel van zijn betoog dat het Nederlandse beloningsrecht de laatste jaren strenger en preciezer is geworden. Beloning is moeilijk te reguleren gebleken, omdat de markt zeer inventief is. De Nederlandse wetgever is door die ervaring *sadder and wiser* geworden.

In het tweede deel van zijn betoog vergelijkt Van Slooten de positie van de Nederlandse NV-bestuurder (van een niet-financiële instelling) ten aanzien van drie beloningsthema's – (i) transparantie; (ii) *say on pay*; en (iii) *clawback* mogelijkheden – met zijn Duitse, Amerikaanse en Engelse collega-bestuurders. Daarnaast betreft Van Slooten de voorstellen op het terrein van beloningen in de aanpassing van de Richtlijn aandeelhoudersrechten in zijn verhaal.⁷⁰ Uit deze rechtsvergelijking trekt Van Slooten de conclusie dat het Nederlandse beloningsrecht, anders dan wellicht gedacht, per saldo niet strenger is dan in de andere genoemde jurisdicties. Van Slooten geeft toe dat een aantal aspecten van het Nederlandse beloningsrecht het Nederlandse vestigingsklimaat in negatieve zin raakt, zoals de egalitaire cultuur, de *corporate event*regeling⁷¹ en de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen⁷². Van Slooten meent echter dat het Nederlandse vestigingsklimaat op het terrein van beloningsbeleid per saldo neutraal is. Na afloop van zijn betoog heeft Van Slooten een krappe meerderheid van 51% weten te overtuigen van zijn stelling.

9. Reorganisatie en doorstart

Veder belicht het congressthema vanuit een insolventierechtelijk perspectief. Veder stelt dat een moderne en efficiënte insolventiewetgeving van belang is voor de aantrekkelijkheid van het vestigingsklimaat in Nederland. Op dit moment wordt Engeland beschouwd als het Delaware van Europa op het terrein van herstructurerings. Veder meent dan ook dat voor Nederland op het terrein van herstructurerings het nodige valt te verbeteren. Hij wijst op enkele grote Nederlandse ondernemingen in financiële moeilijkheden die in de afgelopen jaren hun toevlucht hebben gezocht tot een herstructurering via een Engelse *scheme of arrangement*, zoals Van Gansewinkel, of een Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, zoals Almatris.

Het knelpunt is volgens Veder dat het Nederlandse recht op dit moment niet voldoende mogelijkheden biedt om ter voorkoming van faillissement een akkoord dat wordt bereikt met een meerderheid van schuldeisers verbindend te laten verklaren voor een niet- of tegenstemmende minderheid. Volgens de Hoge Raad is slechts in “zeer bijzondere omstandigheden” plaats voor toewijzing van een vordering tot instemming met een buitengerechtelijk schuldeisersakkoord.⁷³ De Wet Continuïteit Ondernemingen II (hierna: ‘WCO II’) beoogt aan dit praktijkprobleem tegemoet te

68 Vgl. de nieuw voorgestelde *best practice* bepaling 2.1.3.

69 Zie over dat geval bijv. de reeds aangehaalde uitspraak inzake Fortis NV van Rb. Utrecht 15 februari 2012 (*Kortekaas e.a./Lippens e.a.*) en de uitspraak inzake Fairstar Heavy Transport NV van Rb. Amsterdam 30 september 2015, *JOR* 2016/182, m.nt. Van Bekkum.

70 Zie over aanpassing van de Richtlijn aandeelhoudersrechten ook par. 12 van dit congresverslag.

71 Art. 2:135 lid 7 BW.

72 *Stb.* 2015, 45.

73 Zie HR 12 augustus 2005, *NJ* 2006/230, m.nt. P. van Schilfgarde.

komen en voorziet in een procedure voor het aanbieden, aannemen en algemeen verbindend verklaren van een akkoord buiten insolventie, naar het voorbeeld van de Engelse *scheme of arrangement* en de Amerikaanse *Chapter 11-procedure*.⁷⁴

Veder is van mening dat dit voorstel een belangrijke stap in de goede richting is. Hij vindt dat de invoering van een dwangakkoord als voorzien in de WCO II de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland vergroot. Nederlandse ondernemingen die in financiële moeilijkheden verkeren, hoeven het land niet meer te ontvluchten om gericht hun schuldenlast te herstructureren. Bij de eerste peiling was 59% van de congresdeelnemers het met deze stelling eens. Na afloop van zijn voordracht had Veder ruim 85% van de congresdeelnemers voor zijn standpunt gewonnen.

10. Enquêterecht als exportproduct

De vraag die in de voordracht van De Kluiver centraal staat, is of het bestaan van de Ondernemingskamer, haar juridische bevoegdheden en de wijze waarop die worden uitgeoefend een belangrijke bijdrage leveren aan de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland.⁷⁵ Hoewel de bijdrage van De Kluiver zich in hoofdzaak richt op de rol van de rechtspraak, begint hij zijn betoog met een vergelijking tussen het wetgevingsproces op het terrein van het vennootschapsrecht in Nederland en Delaware. De Kluiver constateert dat een belangrijke verklaring voor het succes van Delaware is gelegen in het steeds *up-to-date* houden van de vennootschapswetgeving. De Kluiver vindt het een groot gemis dat wij in Nederland de vennootschapswetgeving niet op een regelmatigere wijze bijhouden. Dat komt de rechtsontwikkeling en rechtszekerheid, en daarmee de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland, niet ten goede.

Een ander belangrijk aspect, daarmee komt De Kluiver bij de kern van zijn betoog, is gelegen in de voorspelbaarheid en de mate van zekerheid van rechterlijke uitspraken. De Kluiver stelt dat de zeer ruime bevoegdheid om onderzoeken te gelasten en vergaande onmiddellijke voorzieningen te treffen centrale kenmerken van de Ondernemingskamer en het Nederlandse enquêterecht zijn geworden.⁷⁶

74 Zie nader A.M. Mennens & P.M. Veder, 'Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie', *NTBR* 2015/2, afl. 1 en P.M. Veder, T.E. Booms & N.B. Pannevis, *Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma Herijking Faillissementsrecht*, Nijmegen: Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013.

75 Vgl. over dit onderwerp o.a. M.W. Josephus Jitta e.a., *The Companies and Business Court from a comparative perspective*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 41, Deventer: Kluwer 2007, M.J. Kroeze, 'The Companies and Business Court as a specialized court', *Ondernemingsrecht* 2007/29 en M.A. Verbrugh & L. Timmerman, 'Het Nederlandse enquêterecht in een internationaliserend vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/35.

76 Op een congres in Luxemburg waar De Kluiver vorig jaar met Assink en Lennarts een toelichting op het Nederlandse enquêterecht heeft gegeven, blijkt volgens hem dat de ruime vrijheid om onmiddellijke voorzieningen te treffen niet als een aantrekkelijk aspect van een *specialized court* zoals de Ondernemingskamer wordt beschouwd. Zie over dat congres ook B.F. Assink & L.E. Strine, Jr., 'Lessons for Luxembourg: Are Delaware and The Netherlands examples you can emulate?', in: *100 years of Luxembourg company law*, University of Luxembourg 2016 (te verschijnen).

De Kluiver heeft vervolgens op basis van ARO-jurisprudentie over de periode 2013-2015 uit een totaal van 458 relevante beschikkingen van de Ondernemingskamer 48 "puur buitenlandse" beschikkingen nader onder de loep genomen. Voor het predicaat "puur buitenlandse" beschikkingen moet gelden dat (i) de bepalende partijen in het buitenland resideren; en (ii) dat de desbetreffende vennootschap naar Nederlands recht niet of slechts zeer beperkt activiteiten in Nederland verricht of, anders gesteld, uitsluitend via de (in)corporatie van de vennootschap met de Nederlandse rechts sfeer is verbonden. In termen van *multiple corporate citizenship* gaat het hier dus om vennootschappen met uitsluitend het *legal home* in Nederland, ofwel met een nauwste band met een ander dan het Nederlandse rechtstelsel.⁷⁷ De 48 "puur buitenlandse" beschikkingen hebben slechts betrekking op twaalf zaken. De Kluiver vindt dat zeer geringe aantal zaken verrassend. Kennelijk wordt een gang naar de Ondernemingskamer door buitenlandse partijen in Nederland niet als aantrekkelijk gezien. Waar de gang naar de Ondernemingskamer wel wordt gemaakt betreft het bovendien nogal 'pathologische' gevallen.⁷⁸ De Kluiver constateert daarnaast op basis van zijn empirische onderzoek dat het voor de mate van toewijzing van enquêteverzoeken en onmiddellijke voorzieningen voor de Ondernemingskamer weinig verschil maakt of het gaat om "puur buitenlandse" zaken. De verbondenheid met de Nederlandse rechts sfeer lijkt geen factor te zijn die de beslissing van de Ondernemingskamer in sterke mate kleurt. De Kluiver meent dat Nederland als vestigingsland aantrekkelijker zou worden als de Ondernemingskamer bij "puur buitenlandse" geschillen terughoudender zou zijn met het oordeel dat gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid te twijfelen en bij het treffen van onmiddellijke voorzieningen.

Deze conclusies brengen De Kluiver tot het oordeel dat hij de stelling dat de Ondernemingskamer een belangrijke bijdrage levert aan de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland voor ondernemingen niet onderschrijft. Bij de eerste peiling was de zaal met evenveel voor- als tegenstemmers verdeeld. Na afloop van zijn betoog bleek 85% zich bij de opvatting van De Kluiver aan te sluiten. In de discussieronde verbaast het Kroeze dat De Kluiver er zo eenvoudig in geslaagd is de zaal van zijn stelling te overtuigen. Kroeze meent dat De Kluiver voorbij gaat aan belangrijke materiële normen van vennootschapsrecht die in enquêteprocedures tot stand komen, zoals de RNA-norm.⁷⁹ Zulke concretisering van vennootschappelijke normen dragen volgens Kroeze bij aan de kenbaarheid en voorspelbaarheid van het Nederlandse vennootschapsrecht. In antwoord op

77 Zie daarover nader Bootsma/Hijink/In 't Veld 2015 en Kemperink/De Roo 2016, met reacties van Bootsma/Hijink/In 't Veld in *Ondernemingsrecht* 2016/91 en P.D. Olden & L. Groothuis in *Ondernemingsrecht* 2016/92, met naschrift van Kemperink/De Roo in *Ondernemingsrecht* 2016/93.

78 Illustratieve voorbeelden daarvan zijn volgens De Kluiver de procedures inzake Leaderland en inzake Zed+. Zie ook B.F. Assink & M.J. Kroeze, 'Kroniek enquêterecht 2015', in: M. Holtzer, D. Strik & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 134, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 37-80.

79 HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. Maeijer (RNA).

Kroeze nuanceert De Kluiver zijn betoog enigszins door de stellen dat hij heeft geredeneerd vanuit de aantrekkelijkheid voor ondernemingen. De Kluiver meent dat in het kader van bescherming van beleggers de Ondernemingskamer ook bij zaken met buitenlandse partijen, zoals in de door Kroeze aangehaalde RNA-casus, een belangrijke rol zal blijven vervullen. De meer terughoudende opstelling van de Ondernemingskamer zou volgens De Kluiver vooral moeten zien op het treffen van onmiddellijke voorzieningen, omdat de impact daarvan enorm groot kan zijn.

11. **Shadow banking: de Nederlandse invulling van het begrip ‘kredietinstelling’**

Lieverse belicht het congressthema vanuit een financieel-rechtelijk perspectief. Lieverse vraagt in haar voordracht aandacht voor de regulering van de zogenoemde Bijzondere Financiële Instelling (hierna: ‘BFI’). De BFI is een behoorlijk succesvol Nederlands exportproduct.⁸⁰ Lieverse begint haar voordracht met een verkenning van het zogenoemde schaduwbankieren. Daaronder wordt verstaan partijen die het bankbedrijf uitoefenen en zich dus bezighouden met kredietintermediatie, maar zelf geen bank zijn en dus ook niet als zodanig onder toezicht staan.⁸¹

Voor de regulering van de BFI⁸² is de Nederlandse invulling van het begrip ‘kredietinstelling’ van groot belang.⁸³ Om aantrekkelijk te zijn als vestigingsland voor BFI’s moet de behandeling van BFI’s onder de financiële toezichtwetgeving volgens Lieverse voorspelbaar zijn. De huidige Nederlandse praktijk is volgens haar op dit punt onvoldoende scherp. De Nederlandse invulling die aan het begrip wordt gegeven, wijkt op een aantal punten af van de definitie in de EU Capital Requirements Regulation (hierna: ‘CRR’).⁸⁴ De European Banking Authority (hierna: ‘EBA’) heeft op 27 november 2014 een opinie uitgebracht over de invulling van het begrip kredietinstelling.⁸⁵ EBA stelt voor om de afbakening van het begrip ‘kredietinstelling’ niet te zoeken in het begrip ‘publiek’, zoals dat in de Nederlandse invulling eigenlijk wel het geval is. Lieverse meent dat Nederland voorbereid moet zijn op een invulling van het begrip ‘kredietinstelling’ door de Europese Commissie langs de lijnen van de voorstellen van EBA. Lieverse zet in haar voordracht uiteen dat de analyse van de BFI dan heel anders zou zijn dan naar

de huidige Nederlandse praktijk, maar wel met hetzelfde resultaat, namelijk dat de BFI (die onderdeel is van een niet-bancaire groep) niet onderworpen is aan banktoezicht. De stelling die Lieverse verdedigt, is dan ook dat het tijd wordt om afscheid te nemen van de Nederlandse invulling van het Europese begrip ‘kredietinstelling’. Bij de eerste peiling onderschreef al tweederde van de congresdeelnemers de stelling van Lieverse. Na afloop van haar overtuigende betoog was dat opgelopen tot 88%.

12. **Kapitaalverschaffers en de Richtlijn aandeelhoudersrechten**

Van Olffen bespreekt in zijn voordracht het voorstel voor wijziging van de zogenoemde Richtlijn aandeelhoudersrechten. De Europese Commissie heeft daartoe op 9 april 2014 een voorstel gepubliceerd⁸⁶, op 20 maart 2015 is in de Europese Raad overeenstemming bereikt over een aangepaste tekst, waarna het Europese Parlement op 8 juli 2015 een aantal amendementen heeft aangenomen. Op 27 oktober 2015 is de informele triloog gestart. Op het moment van schrijven van dit verslag (begin juli 2016) loopt de triloog nog. Zodra de definitieve tekst van de richtlijn is vastgesteld, is de verwachting dat de richtlijn rond 2018 in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd zal zijn.

Van Olffen spitst zijn bespreking toe op drie onderwerpen die verband houden met het voorstel: (i) *related party transactions*; (ii) *say on pay*; en (iii) loyaliteitsaandelen. Ik richt me voor het verslag uitsluitend op het laatste onderwerp. Loyaliteitsaandelen lijken de eindstreep – opname in de gewijzigde richtlijn – niet te gaan halen.⁸⁷ Van Olffen stelt dat onduidelijk is waarom de basis voor loyaliteitsregelingen in het voorstel is komen te vervallen. Hij verwacht dat er met de trend die is ingezet met het loyaliteitsstemrecht bij CNH Industrial NV, Fiat Chrysler Automobiles NV en Ferrari NV, het meervoudig stemrecht voor de oprichters bij Cnova NV en *dual-class* aandelen bij Altice NV en Yandex NV⁸⁸ meer vennootschappen dit voorbeeld zullen volgen. Van Olffen merkt op dat dit soort regelingen voor- en tegenstanders kent. Hij spreekt zich uit als voorstander van een flexibele wettelijke basis voor loyaliteitsaandelen, om onzekerheden rondom het gebruik daarvan te voorkomen.⁸⁹ Door uitgesproken tegenstanders⁹⁰ wordt inmiddels ook voor regulering van loyaliteitsaandelen gepleit.⁹¹ Nu zowel voor- als tegenstanders regulering van loyaliteitsaandelen

80 Lieverse wijst op M. Broos, K. Carlier, J. Kakes & E. Klaaijzen, *Het schaduwbankwezen: een verkenning voor Nederland*, De Nederlandsche Bank NV, 2012, p. 30, waaruit blijkt dat het merendeel van de honderd grootste ondernemingen ter wereld met een of meer BFI’s in Nederland vertegenwoordigd is.

81 Zie onder meer Financial Stability Board, *Global Shadowbanking Monitoring Report 2015*, 12 november 2015 en European Banking Authority, *Consultation Paper shadow banking*, EBA/Cp/2015/06, 19 maart 2015.

82 Dit begrip is overigens afkomstig uit de Rapportagevoorschriften betalingsbalansrapportages 2003 (RV 2003), een uitvoeringsregeling van DNB onder de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994.

83 Zie ook E.P.M. Joosen, ‘De definitie van kredietinstellingen in het Europese Single Rule Book’, *TvFR* 2015, p. 172-183.

84 Vgl. art. 4(1) onder (1) CRR met de Nederlandse invulling van het begrip “bank” (kredietinstelling) zoals deze tot 1 januari 2014 – de datum van het van kracht worden van de CRR – gold.

85 Opinion of the European Banking Authority on matters relating to the perimeter of credit institutions (EBA/Op/2014/12).

86 Voorstel van de Europese Commissie van 9 april 2014 tot aanpassing van Richtlijn 2007/36/EU om de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders te versterken en richtlijn 2013/24/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft (COM (2014) 213 final). Zie daarover ook W.B. Kuijpers, ‘Voorstel Europese Commissie wijziging richtlijn aandeelhoudersrechten’, *Ondernemingsrecht* 2014/89.

87 Vgl. A.A. Bootsma, ‘Loyaliteitsaandelen via een Europeesrechtelijke (om) weg?’, *Ondernemingsrecht* 2015/19.

88 Zie over die voorbeelden Bootsma/Hijink/In ’t Veld 2015, met verwijzingen.

89 Zie reeds M. van Olffen in *FD* 23 mei 2013 en Van Olffen 2013.

90 Zie in reactie op Van Olffen R. Abma in *FD* 27 mei 2013.

91 Zie Eumedion 2015, voorstel A.6, onder verwijzing naar J.M. de Jongh, ‘Privatisering, bescherming en algemeen belang: De voorgenomen beursgang van ABN AMRO’, *WPNR* 2015, 7048 en Bootsma 2015. Zie Bootsma 2016 voor een bespreking van de definitieve voorstellen (Eumedion 2016).

bepleiten, en een Europeesrechtelijke basis er voorsnog niet lijkt te komen, lijkt de tijd rijp voor een wettelijke basis, die het gebruik van loyaliteits aandelen zowel faciliteert als reguleert.⁹²

In zijn stelling legt Van Olffen een verbinding met het thema van het congres. Van Olffen betoogt dat als Nederland zich wat betreft de implementatie van een aangepaste Richtlijn aandeelhoudersrechten beperkt tot noodzakelijke wijzigingen, dat beter is voor Nederland als vestigingsland. Bij de eerste peiling was reeds 84% van de congresdeelnemers het met hem eens. Na afloop van zijn voordracht is dat verder gestegen tot maar liefst 95%.

13. Beschermingsmaatregelen en Dutch discount

De tweede dag van het Van der Heijden-congres wordt wederom – ik zou haast zeggen traditioneel – afgesloten door Wakkie. Op zijn kenmerkende humorvolle wijze, maar met een serieuze ondertoon, belicht Wakkie het onderwerp beschermingsmaatregelen en de zogenoemde *Dutch discount*. Met de term *Dutch discount* wordt bedoeld op het verschijnsel dat (certificaten van) aandelen in Nederlandse beursvennootschappen lager gewaardeerd zouden zijn dan vergelijkbare aandelen in buitenlandse beursvennootschappen.⁹³ Wakkie verwijst naar een onderzoek van Rijken uit 2006, waarin becijferd wordt dat aandelen in vennootschappen met twee of meer juridische beschermingsmaatregelen 7-8% minder renderen en voor aandelen in vennootschappen met drie of meer juridische beschermingsmaatregelen de korting ongeveer 20% bedraagt.⁹⁴ Wakkie is kritisch over de wetenschappelijke onderbouwing van dit onderzoek en plaatst vraagtekens bij de vergelijkbaarheid van beursvennootschappen met en zonder beschermingsmaatregelen. Dergelijk onderzoek kent inderdaad vele methodologische beperkingen. Overigens staat de conclusie van Rijken niet op zichzelf.⁹⁵

Wakkie verwijst voorts naar een passage uit de parlementaire geschiedenis van het wetsvoorstel ter uitvoering van de richtlijn betreffende het openbaar bod, waarin door de Minister van Veiligheid en Justitie over een *Dutch discount* van 10-30% wordt gesproken.⁹⁶ In de meer recente parle-

mentaire discussie over de beschermingsmaatregelen bij ABN AMRO en ASR komt de discussie over de *Dutch discount* wederom aan de orde. De negatieve waarde-impact van de certificering van aandelen van ABN AMRO Group NV valt volgens de Minister van Financiën in de bandbreedte 5-10%.⁹⁷ De voorgestelde Stichting Continuïteit van ASR Nederland NV heeft volgens de Minister van Financiën een prijsdrukkend effect op de aandelen van 0-2%.⁹⁸ De minister baseert zich voor deze conclusies op een onderzoek van het Centraal Planbureau (hierna: 'CPB'). Dit CPB-onderzoek blijkt echter slechts te bestaan uit een 'box' in de CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015.⁹⁹ In dit kader is de vraag van Van Solinge aan Wakkie interessant of de wijze waarop de certificeringsconstructie bij ABN AMRO is vormgegeven materieel gezien niet ongeveer op hetzelfde neerkomt als een constructie met beschermingspreferente aandelen. Wakkie meent dat certificering een wat minder sterke bescherming biedt. De minister stelt juist het omgekeerde, blijkend uit de uiteenlopende inschattingen van het koersdrukkend effect van respectievelijk certificering van aandelen en beschermingspreferente aandelen.¹⁰⁰

Wakkie meent dat het opmerkelijk is dat altijd gesproken wordt over een *Dutch discount*, terwijl in andere landen evenzeer maatregelen bestaan met een mogelijk prijsdrukkend effect op de aandelen. Wakkie noemt als een van de voorbeelden Frankrijk, waar het toekennen van een meervoudig (dubbel) stemrecht aan langetermijnaandeelhouders sinds de *Loi Florange* van 2014 bij beursvennootschappen zelfs als *default* regel geldt, waarvan nog slechts bij statutenwijziging met een tweederde meerderheid van kan worden afgeweken.¹⁰¹ Wakkie stelt terecht dat de *Dutch discount* niet iets typisch Nederlands is, maar ook voor beschermingsmaatregelen in andere landen zou moeten gelden.¹⁰²

Wakkie concludeert dat de *Dutch discount* in ieder geval in de perceptie bestaat en dat het effect van perceptie niet onderschat moet worden.¹⁰³ In de opvatting van Wakkie moeten Nederlandse beursvennootschappen adequaat beschermd blijven, ongeacht of de *Dutch discount* nu wel of niet in de perceptie of werkelijkheid bestaat. Volgens Wakkie zijn beschermingsmaatregelen onlosmakelijk verbonden met het Nederlandse stakeholdermodel.

Als laatste spreker heeft Wakkie zich een enigszins frivole stelling gepermitteerd, die luidt dat de aantrekkelijkheid

92 Zie voor die middenpositie, in reactie op Van Olffen en Abma, ook reeds A.A. Bootsma in *FD* 13 juni 2013.

93 Zie bijv. A. van der Krans & J.B.J. van der Kolk, 'Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies', *O&F* 2008, afl. 2, met vele verwijzingen.

94 Zie H.A. Rijken, 'Het waarderden en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies', presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam, te raadplegen via www.vbabeleggingsprofessionals.nl.

95 Zie bijv. de al wat oudere onderzoeken van R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen', *MAB* 1996, afl. 5, p. 261-270; R. Kabir, D. Cantrijn & A. Jeuning, 'Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: an empirical analysis', *Strategic Management Journal* 18(2), 1997, p. 97-109; D.V. DeJong, A. de Jong, G.M.H. Mertens & C.E. Wasley, 'Corporate governance in Nederland: governance en financiële prestaties', *MAB* 2001, afl. 3, p. 103-116. Zie ook A. de Jong, D.V. DeJong, G.M.H. Mertens & C.E. Wasley, 'The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from the Netherlands', *Journal of Corporate Finance* 11, 2005, p. 473-503.

96 *Kamerstukken II* 2005/06, 30419, 8, p. 24.

97 *Zie Kamerstukken II* 2014/15, 31789, 64, p. 20.

98 *Zie Kamerstukken II* 2015/16, 33532, 51, p. 16.

99 Het desbetreffende CPB-rapport is opgenomen als bijlage bij *Kamerstukken II* 2014/15, 33283, 9. Zie voor de 'box' p. 22 van het rapport. Zie in kritische zin ook A.A. Bootsma, A. Grunfest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, Onderzoek van Erasmus School of Law in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015, beschikbaar via www.mccg.nl, p. 19 (hierna: Bootsma/Grunfest/Hijink/In 't Veld 2015).

100 Vgl. *Kamerstukken II* 2015/16, 33532, 52, p. 19.

101 Zie daarover in meer detail A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht in het Franse wetsvoorstel-Florange' *Ondernemingsrecht* 2014/43.

102 Zie voor een empirische onderbouwing van wat dan de *French discount* genoemd zou kunnen worden bijv. P.G.J. Roosenboom & W.L.J. Schramade, 'The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms', *Journal of Corporate Finance* 12, 2006, p. 270-295.

103 Zie ook Bootsma/Grunfest/Hijink/In 't Veld 2015, p. 24.

van Nederland als vestigingsland zou toenemen als het Van der Heijden-congres elk jaar wordt gehouden in plaats van om het jaar. De zaal blijft zowel bij de eerste als de tweede peiling, met weliswaar een kleine meerderheid voor, verdeeld over de stelling. Een verklaring voor die verdeeldheid zou kunnen zijn dat het voor de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland geen verschil lijkt uit te maken of in Nijmegen of Groningen over het ondernemingsrecht wordt gediscussieerd. Volgens de traditie zal ondernemingsrechtelijk Nederland aanstaande november weer afreizen naar Groningen voor het tweejaarlijkse najaarscongres van het Instituut voor Ondernemingsrecht.

14. Tot besluit

De organisatie van het Van der Heijden Instituut kan terugkijken op een succesvol congres. Zoals ik in de inleiding opmerkte, kent de discussie over Nederland als het Delaware van Europa al een lange geschiedenis. Uit de interessante voordrachten en meer nog in de levendige discussierondes is gebleken dat over de wenselijkheid van Nederland als het Delaware van Europa vanuit uiteenlopende perspectieven heel verschillend gedacht wordt. Zoals blijkt uit de besproken ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan na afloop van het congres, is het laatste woord over dit thema nog lang niet gezegd. De discussie zal zich onder meer voortzetten in de plannen voor modernisering van het NV-recht die momenteel in ambtelijke voorbereiding zijn¹⁰⁴ en in de discussie over de positie van minderheidsaandeelhouders die door Eumedion is aangezwengeld met haar *position paper*.¹⁰⁵ Een innovatief element tijdens deze editie van het Van der Heijden-congres was het gebruik van een app voor het stemmen over stellingen van de sprekers en voor het stellen van vragen tijdens de discussierondes. Met de voorzitter meen ik dat dat experiment geslaagd is. Als allerlaatste peiling legt Van Solinge aan de zaal de stelling voor dat, als Nederland het Delaware van Europa wil zijn of blijven, substantiële investeringen in de juridische infrastructuur noodzakelijk zijn. Ruim driekwart van de congresdeelnemers is het met deze stelling eens, hetgeen als een duidelijk signaal in de richting van de Nederlandse wetgever beschouwd kan worden. In dat verband roep ik tot besluit van dit congresverslag de – naar het zich soms laat aanzien in de vergetelheid geraakte – woorden van de toenmalige Minister van Justitie in de Nota modernisering ondernemings- en vennootschapsrecht uit 2004 in herinnering:

“Aandacht voor de structuur van Nederlandse rechtsvormen en het ondernemingsrecht in brede zin is noodzakelijk om Nederland te profileren als vestiging- en ondernemingsland. Als beleggingen in Nederland goed worden

beschermd en onze rechtsvormen bruikbaar zijn, wordt kapitaal aangetrokken en vestigen zich meer ondernemingen in ons land.”¹⁰⁶

104 Zie ook het themanummer *Ondernemingsrecht* 2014, afl. 2 en B.J. de Jong, *Modernisering van het NV-recht*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 123, Deventer: Kluwer 2014, waarover B. Bier in *Ondernemingsrecht* 2015/43.

105 Eumedion 2015; 2016. Zie voor een eerste reactie van de Minister van Veiligheid en Justitie op de conceptvoorstellen in Eumedion 2015 *Kamerstukken II* 2015/16, Aanhangsel, 667.

106 *Kamerstukken II* 2003/04, 29752, 2, p. 1.