120

De beursvennootschap, corporate governance en strategie

Over de machtsverhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering van de beursvennootschap, in het bijzonder ten aanzien van strategische onderwerpen

Mr. S.B. Garcia Nelen

Wolters Kluwer

Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht

DE BEURSVENNOOTSCHAP, CORPORATE GOVERNANCE EN STRATEGIE
Over de machtsverhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering van de beursvennootschap, in het bijzonder ten aanzien van strategische onderwerpen

Wolters Kluwer
Deventer – 2020

Verkorte citeerwijze: Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie* (IVO nr. 120) 2020/[paragraafnummer].
Volledige citeerwijze: S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie* (Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 120), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Ontwerp omslag: Hans Roenhorst, www.h2rplus.nl

ISBN 978 90 13 16019 2
NUR 827-715

© 2020, Wolters Kluwer Nederland BV; S.B. Garcia Nelen

De klantenservice van Wolters Kluwer Nederland BV kunt u bereiken via: www.wolterskluwer.nl/klantenservice.

De auteur houdt zich aanbevolen voor inhoudelijke opmerkingen en suggesties. Deze kunt u sturen naar: boeken-NL@wolterskluwer.com.

Alle rechten zijn voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de auteur.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575 is de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding verschuldigd, te voldoen aan de Stichting Reprorecht (www.reprorecht.nl).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur, redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland BV geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden en evenmin voor de gevolgen hiervan.

Op alle aanbiedingen en overeenkomsten van Wolters Kluwer Nederland BV zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Wolters Kluwer Nederland BV. U kunt deze raadplegen via: www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden.
Indien Wolters Kluwer Nederland BV persoonsgegevens verkrijgt, is daarop het privacybeleid van Wolters Kluwer Nederland BV van toepassing. Dit is raadpleegbaar via www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies.

Zie inhoud van deze uitgave ook op:
www.wolterskluwer.nl/navigator

NAVIGATOR

De beursvennootschap, corporate governance en strategie

Over de machtsverhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering van de beursvennootschap, in het bijzonder ten aanzien van strategische onderwerpen

The Listed Company, Corporate Governance and Strategy

On the balance of power between the management board and the general meeting of the listed company, in particular regarding strategic matters

Proefschrift

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

prof.dr. R.C.M.E. Engels

en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden op
donderdag 12 november 2020 om 13:30 uur

door

Samuel Benigno Garcia Nelen

geboren te Bergen op Zoom

Erasmus University Rotterdam

Promotiecommissie

Promotoren:	Prof.mr. C.A. Schwarz Prof.mr. B.F. Assink
Overige leden:	Prof.mr. J.M. de Jongh Prof.mr. M. van Olffen Prof.mr. L. Timmerman

"Het privaatrecht heeft een zekere ethische, morele geladenheid. Privaatrecht is niet een willekeurige ordening van het samenleven en samenzijn van mensen. Het poogt de rechtvaardigheid en gerechtigheid in het onderling verkeer gestalte te geven, gelding te geven. Wat ik u nu zou toewensen, zo'n beetje als laatste wens, is dat U poogt in uw leven rechtvaardig en gerecht te zijn. En dit houdt in dat u een ander respecteert, dat u een ander niet als instrument gebruikt, dat u met belangen van anderen rekening houdt en dat u niet bovenal uzelf zoekt."[1]

Caminante, son tus huellas	(Wandelaar, jouw voetsporen)
el camino y nada más;	(zijn de weg en niets meer;)
Caminante, no hay camino,	(Wandelaar, er is geen weg,)
se hace camino al andar.	(de weg wordt al lopende gemaakt.)
Al andar se hace el camino,	(Al lopende wordt de weg gemaakt,)
y al volver la vista atrás	(en wanneer je achterom kijkt)
se ve la senda que nunca	(dan zie je het pad dat je nooit)
se ha de volver a pisar.	(meer zult betreden.)
Caminante no hay camino	(Wandelaar er is geen weg)
sino estelas en la mar.[2]	(enkel een spoor in de zee.)

1. Citaat uit het laatste college van W.C.L. van der Grinten in 1984, opgetekend in J.M.M. Maeijer, 'Levensbericht W.C.L. van der Grinten', in: *Levensberichten en herdenkingen*, Amsterdam: 1994, p. 51.
2. Antonio Machado, *Campos de Castilla*, 1912. Uit het onderdeel *Proverbios y cantares*, XXIX.

Voorwoord

Dit boek bevat het promotieonderzoek van mr. S.B. Garcia Nelen. Als promotoren traden op prof.mr. B.F. Assink en prof.mr. C.A. Schwarz.

Het centrale thema van het proefschrift van Garcia Nelen is de machtsverhouding tussen bestuurders en aandeelhouders van de beursvennootschap. Dit centrale thema wordt op verschillende manieren belicht en uitgewerkt. Garcia Nelen gaat in op de historische ontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de huidige machtsverhouding tussen de organen van de NV, het wettelijke vennootschapsmodel waar die ontwikkelingen toe hebben geleid, en de wijze waarop dat wettelijke vennootschapsmodel wordt toegepast op de beursvennootschap. Voorts wordt aandacht besteed aan de ontwikkeling van corporate governance, inclusief de verschillende codes en relevante achtergronden. Garcia Nelen maakt een brede analyse van de posities van het bestuur, aandeelhouders en andere stakeholders en hoe die actoren in een krachtenveld in balans worden gehouden door wettelijke en statutaire regelingen en de invulling van open normen. Die theoretische analyse wordt vervolgens toegepast op enkele belangrijke strategische onderwerpen die de onderlinge machtsverhoudingen in de praktijk onder spanning zetten. Op basis van de uitgangspunten en lessen uit de eerdere hoofdstukken, beziet Garcia Nelen aan het slot ook mogelijke toekomstige ontwikkelingen voor de beursvennootschap. Door het onderzoek heen worden informatieve zijstappen gemaakt naar het recht van Delaware, Verenigde Staten.

Het veelzijdige en verhelderende boek van Garcia Nelen bevat niet enkel inzichten die van belang zijn voor de rechtsontwikkeling, maar koppelt die ook aan de rol die het ondernemingsrecht kan spelen binnen bredere sociaal-maatschappelijke ontwikkelingen. Het werpt licht op de complexe en multidimensionale wereld van de beursvennootschap, de veranderende rol van bestuurders en aandeelhouders en de internationale ontwikkelingen die daarop van invloed zijn. De vragen die Garcia Nelen in zijn onderzoek stelt en beantwoordt raken aan de fundamenten van ons vennootschapsrecht. Het is goed dat ook daarover nieuwe ideeën worden gevormd. Deze innovatieve ideeën kunnen met name relevant zijn bij toekomstige herzieningen van het recht dat ziet op NV's in het algemeen en beursvennootschappen in het bijzonder. Wij nemen dit proefschrift dan ook met genoegen op in de reeks van uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht.

C.A. Schwarz
J.B. Wezeman

Inhoud

Voorwoord VII

Van de auteur XIII

Hoofdstuk 1. Inleiding 1
1.1 Introductie van het onderzoek 1
1.2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen 15
1.3 Onderzoeksmethoden en afbakening van het onderzoek 16
1.3.1 Onderzoeksmethoden 16
1.3.2 Afbakening van het onderzoek 24
1.4 Opzet van het boek 28

Hoofdstuk 2. Historische ontwikkeling van de machtsverhoudingen tussen bestuur en AV 31
2.1 Pre-codificatie: van 1602 tot 1811 32
2.2 De Code de Commerce en het verdere verloop van de 19e eeuw 38
2.3 De 20e eeuw tot aan de Tweede Wereldoorlog 41
2.4 Van de Tweede Wereldoorlog tot het begin van de jaren 1970 46
2.5 Van het begin van de jaren 1970 tot het heden 54
2.6 De invloed van Europees recht 59
2.7 Voorgestelde wijzigingen in wet- en regelgeving 62
2.8 Factoren die de machtsverhouding binnen de NV beïnvloeden 63
2.9 Conclusie 66

Hoofdstuk 3 Het huidige model van de NV en de beursvennootschap 69
3.1 Het karakter en de structuur van de NV 69
3.1.1 Zelfstandig rechtssubject met dualistische structuur 69
3.1.2 Redelijkheid- en billijkheidsverhouding binnen de kring van betrokkenen 71
3.1.3 De dubbele verbondenheid van de aandeelhouder 75
3.1.4 Het bestendige succes en de langetermijnwaardecreatie 77
3.2 De taken en bevoegdheden van het bestuur van de NV 82
3.3 De taken en bevoegdheden van aandeelhouders van de NV 90
3.4 Het karakter en de structuur van de beursvennootschap 103
3.4.1 Onafhankelijk opererend concern met centrale leiding 103
3.4.2 Invloed van de kapitaalmarkt 104
3.4.3 Een veelheid aan stakeholders 110

3.4.4 Een sterk gereguleerd kader voor transparantie en gedragstoezicht 115
3.4.5 Internationalisering van de beursvennootschap 121
3.5 Conclusie 125

Hoofdstuk 4. Corporate governance: de ontwikkeling van theorieën en codes 127
4.1 Een inleiding tot corporate governance 127
4.2 De ontwikkeling van corporate governance tot aan de jaren 1990 129
4.2.1 De ontstaansgeschiedenis van corporate governance in de Verenigde Staten 129
4.2.2 Ondertussen in Nederland 131
4.3 De ontwikkeling van corporate governance vanaf de jaren 1990 133
4.3.1 De Veertig Aanbevelingen van de commissie Peters 133
4.3.2 De Code Tabaksblat 138
4.3.3 De Code Frijns 142
4.3.4 De huidige Corporate Governance Code 144
4.4 De status en het toepassingsbereik van de Corporate Governance Code 146
4.5 Achtergronden van de onderhavige governanceproblematiek 152
4.5.1 Traditionele theorieën gericht op maximalisatie van aandeelhouderswaarde 152
4.5.2 Bezwaren tegen de aandeelhouderswaardebenadering en alternatieve perspectieven 156
4.5.3 Kenmerkende aspecten en bestaansrecht van het Nederlandse governancemodel 163
4.5.4 Kanttekeningen bij het Nederlandse governancemodel 166
4.6 Conclusie 169

Hoofdstuk 5. Bestuur en aandeelhouders in het Nederlandse governancemodel 171
5.1 Het normatief richtsnoer voor het bestuur van de beursvennootschap 171
5.1.1 Het belang van de NV: het bestendige succes van haar onderneming 171
5.1.2 Gedachten over een autonoom of resulterend vennootschappelijk belang 179
5.1.3 De weg naar het bestendige succes: beleid en strategie 183
5.2 De rol en verantwoordelijkheid van de AV van de beursvennootschap 194
5.2.1 Observaties over de rol van de AV en aandeelhouders 194
5.2.2 De geldende normen voor AV en aandeelhouders 200
5.2.3 Stewardship codes en institutionele beleggers 210
5.3 Wie zijn stakeholders en wat is hun rol? 212
5.3.1 Grondslagen voor zorgvuldigheid en soorten stakeholders 212
5.3.2 Bredere belangen die een rol kunnen spelen bij vennootschappelijke besluitvorming 220

5.4 De schommelende machtsbalans tussen bestuur en aandeelhouders 225
5.4.1 Wettelijke en statutaire beperkingen en uitbreidingen van bestuursbevoegdheden; het verleggen van de bevoegdheid tot strategiebepaling naar de AV 225
5.4.2 Wettelijke en statutaire beperkingen en uitbreidingen van bevoegdheden van de AV; oligarchische regelingen 234
5.4.3 Beperkingen en uitbreidingen van bevoegdheden van bestuur en AV in specifieke gevallen op grond van artikelen 2:8 en 3:13 BW 238
5.5 Conclusie 242

Hoofdstuk 6. Strategische onderwerpen in de praktijk 245
6.1 Vijandige biedingen en bescherming van beursvennoot-schappen 245
6.1.1 Historische en ideologische achtergronden 246
6.1.2 De beoordeling van een openbaar bod en de rol van het bestuur 249
6.1.3 Mogelijke beschermingsmaatregelen 254
6.1.4 De geoorloofdheid van beschermingsmaatregelen 265
6.1.5 Pandoraconstructies en ad hoc bescherming op dochterniveau 274
6.1.6 De houdbaarheid en beëindiging van bescherming 279
6.1.7 Conclusie 283
6.2. Activistische aandeelhouders en het convocatie- en agenderingsrecht 284
6.2.1 Het recht om onderwerpen te agenderen voor een AV 284
6.2.2 Het convocatierecht en de geautoriseerde bijeenroeping 293
6.2.3 Agendering van bevoegdheidsoverschrijdende onderwerpen; moties en oligarchische regelingen 297
6.2.4 Agendering van strategische aandeelhoudersonderwerpen; respons- en bedenktijd 304
6.2.5 Conclusie 313
6.3 Aandeelhoudersgoedkeuring op grond van artikel 2:107a BW 314
6.3.1 Achtergrond en uitleg van het wettelijk goedkeuringsrecht van de AV 315
6.3.2 De drie gevallen waarin goedkeuring van de AV in ieder geval vereist is 320
6.3.3 Aandeelhoudersgoedkeuring van strategische besluiten 326
6.3.4 Conclusie 328

Hoofdstuk 7. Toekomstperspectieven voor de beursvennootschap 329
7.1 Groeiende spanningen tussen het vennootschapsmodel en het governancemodel 329
7.2 Aleidooi voor herziening van het ondernemingsrecht 339
7.3 Algemene opmerkingen bij een herziening van het ondernemingsrecht 345
7.4 Gedachten bij een herziening van de inrichting van beursvennootschappen 352

7.4.1 Aanpassing van de huidige rechtsvorm van de kapitaalvennootschap 356
7.4.2 Verantwoording aan aandeelhouders? 366
7.4.3 De stakeholdervennootschap; een nieuwe rechtsvorm? 370
7.4.4 Oplossingsmogelijkheden binnen het huidige wettelijk kader 379
7.5 Conclusie 384

Hoofdstuk 8. Samenvatting, beantwoording van onderzoeksvragen en slotbeschouwing 387
8.1 Thematiek van deze studie (hoofdstuk 1) 387
8.2 Historische ontwikkeling van de machtsverhoudingen tussen bestuur en AV (hoofdstuk 2) 389
8.3 Het huidige model van de NV en de beursvennootschap (hoofdstuk 3) 391
8.4 Corporate governance: de ontwikkeling van theorieën en codes (hoofdstuk 4) 393
8.5 Bestuur en aandeelhouders in het Nederlandse governancemodel (hoofdstuk 5) 394
8.6 Strategische onderwerpen in de praktijk (hoofdstuk 6) 396
8.7 Toekomstperspectieven voor de beursvennootschap (hoofdstuk 7) 398
8.8 Beantwoording van onderzoeksvragen en slotbeschouwing 400

Hoofdstuk 9. Summary, answers to research questions and concluding observations 405
9.1 Theme of this study 405
9.2 Historical development of the balance of power between the management board and the GM 407
9.3 The current model of the NV and the listed company 409
9.4 Corporate governance: the development of theories and codes 410
9.5 Management board and shareholders in the Dutch governance model 412
9.6 Strategic matters and how they play out in practice 414
9.7 Perspectives on the future of the listed company 416
9.8 Answers to research questions and concluding observations 418

Definities 423

Verkort aangehaalde publicaties 427

Bijlage 1: herkomst substantiële aandeelhouders van NV's in de AEX-index 453

Curriculum vitae 459

Portfolio 461

Dankwoord 465

Van de auteur

Dit proefschrift vormt de weerslag van een wetenschappelijk onderzoek naar de bevoegdheden van het bestuur en die van de algemene vergadering van de beursvennootschap, in het bijzonder ten aanzien van strategische onderwerpen. De gedachte om een proefschrift over dit onderwerp te schrijven is mede ontstaan doordat ik in de praktijk cliënten heb geadviseerd over transacties en procedures die raken aan dit onderwerp. Mijn interesse werd gewekt doordat ik de onduidelijkheid zag die in de praktijk kan bestaan bij het duiden van de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende vennootschapsorganen. Dat geldt met name bij strategische besluiten. Ten aanzien van dergelijke onderwerpen heeft het bestuur volgens de dogmatiek in beginsel het "primaat", maar de algemene vergadering heeft hier vaak ook belangrijke bevoegdheden. Bovendien heeft de algemene vergadering zeggenschap waarmee zij indirect invloed kan uitoefenen op de strategie, bijvoorbeeld door bestuurders te ontslaan.

Sommige rechtspersonen die in dit proefschrift worden genoemd (bijvoorbeeld in jurisprudentieverwijzingen) zijn of waren cliënten van Allen & Overy LLP, het kantoor waaraan ik sinds 2013 als advocaat ben verbonden. Die cliënten kunnen zowel beursvennootschappen als (beoogde) aandeelhouders of andere belanghebbenden zijn. Bij het schrijven van dit proefschrift heb ik mij gebaseerd op openbare bronnen en is geen censuur toegepast. Ik hoop dat deze praktijkervaringen een bijdrage hebben geleverd aan de diepgang en het praktische nut van dit proefschrift. De meningen die in dit proefschrift zijn opgenomen zouden voordelig of nadelig kunnen uitvallen voor huidige, voormalige of toekomstige cliënten. Die meningen zijn dan ook geheel persoonlijk. In geen geval moet een dergelijke mening worden begrepen als een standpunt van Allen & Overy LLP of van cliënten van dat kantoor.

De tekst van dit boek is afgesloten per 1 mei 2020. Ontwikkelingen, literatuur en jurisprudentie van na die datum zijn, behoudens enkele latere toevoegingen, niet meer verwerkt. Voor het dankwoord verwijs ik naar het einde van dit boek.

Amsterdam, augustus 2020

Samuel B. Garcia Nelen

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1 Introductie van het onderzoek

> "The business corporation is among the most remarkable of all human innovations. […] The unprecedented economic development seen since the middle of the 19th century would have been impossible without the resources and organisational capacities of that great invention — the limited liability joint-stock company."[1]

De kapitaalvennootschap is een rechtspersoon met een bestuur en beperkt aansprakelijke eigenvermogenverschaffers welke gerechtigd zijn tot het aandelenkapitaal dat is verdeeld in verhandelbare aandelen.[2] Deze eigenschappen van de kapitaalvennootschap zijn in de rechtsstelsels van ontwikkelde markteconomieën op hoofdpunten vergelijkbaar.[3] Doordat aandeelhouders vrij kunnen in- en uittreden tot de kring van kapitaalverschaffers zonder dat dit gevolgen heeft voor het voortbestaan van de rechtspersoon, kent de kapitaalvennootschap een in beginsel onbeperkte levensduur.[4] Ook Nederland kent dergelijke kapitaalvennootschappen: de besloten vennootschap (BV) en de naamloze

1. M. Wolf, 'We must rethink the purpose of the corporation', *Financial Times*, 11 december 2018.
2. Cahn & Donald 2010, p. 9; Kraakman e.a. 2017, par. 1.1; Singer 2019, p. 5-10.
3. Cahn & Donald 2010, p. 9; Kraakman e.a. 2017, par. 1.1 en 1.3; Singer 2019, p. 5-10.
4. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/126; Franks & Mayer 2017, par. 1. In beginsel, want de rechtspersoon kan op enig moment wel worden ontbonden. In Nederland volgt de onbeperkte levensduur ook uit het feit dat een rechtspersoon op grond van de wet wordt opgericht voor onbepaalde tijd (artikel 2:17 BW). De rechtspersoon kan wel worden ontbonden bij het intreden van een gebeurtenis die volgens de statuten de ontbinding tot gevolg heeft (artikel 2:19 lid 1 sub b BW). Die 'gebeurtenis' mag niet zijn het intreden van een bepaald tijdstip, zie *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/54. Overigens kan ik mij wel voorstellen dat statutair wordt bepaald dat een kapitaalvennootschap wordt ontbonden op het moment van de beëindiging van een aandeelhoudersovereenkomst. Indien die aandeelhoudersovereenkomst eindigt na het verstrijken van een bepaalde termijn, heeft dit *de facto* en indirect tot gevolg dat de rechtspersoon na het verstrijken van een bepaalde termijn wordt ontbonden. In Delaware bestaat de mogelijkheid om in het *certificate of incorporation* op te nemen dat een corporation een beperkte levensduur heeft. Indien daarover niets is opgenomen, heeft een corporation een in beginsel eeuwige levensduur. Zie: §102(b)(5) Delaware General Corporation Law (DGCL).

vennootschap (NV).[5] De wet- en regelgeving die van toepassing is op deze rechtsvormen wordt zo nu en dan gewijzigd, maar die veranderingen beogen veelal slechts nuanceverschillen te bewerkstelligen, met als doel het basismodel te verfijnen. Deze wijzigingen beogen – althans, in ieder geval sinds de invoering van de Wet van 1929[6] – over het algemeen niet de kernstructuur van de kapitaalvennootschap te wijzigen. Zo kent de Nederlandse kapitaalvennootschap een algemene vergadering (AV)[7] die in beginsel bevoegd is te besluiten over bepaalde belangrijke onderwerpen, zoals de benoeming en het ontslag van bestuurders, vaststelling van de jaarrekening, fusie, splitsing, statutenwijziging en ontbinding.[8] Het stemrecht in de AV is over het algemeen voorbehouden aan houders van aandelen in de desbetreffende kapitaalvennootschap. Die aandeelhouders zullen bij het bepalen van hun stemgedrag in de AV hun eigen belangen een (al dan niet doorslaggevende, dat bespreek ik later) rol mogen laten spelen.[9] De belangen van aandeelhouders wegen daarnaast ook mee in de besluitvorming van het bestuur. Het bestuur is er immers toe verplicht de belangen van alle bij de vennootschap betrokken belanghebbenden (*stakeholders*), waaronder de aandeelhouders, mee te wegen in zijn besluitvorming. Voor een effectief bestuur is het, mede vanwege de zeggenschap van de AV over belangrijke onderwerpen, veelal van belang dat het zich rekenschap geeft van de wensen van aandeelhouders. Bij een BV of een zogenaamde 'besloten NV' zal het zelfs vaak geoorloofd zijn dat de belangen van aandeelhouders zwaar meewegen in de besluitvorming van het bestuur. Bij kleinere vennootschappen met één of een beperkt aantal aandeelhouders, zoals concernvennootschappen,

5. Zie artikel 2:64 lid 1 BW voor de weerslag van voornoemde kenmerken in de wettelijke regeling van de NV en artikel 2:175 lid 1 BW voor vergelijkbare kenmerken van de BV. Dit betreffen de zogenaamde "materiële kenmerken" van de rechtspersoon (Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:64 BW, aant. 3.1 en artikel 2:175 BW, aant. 3.1). Zie voorts over materiële kenmerken, de sancties op overtreding daarvan en omzetting van rechtspersonen: L. Timmerman, 'Zijn de materiële kenmerken van de rechtspersoonsvormen verdwenen?', *WPNR* 1991/6030.
6. De betekenis van bepaalde afkortingen en definities worden verklaard in het onderdeel "Definities" achter in dit proefschrift. Paragraaf 1.3.2 van dit proefschrift biedt nadere uitleg over de afbakening van het onderzoek. Zie paragraaf 2.3 van dit proefschrift over de Wet van 1929.
7. Met deze afkorting wordt in de loop van dit proefschrift, afhankelijk van de context, zowel gedoeld op het orgaan van de vennootschap als op de bijeenkomst van aandeelhouders.
8. Voor de benoeming van bestuurders, zie artikel 2:132 lid 1 BW (voor de NV) en artikel 2:242 lid 1 BW (voor de BV). Voor de vaststelling van de jaarrekening, zie artikel 2:101 lid 3 BW (voor de NV) en artikel 2:210 lid 3 BW (voor de BV). Voor juridische fusie en splitsing, zie artikel 2:317 lid 1 BW en artikel 2:334m lid 1 BW (beide artikelen voor zowel de NV als de BV). Voor statutenwijziging, zie artikel 2:121 lid 1 BW (voor de NV) en artikel 2:231 lid 1 BW (voor de BV). Voor ontbinding, zie artikel 2:19 lid 1 sub a BW. Ik wijs hierbij nadrukkelijk op de woorden 'in beginsel'; uiteraard kan door afwijkende statutaire bepalingen de bevoegdheid van de AV ten aanzien van sommige onderwerpen worden beperkt of zelfs geheel worden uitgesloten. Hierop wordt later in dit proefschrift uitgebreid ingegaan.
9. Zie hierover paragraaf 5.2.2 van dit proefschrift.

kan het vennootschappelijk belang deels overlappen met het belang van de aandeelhouders, die in dat soort constructies veelal ook de meest invloedrijke stakeholders zullen zijn.[10]

In het Nederlandse ondernemingsrecht is een ontwikkeling gaande die wel wordt aangeduid als 'belangenverbreding'. Dit wil zeggen dat de kapitaalvennootschap zich geleidelijk aan tot een open rechtsbetrekking ontwikkeld heeft, en dat steeds verder doet. In die rechtsbetrekking kunnen ook andere belangen dan die van aandeelhouders of andere institutioneel betrokkenen een rol spelen.[11] Deze ontwikkeling wordt gefaciliteerd door de invulling van open normen in het Nederlandse ondernemingsrecht, zoals het richtsnoer van het vennootschappelijk belang, door Bartman betiteld als de "heilige graal van ons ondernemingsrecht",[12] en de vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid, waarover Timmerman opmerkt: "De redelijkheid en billijkheid vermag onder omstandigheden in het Nederlandse ondernemingsrecht 'alles'."[13] De belangenverbreding wordt met name nadrukkelijk gevoeld in de verhoudingen binnen zogenaamde open NV's in het algemeen en beursvennootschappen in het bijzonder. De institutionele elementen van ons vennootschapsrecht treden namelijk meer op de voorgrond naarmate de NV en haar onderneming groeien.[14] De beursvennootschap is het schoolvoorbeeld van een open vennootschap: zij heeft veelal een gespreid aandelenkapitaal, wat de slagkracht van de AV beperkt en, mede als gevolg daarvan, meer bevoegdheden centraliseert bij het bestuur en de raad van commissarissen.[15] Aan de rol en taak van het bestuur en de raad van commissarissen wordt onder andere invulling gegeven door governanceregels die vennootschapsrechtelijke open normen, zoals het vennootschappelijk belang, concretiseren. Open normen zijn niet statisch, maar dynamisch; zij bewegen mee met de opvattingen die van tijd tot tijd leven in de maatschappij. In de invulling

10. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3 (MvT), p. 3; Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2014/111; Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 3.6.3; Schwarz 2018; Timmerman 2018, par. 2.4.2. Een 'besloten NV' is een NV waarvan de statuten uitsluitend aandelen op naam faciliteren, een blokkeringsregeling bevatten en die niet toelaten dat met medewerking van de vennootschap certificaten aan toonder worden uitgegeven. Zie artikel 2:335 lid 2 BW; Winter 2005, p. 112; Garcia Nelen & Schwarz 2016, par. 4.6.
11. Timmerman 2016/1.2. Zie paragraaf 3.1.2 van dit proefschrift over het verschil tussen stakeholders en institutioneel betrokkenen.
12. Bartman, *Ondernemingsrecht* 2002.
13. Timmerman 2016/1.2. In Timmerman, *TvOB* 2018-1, p. 15 gaf hij aan: "Alles in het Nederlandse ondernemingsrecht is begrensd door het vennootschappelijk belang en de redelijkheid en billijkheid." Zie uitgebreid over de redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht: Van Schilfgaarde 2016. In dit proefschrift wordt, net als door Van Schilfgaarde en in het hiervoor in de hoofdtekst aangehaalde citaat van Timmerman, de redelijkheid en billijkheid beschouwd als een uit twee delen samengestelde term en wordt zodoende de derde persoon enkelvoud aangehouden (zie hierover Van Schilfgaarde 2016, nr. 1).
14. De Jongh 2014, nr. 152.
15. Zie paragraaf 3.4 van dit proefschrift voor een uitgebreide bespreking van de bijzondere kenmerken van de beursvennootschap.

van die open normen wordt de maatschappelijke rol van de onderneming de laatste jaren relevanter.[16] Die belangenverbreding gaat ten koste van de gewichtige plaats die het aandeelhoudersbelang voorheen in ons vennootschapsmodel innam.[17] In 2003 bepaalde de Corporate Governance Code nog dat de vennootschap diende te streven naar lange termijn aandeelhouderswaarde. Thans wordt het in Nederland geldende stelsel van governanceregels doorgaans omschreven als het 'stakeholdermodel' (ook wel aangeduid als het 'Rijnlands model' of 'belangenpluralisme'). Hierin dient het bestuur van de beursvennootschap te streven naar het bevorderen van het bestendige succes van haar onderneming en langetermijnwaardecreatie en krijgen de belangen van de aandeelhouders bij voorbaat geen prioriteit, maar zijn zij in de belangenafweging door het bestuur in beginsel gelijkwaardig aan de belangen van andere stakeholders.[18] Dat is een beduidend andere invalshoek dan in de Verenigde Staten, waar het streven naar aandeelhouderswaarde, met name op beslissende momenten zoals overnames, nadrukkelijk de doorslaggevende factor is.[19]

De hierboven geschetste heroriëntatie ten aanzien van de doelstelling van de beursvennootschap vertoont overeenkomsten met een internationale ontwikkeling, waarin de overtuiging groeit dat beursvennootschappen niet langer louter zouden moeten streven naar het verwezenlijken van aandeelhouderswaarde.[20] Verbrugh en Schwarz schrijven over een "wereldwijde tendens richting het stakeholdermodel".[21] Deze ontwikkeling vindt ook plaats in de Verenigde Staten. Daar is decennialang discussie gevoerd over de vraag of het doel van de vennootschap moet bestaan uit het genereren van winst ten behoeve van aandeelhouders of het opereren in het belang van alle stakeholders.[22] Sinds kort is daar nu een corporate governance-stroming die aangeduid wordt als de *New Paradigm* en die is gestoeld op de overtuiging van bepaalde CEO's, bestuursleden, institutionele investeerders, vermogensbeheerders en adviseurs dat de kortetermijnvisie van aandeelhoudersactivisten en andere financiële beleggers schadelijk zijn voor de economische welvaart op de lange termijn.[23] Met name

16. Raaijmakers & Buma, *TvOB* 2019-2, par. 2.2-2.3.
17. Cahen 1970, p. 71.
18. Zie o.a. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12.
19. Schuit 2008, par. 2. Zie hierover uitgebreid: paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift.
20. Henderson 2020, p. 9-11.
21. M.A. Verbrugh & C.A. Schwarz, 'Leidt de herziene Aandeelhoudersrichtlijn tot meer langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders?', *Ondernemingsrecht* 2019/156.
22. Lipton 2018.
23. Lipton e.a. 2016. Zie hierover uitgebreid: paragraaf 4.5.2 van dit proefschrift. Een ander voorbeeld van de invloed van stakeholdertheorieën in de Verenigde Staten vormt de Accountable Capitalism Act die in augustus 2018 werd voorgesteld door de Democratische senator Elizabeth Warren en die onder andere vereist dat bestuurders van vennootschappen met een

sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008 is er steeds bredere overeenstemming dat het dienen van enkel aandeelhoudersbelangen leidt tot een kortetermijnvisie die zich, soms mede onder druk van activistische aandeelhouders, uit in lagere investeringen in onderzoek en ontwikkeling, lagere lonen, minder langetermijninvesteringen en groeiende ongelijkheid.[24] Ook EU-breed en op nationaal niveau zijn aanbevelingen voor wetsvoorstellen en actieplannen geïnitieerd die voortkomen uit deze discussie.[25] Dit besef leeft zelfs in zekere mate bij beleggers. Het Amerikaanse BlackRock, het grootste investeringsfonds ter wereld, sprak zich in 2017 in een brief aan CEO's van de ondernemingen waarin zij participeert uit voor corporate governance die resulteert in langetermijnwaardecreatie:

---

jaarlijkse omzet van meer dan $1 miljard rekening houden met de belangen van werknemers, leveranciers, klanten en andere stakeholders. Zie hierover ook: Palladino & Karlsson 2018. Ook de Republikeinse senator Marco Rubio lanceerde op 15 mei 2019 een plan voor de Amerikaanse economie, waarin een van de speerpunten is om weg te bewegen van het *shareholder primacy model*, in de richting van een meer langetermijnmodel dat rekening houdt met stakeholders. De Accountable Capitalism Act van senator Warren is overigens een initiatief dat geïmplementeerd zou moeten worden op het niveau van de Amerikaanse federale overheid, anders dan de New Paradigm, dat een initiatief is van private partijen die geen voorstanders zijn van federale regulering. Dat laatste is kennelijk geen ideologische overtuiging, maar komt voort uit het feit dat "…most corporations will oppose the legislation and forego the benefits, if the price is Federal chartering", zie M. Lipton, 'Corporate Governance; Stakeholder Primacy; Federal Incorporation', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 17 augustus 2018, corpgov.law.harvard.edu. Zie voor een regulerende aanpak ook: Strine 2017, p. 1956-1970.

24. Lipton 2018. Zie in vergelijkbare zin: Barzuza & Talley 2019, par. I; Kraakman e.a. 2017, par. 4.3; Van Bekkum e.a. 2010, par. 1. Hiermee is overigens niet gezegd dat de financiële crisis de enige oorzaak is van de genoemde heroriëntatie. Terzijde: gezegd kan worden dat de financiële crisis al in 2007 ontstond, maar ik houd hier 2008 aan, aangezien in de zomer van dat jaar de crisis daadwerkelijk losbarstte. Als beginpunt van de internationale financiële crisis wordt veelal de val van Lehman Brothers op 15 september 2008 aangehaald.

25. Lipton 2018. Lipton beschrijft hier een aanbeveling voor een wetsvoorstel in Frankrijk inhoudende dat in de Code Civil wordt opgenomen dat een vennootschap wordt bestuurd teneinde haar eigen belang te dienen en met inachtneming van de gevolgen voor de maatschappij en het milieu (deze *Loi PACTE* is in mei 2019 in werking getreden; zie hierover uitgebreid: De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2020/XIII). Voorts verwijst hij naar een actieplan van de Europese Commissie dat onder andere een voorstel initieert voor een regeling die ziet op de integratie van duurzaamheidsoverwegingen in de investeringsbeslissingen van institutionele investeerders en de rapportage hierover naar hun eindinvesteerders (zie het *Action Plan: Financing Sustainable Growth* van de Europese Commissie, COM (2018) 97 final van 8 maart 2018). Ik noem hier ook het *Future of the Corporation*-project van The British Academy, dat zichzelf omschrijft als een "…research and public engagement programme aiming to contribute to bringing about a paradigm shift that redefines business for the 21st century and builds trust between business and society." Zie thebritishacademy.ac.uk. Zie over bepaalde soortgelijke elementen in de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn: Assink & Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2019/157.

> "We look to see that a company is attuned to the key factors that contribute to longterm growth: sustainability of the business model and its operations, attention to external and environmental factors that could impact the company, and recognition of the company's role as a member of the communities in which it operates. […] BlackRock also engages to understand a company's priorities for investing for longterm growth, such as research, technology and, critically, employee development and longterm financial wellbeing."[26]

Dit is illustratief voor de hiervoor geschetste ontwikkeling, maar ook direct relevant voor de Nederlandse praktijk, omdat BlackRock een grote belegger is in veel Nederlandse beursvennootschappen.[27] Daarnaast heeft de Business Roundtable, een invloedrijke Amerikaanse organisatie bestaande uit CEO's van vooraanstaande ondernemingen, op 19 augustus 2019 voor het eerst in meer dan 30 jaar publiekelijk afstand genomen van de *shareholder primacy* gedachte en zich uitdrukkelijk uitgesproken voor waardecreatie voor klanten, werknemers, leveranciers en gemeenschappen, naast aandeelhouders.[28]

Deze heroriëntatie zou er uiteraard niet toe moeten leiden dat beursvennootschappen op de lange termijn niet meer winstgevend worden. Recent onderzoek biedt aanwijzingen dat een langetermijnvisie van ondernemingen juist leidt tot meer omzet- en winstgroei (op de lange termijn) dan een kortetermijnvisie (op de lange termijn).[29] Dat is van belang. Winst is noodzakelijk om de onderneming op zelfstandige basis levensvatbaar te maken en te houden.[30] Daarnaast is rendement voor aandeelhouders op de lange termijn van belang voor vele actoren in de economie. Pensioenfondsen beleggen in aandelen van beursvennootschappen om rendement op hun vermogen te maken, zodat pensioenspaarders – zoals werknemers – later kunnen rekenen op een redelijk pensioen. Winst is

---

26. Brief van Larry Fink aan CEO's van bedrijven waarin BlackRock investeert van 23 januari 2017, blackrock.com.
27. BlackRock investeerde per 19 december 2019 voor minstens 3% van het geplaatste kapitaal van 16 van de 20 beurs-NV's in de AEX-index, zie bijlage 1.
28. *Statement on the Purpose of a Corporation* van de Business Roundtable, opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment. Zie voor kritiek op deze verklaring: L. Enriques, 'The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old', *Oxford Business Law Blog*, 12 september 2019, law.ox.ac.uk/business-law-blog; M.J. Roe, 'Why Are America's CEOs Talking About Stakeholder Capitalism Now?', *Oxford Business Law Blog*, 7 november 2019, law.ox.ac.uk/business-law-blog; J. Fried, 'The Roundtable's Stakeholderism Rhetoric is Empty, Thankfully', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 22 november 2019, corpgov.law.harvard.edu.
29. *Discussion paper* van McKinsey & Company, 'Measuring the economic impact of short-termism' van februari 2017, mckinsey.com. Zie hierover ook: paragraaf 4.5.3 van dit proefschrift.
30. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2. Zie ook Huizink 2020, par. 4: "Aan verlieslatende vennootschappen heeft niemand behoefte, integendeel vennootschappen moeten *profitable* zijn, anders houden ze het niet vol."

in die zin dus ook voor werknemers van belang. Personen die deelnemen aan een economie hebben zo verschillende posities ten opzichte van beursvennootschappen. Deze staan niet altijd los van elkaar. Dezelfde persoon kan belang hebben bij een beursvennootschap als werknemer, als consument, als belegger en als spaarder.[31] Samenvattend groeit het besef dat de constante druk op beursvennootschappen om te 'leveren' aan aandeelhouders en de financiële markten, niet dienstbaar is aan de belangen van alle stakeholders.[32] Dit besef is niet slechts waarneembaar in de rechtspraktijk, maar ook in de maatschappelijke, economische en politieke discussie, waar stemmen opgaan voor een model dat de negatieve gevolgen van kapitalisme, liberalisme, globalisering en kortetermijnwinstbejag tracht te beperken. De hierboven besproken open normen in ons vennootschapsrecht zijn een manier om reële of vermeende negatieve gevolgen van ons economisch systeem te beperken.

Een systeem dat zich richt op het belang van de vennootschap en daarbij rekening houdt met de belangen van alle relevante stakeholders is veelal complexer dan een systeem waarbij het bestuur zich slechts op aandeelhouderswaarde richt.[33] Dat geldt in het bijzonder waar het gaat om de besluitvorming door het bestuur bij strategische besluiten en andere kritische momenten. Het belang van de vennootschap valt vaak niet in absolute waarden te meten en er dient rekening gehouden te worden met de belangen van een veelheid van relevante betrokkenen. Dit terwijl in een aandeelhoudersgericht systeem in beginsel kan worden gekeken naar het belang van één soort betrokkene (de aandeelhouders) dat zich met name manifesteert als één (financieel) belang: aandeelhouderswaarde. Daaraan doet niet af dat binnen één soort betrokkene (zoals aandeelhouders) verschillende belangen kunnen en zullen bestaan.[34] In een systeem

31. Zie in dezelfde zin – maar dan specifiek over banken – het opiniestuk van voormalig minister van Financiën Wouter Bos, 'De bankencrisis: hebben we ervan geleerd?', *Het Financieele Dagblad*, 17 februari 2018. Zie ook: *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 5.
32. Interview met Jaap Winter in *Het Financieele Dagblad*, 30 december 2017.
33. Zie ook: De Jongh 2014, nr. 62.
34. In een systeem dat gericht is op het realiseren van aandeelhouderswaarde zal "het juiste besluit" gericht zijn op slechts één groep stakeholders en daarnaast in bepaalde gevallen ook meetbaar zijn. In een dergelijk systeem zal het bestuur van een beursvennootschap bij het nemen van een besluit tot het al dan niet meewerken aan en steunen van een voorgestelde overname vooral kijken naar de biedprijs per aandeel en of het realistisch is dat de beursvennootschap in de toekomst zelfstandig de beurskoers op die waarde zal kunnen krijgen. Een financieel adviseur zal dat, gebaseerd op verschillende scenario's en met de nodige assumpties, kunnen uitrekenen. Op basis daarvan kan het bestuur een vrij eenvoudige beslissing nemen. Wanneer de biedprijs per aandeel niet het doorslaggevende element van een overnamevoorstel is, maar slechts één van de relevante overwegingen, en de aandeelhouders niet de enige relevante stakeholdergroep, maar slechts één van de verschillende groepen stakeholders, dan zal de besluitvorming complexer worden en, gezien de niet-financiële elementen, ook minder meetbaar. Dit betekent ook dat veelal niet goed te toetsen is of het bestuur een juiste keuze heeft gemaakt, maar slechts of het bestuur op zorgvuldige wijze

dat gericht is op het vennootschappelijk belang, kan het bestuur daarentegen in redelijkheid tot een besluit komen dat niet strookt met de wil van de meerderheid van de aandeelhouders of zelfs niet dienstig is aan de financiële belangen van aandeelhouders.[35]

In de huidige Nederlandse opvattingen over goede corporate governance is het bepalen van de strategie van een NV en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid van het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen. Deze bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen lijkt de laatste jaren te zijn verstevigd. Het ligt mijns inziens voor de hand dat de belangenverbreding hiervan een oorzaak is. Uit de belangenverbreding vloeit immers de wens voort om de machtspositie van de AV te beperken, en die beperking wordt mede gerealiseerd door het verstevigen van de positie van het bestuur, onder andere door uitbreiding van de bestuursbevoegdheid tot het bepalen van de strategie.[36] De AV kan haar opvattingen over de strategie tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten.[37] Een vraag die gesteld kan worden is wanneer de uitoefening van die wettelijke en statutaire rechten inbreuk maakt op de bevoegdheid van het bestuur om de strategie van de vennootschap te bepalen en in hoeverre een dergelijke inbreuk toelaatbaar is. De andere zijde van diezelfde medaille is de vraag wanneer de uitoefening de bevoegdheid van het bestuur om de strategie van de vennootschap te bepalen inbreuk maakt op de wettelijke en statutaire rechten van de AV en in hoeverre die inbreuk toelaatbaar is. Bepaalde besluiten, zoals die omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap, zijn naar hun aard vrijwel altijd strategisch, maar moeten krachtens de wet toch voorgelegd worden aan de AV. Dit maakt dat overlap ontstaat tussen de rechten van aandeelhouders en de bestuursbevoegdheid tot het bepalen van de strategie. Dit leidt tot het volgende beeld:

---

tot een verdedigbare keuze is gekomen. De indruk kan zo ontstaan dat het stakeholdermodel meer vatbaar is voor misbruik door de vennootschapsleiding om haar eigen positie te beschermen (het fenomeen '*management entrenchment*').

35. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.34.
36. Zie over de uitdijende bestuursbevoegdheid onder de vlag van de strategie: paragraaf 5.1.3 van dit proefschrift.
37. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.14; HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3.

Een interessant voorbeeld van een onderwerp dat valt onder de bevoegdheid van de AV, maar dat als (potentieel) strategisch wordt gezien, is het ontslag van bestuurders en commissarissen. Besluiten hierover zijn voorbehouden aan de AV.[38] Volgens de Corporate Governance Code is het ontslag van bestuurders of commissarissen echter een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap (wat in beginsel weer voorbehouden is aan het bestuur) bij agendering waarvan het bestuur de responstijd van ten hoogste 180 dagen kan inroepen (wat een inperking van aandeelhoudersrechten oplevert).[39] Kortom, aan de ene kant zijn er strategische onderwerpen waarover aandeelhouders enige mate van zeggenschap hebben; aan de andere kant zijn er aandeelhoudersrechten die mogelijk worden beperkt door de bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen. De bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen volgt weliswaar uit de wet en de statuten, maar in de praktijk komt bij overlap of botsing van bevoegdheden een grote rol toe aan de werking van open normen. Die werking is niet op voorhand duidelijk en veelal afhankelijk van de omstandigheden van het geval en een weging van belangen.

38. Deze vrijheid kan onder andere worden beperkt door kwaliteitseisen of voordrachtsrechten. Bij structuurvennootschappen zijn besluiten over ontslag van bestuurders voorbehouden aan de raad van commissarissen.
39. *Best practice*-bepaling 4.1.6 van de Corporate Governance Code. In de *Cryo-Save*-beschikking rechtvaardigde de Ondernemingskamer de responstijd op basis van de redelijkheid en billijkheid, zie Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo-Save*), maar over dit onderwerp bestaat veel discussie. Zie paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift voor een uitgebreidere analyse van de responstijd.

De positie van aandeelhouders verschilt in die zin met de positie van andere stakeholders, dat andere stakeholders niet op eenzelfde manier als aandeelhouders invloed kunnen uitoefenen op de strategie van de vennootschap. Werknemers kunnen worden vertegenwoordigd door een ondernemingsraad met wettelijke bevoegdheden ten aanzien van bepaalde besluiten, klanten kunnen ervoor kiezen niet langer producten te kopen van een onderneming en crediteuren kunnen eventuele contractuele rechten uitoefenen, maar daarmee kunnen zij niet altijd reële en directe invloed uitoefenen op de besluitvorming door het bestuur. Hoewel met de belangen van alle stakeholders in beginsel in dezelfde mate rekening moet worden gehouden bij de besluitvorming van het bestuur, hebben aandeelhouders dus een veel sterkere machtspositie binnen de vennootschappelijke organisatie dan andere stakeholders. Dit doet de vraag ontstaan of het bestuur zich wel vrijelijk kan wagen aan een weging van stakeholderbelangen of dat zij daarvoor te veel blootstaat aan de dreiging van aandeelhouders(re)acties. Wordt die vraag negatief beantwoord, dan komt de vraag op of deze machtsongelijkheid moet worden geadresseerd, of dat die ongelijke machtsverhouding nu juist een wezenlijk onderdeel is van de wijze waarop ons vennootschapsrecht is vormgegeven. Wellicht leidt het verder sleutelen aan die machtsverhouding tot een verder afdrijven van de rolverdeling waarop ons vennootschapsrecht is gestoeld. Is een stakeholdermodel als governancestructuur wel mogelijk binnen de wettelijke kaders van ons traditionele vennootschapsmodel?

In deze inleiding heb ik kort gezegd de volgende waarnemingen gedaan.

1. Bij de beursvennootschap is een belangenverbreding waar te nemen die ertoe leidt dat het bestuur een ruime bevoegdheid heeft om zich te richten naar de belangen van de vennootschap en daarbij de kenbare en gerechtvaardigde belangen van de diverse stakeholders mee te wegen in zijn besluitvorming.
2. In Nederland heeft deze belangenverbreding er de laatste jaren toe geleid dat het aandeelhoudersbelang een minder vooraanstaande positie inneemt binnen de vennootschappelijke organisatie. De belangen van aandeelhouders zijn in beginsel gelijk aan die van andere stakeholders. Thans lijkt ook een internationale herbezinning waarneembaar die voortkomt uit de wens om de nadelige effecten van een governancemodel gericht op louter aandeelhouderswaarde te nuanceren.
3. Het belang en de invloed van aandeelhouders wordt in Nederland onder andere beperkt door het verstevigen van de bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen. In de praktijk is niet altijd duidelijk hoe deze bevoegdheid zich verhoudt tot wettelijke en statutaire rechten van de AV en individuele aandeelhouders die (direct of indirect) raken aan de strategie van de vennootschap.

Dit proefschrift bevat de bevindingen van een onderzoek naar de hierboven genoemde waarnemingen, de historische en theoretische totstandkoming van

de bevoegdheidsverdeling tussen enerzijds het bestuur en anderzijds de AV en aandeelhouders, en grensgebieden die in de praktijk tot conflicten leiden over de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders. Tevens geef ik mijn visie op hoe deze verhouding zich wenselijk zou kunnen ontwikkelen, mede in het licht van de huidige economische, sociale en maatschappelijke behoeften.

De onderwerpen die onderzocht worden in deze dissertatie zijn niet nieuw. Zij werden eerder onder andere door Maeijer behandeld in zijn oratie in 1964. Destijds merkte hij op dat het kan voorkomen dat er een tegenstelling ontstaat tussen het belang van de vennootschap en dat van de gezamenlijke aandeelhouders, en dat het juist daarom van belang is die belangensferen uitdrukkelijk van elkaar te onderscheiden.[40] Mijn onderzoek is erop gericht juist die belangensferen opnieuw in kaart te brengen en de verhoudingen tussen die belangensferen te duiden in het licht van de huidige maatschappelijke opvattingen over corporate governance zoals die zich hebben ontwikkeld in de periode na de financiële crisis.

Tot slot nog een blik vooruit. Het ligt voor de hand dat genoemde maatschappelijke opvattingen zich zullen ontwikkelen tegen de achtergrond van de nieuwe crisis die speelt ten tijde van het afronden van dit proefschrift: de mondiale gezondheidscrisis in verband met de COVID-19-pandemie. Deze gezondheidscrisis en de maatregelen daartegen vormen een grote rem op de wereldwijde economische activiteit en zullen naar verwachting leiden tot een mondiale recessie.[41] In de eerste fase van deze crisis worden vooral ondernemingen geraakt in sectoren die in hun activiteiten beperkt worden door (de maatregelen tegen) de gezondheidscrisis, zoals het toerisme, de luchtvaart en de horeca. In een volgende fase zullen ook ondernemingen in andere sectoren schade oplopen. Als gevolg van de verslechterende bedrijfsresultaten zullen ondernemingen veelal kostenbesparingen doorvoeren, bijvoorbeeld in de vorm van (gedwongen) ontslagen. Een toenemende werkloosheid zal leiden tot dalende bestedingen van huishoudens, dalende omzetten, en daarmee tot meer bezuinigingen, en een herhaling van het patroon. Ook financiële instellingen kunnen in de problemen komen als ondernemingen hun bankleningen niet (volledig) kunnen terugbetalen. Liquiditeitsproblemen bij grote ondernemingen en banken kunnen leiden tot een vertrouwenscrisis waardoor kapitaalverschaffing (zowel in de vorm van eigen vermogen als vreemd vermogen) wordt afgeremd. Naast de algemene steunmaatregelen van de staat voor ondernemingen zullen mogelijk ook specifieke grote ondernemingen en financiële instellingen gebruik moeten maken

40. Maeijer 1964, par. 2.
41. Het IMF voorspelde in juni 2020 dat de wereldeconomie in 2020 met 4,9% zou graan krimpen. Zie: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, juni 2020. De voorspellingen betreffen een grotere krimp dan bij de financiële crisis in 2008. Er zijn op het moment van schrijven nog veel onduidelijkheden over de ernst en de duur van deze nieuwe crisis.

van staatssteun, wat betekent dat uiteindelijk alle belastingbetalers worden geraakt.

De onderwerpen die in dit proefschrift centraal staan zijn in de huidige omstandigheden bij uitstek relevant. Beursgenoteerde ondernemingen hebben sinds de laatste financiële crisis een periode doorgemaakt waarin de rente laag bleef, waardoor zij jarenlang goedkope schulden hebben kunnen aantrekken. Hiermee hebben sommigen van hen onder meer dividenduitkeringen en omvangrijke aandeleninkoopprogramma's gefinancierd.[42] Een lange periode van stijgende aandelenkoersen was (mede door deze praktijk) het gevolg. Die stijgende aandelenkoersen leidden weer tot druk op veel beursvennootschappen om te grijpen naar (nog meer) middelen om mee te kunnen klimmen met de aandelenmarkt. Het IMF waarschuwde in oktober 2019 dat *debt-funded pay-outs* waren toegenomen en zouden kunnen leiden tot risico's.[43] De liquiditeit die door vennootschappen is uitgekeerd kunnen zij niet meer gebruiken als buffer in de nieuwe economische crisis. Bedrijven die grote uitkeringen hebben gedaan aan aandeelhouders zien nu dat hun activiteiten afgeremd worden, omzetten afnemen en verliezen oplopen. Dit betekent dat zij de kosten zullen moeten verlagen om te overleven, wat kan leiden tot het later of minder betalen van leveranciers en verhuurders, en tot het korten of ontslaan van werknemers. In sommige gevallen zullen ondernemingen steun vragen aan de overheid of aan hun schuldeisers. Die steunverleners zullen eisen dat toekomstige dividenduitkeringen en aandeleninkopen worden gestaakt,[44] maar dan nog rest de vraag of het redelijk is dat aandeelhouders jarenlang de lusten genoten van de economische vooruitgang en dat de lasten nu schijnbaar op andere stakeholders worden afgewend. Deze omstandigheden zullen de positie van aandeelhouders als uiteindelijke risicodragers verder ter discussie kunnen stellen.[45] Deze discussie zal relevanter worden indien de crisis de verschillen tussen arm en rijk verder doet toenemen.[46] Dit zal de – al voor deze crisis bestaande – wens kunnen versterken om de opzet van de huidige kapitaalvennootschap, en de wijze waarop die bijdraagt aan een eerlijker verdeling van de welvaart, te heroverwegen.

---

42. In 2018 hebben beursvennootschappen in de S&P 500 index bij elkaar $806 miljard aan aandelen ingekocht, ongeveer $200 miljard meer dan het voorgaande record in 2007. Zie: W. Lazonick, M.E. Sakinç & M. Hopkins, 'Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy', *Harvard Business Review*, 7 januari 2020.
43. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, oktober 2019, p. 28.
44. De voorwaarden voor de versoepeling van staatssteunregels worden op het moment van schrijven besproken in de Europese Commissie.
45. Zie ook: De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2020/XIII, par. 1.
46. De internationale organisatie Oxfam waarschuwde in een rapport dat zonder radicale maatregelen de COVID-19-crisis wereldwijd een half miljard mensen in armoede zou kunnen storten. Zie het Oxfam-rapport '*Dignity not destitution*' van 9 april 2020, te raadplegen via oxfam.org.

De COVID-19-uitbraak heeft ervoor gezorgd dat aandelenkoersen in bepaalde sectoren sterk zijn gedaald, onder andere omdat beleggers anticiperen op een verminderde winstgevendheid, wat kan resulteren in geen of lagere toekomstige dividenduitkeringen.[47] Veel institutionele investeerders zullen lastiger rendement kunnen maken op hun beleggingen door koersdalingen en lagere dividendinkomsten. Dit kan weer invloed hebben op de mate waarin pensioenfondsen en verzekeraars aan toekomstige verplichtingen kunnen voldoen. Daarnaast leiden de gedaalde aandelenkoersen ertoe dat beursvennootschappen kwetsbaar worden voor mogelijke (vijandige) overnames.[48] Ook ongewenste inmenging door activistische aandeelhouders kan in deze omstandigheden een bedreiging vormen voor beursvennootschappen. Zij kunnen eisen dat bepaalde bedrijfsonderdelen worden afgesplitst om zo meer liquiditeit vrij te maken. Dit kan leiden tot nieuwe beschermingswallen, bijvoorbeeld doordat nationale staten aandelenbelangen acquireren in beursvennootschappen.[49] In Nederland is door enkele politieke partijen al een oproep gedaan om Nederlandse ondernemingen beter te beschermen tegen potentiële overnames van buiten de Europese Unie door het invoeren van een investeringstoets.[50] Het gaat dan om ondernemingen in 'strategische sectoren', wat een uitbreiding lijkt van bestaande plannen voor bescherming van ondernemingen in 'vitale sectoren'. In de Verenigde Staten bereiden beursvennootschappen tegen de achtergrond van de COVID-19-pandemie nieuwe *poison pills* voor, die kunnen dienen als beschermingsconstructie tegen een vijandige dreiging (ook wel, enigszins misleidend, aangeduid als "*anti-coronavirus pills*").[51] Daarnaast zou het niet ondenkbaar zijn dat deze

47. Onder meer verschillende banken hebben al aangegeven voorlopig geen dividend uit te keren, nadat de Europese Centrale Bank (ECB) een aanbeveling publiceerde die gericht was aan banken om tot in ieder geval 1 oktober 2020 geen dividend uit te keren. Zie de Aanbeveling van de ECB van 27 maart 2020 betreffende dividenduitkeringen tijdens de COVID-19-pandemie en tot intrekking van Aanbeveling ECB/2020/1 (ECB/2020/19). Volgens de overwegingen in de aanbeveling vindt de ECB het van cruciaal belang dat kredietinstellingen hun rol kunnen blijven vervullen om huishoudens, kleine en middelgrote ondernemingen en vennootschappen te financieren tijdens de aan de COVID-19-gerelateerde economische schok. Zie meer in het algemeen over de dividendproblematiek en de COVID-19-crisis ook: B. Bier, 'Dividend in coronatijd?', *Ondernemingsrecht* 2020/XXIV.
48. Zie hierover ook: C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2020/XXV, par. 4.
49. Zie hierover bijvoorbeeld: 'Vestager urges stakebuilding to block Chinese takeovers', *Financial Times*, 12 april 2020.
50. 'Tweede Kamer wil meer bescherming tegen ongewenste overnames van bedrijven', *Het Financieele Dagblad*, 18 april 2020.
51. *The Economist* meldt, op basis van informatie verstrekt door Activist Insight, dat alleen al in maart 2020 in totaal 17 nieuwe *poison pill*-beschermingsmaatregelen werden voorbereid bij Amerikaanse beursvennootschappen. In heel 2019 waren dat er in totaal 16. Zie: 'Activist investors have gone quiet during the pandemic', *The Economist*, 18 april 2020. Zie in dezelfde zin, met meer detail: 'The Rise of the Aggressive Poison Pill', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 24 april 2020, corpgov.law.harvard.edu. Stemadviseur ISS heeft gezien deze ontwikkeling al aangegeven dat het

nieuwe economische crisis boekhoudschandalen of andere onregelmatigheden aan het licht brengt. Als het goed gaat met de economie, dan kunnen (zo blijkt uit het verleden) ondernemingen zich soms gedwongen voelen om creatief om te gaan met verplichtingen, om zo tegemoet te komen aan de druk van de markt om positieve cijfers te laten zien.[52] Veelal komen onregelmatigheden aan het licht wanneer de economie plotseling afremt.[53] Dan kunnen de onregelmatigheden niet langer worden toegedekt met toekomstige resultaten, nemen dividenduitkeringen af en gaan aandeelhouders weer kritischer kijken naar het bestuur.

De crisis zal ongetwijfeld leiden tot een groei aan technologische vaardigheden en mogelijkheden, ook in het ondernemingsrecht.[54] De globalisering, die al enigszins op de terugweg was, kan tegen groeiende regionale beperkingen aanlopen, wat weer gevolgen kan hebben voor de organisatie en activiteiten van de internationale beursvennootschap. Leveranciers zullen weer meer lokaal worden gezocht in plaats van over de grens. Internationale strategische investeringen zullen verder afnemen naarmate maatregelen (zoals reisbeperkingen) langer voortduren. Indien de lidstaten van de Europese Unie structurele en radicale veranderingen willen doorvoeren om de economische gevolgen van de COVID-19-crisis te bestrijden, dan vereist dat mogelijk een verdergaande juridische integratie van de Europese Unie. Wanneer het ontbreekt aan een structurele en radicale Europese oplossing, dan kan dat leiden tot een groeiende wens tot ontvlechting van Europese integratie. Internationale samenwerking zal noodzakelijk blijken, niet alleen bij de bestrijding van de COVID-19-crisis. In een geglobaliseerde wereld zullen toekomstige uitdagingen, zoals de klimaatcrisis, steeds vaker een mondiaal karakter hebben en een internationale aanpak vereisen. Uiteindelijk, is mijn inschatting, zal dat ook leiden tot verdere internationale integratie en minder ruimte voor lokale afwijkingen, ook in het ondernemingsrecht.

De hiervoor beschreven (mogelijke) ontwikkelingen zullen in de toekomst invloed kunnen hebben op de verhoudingen tussen de actoren binnen de organisatie van de beursvennootschap. Deze ontwikkelingen kunnen leiden tot Europese en nationale regelgeving die de positie van aandeelhouders en die

---

voor poison pills van minder dan een jaar, van geval tot geval zal bekijken of zij deze aanvaardbaar acht, zie 'ISS Policy Guidance for Impacts of the COVID-19 Pandemic', 8 april 2020, te raadplegen via issgovernace.com.

52. Zie bijvoorbeeld ook paragraaf 7.4.2 over het aanpassen van ondernemingsbeleid zodat de financiële verslaggeving in lijn wordt gebracht met marktverwachtingen.
53. 'The economic crisis will expose a decade's worth of corporate fraud', *The Economist*, 18 april 2020.
54. Zo is er op dit moment een tijdelijke wet van het ministerie van Justitie en Veiligheid van kracht in verband met de COVID-19-crisis (Tijdelijke wet COVID-19 Justitie en Veiligheid) waarmee geregeld wordt dat het bestuur kan bepalen dat een AV wordt gehouden die uitsluitend toegankelijk is langs elektronische weg. Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35 434 (*Stb*. 2020, 124).

van bestuurders binnen beursvennootschappen beïnvloedt. Dit proefschrift beoogt een bijdrage te leveren aan de inzichten die in die veranderende omstandigheden van belang zijn.

1.2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen

Mijn onderzoek richt zich op de wijze waarop de bevoegdheden van bestuurders, in het bijzonder de bevoegdheid om de strategie te bepalen, zich verhouden tot wettelijke bevoegdheden van de AV en individuele aandeelhouders van de beursvennootschap en hoe conflicten tussen deze bevoegdheden naar geldend en wenselijk recht dienen te worden opgelost. In de loop van dit proefschrift beoog ik in het bijzonder antwoorden te vinden op de hieronder beschreven onderzoeksvragen.

1. Hoe wordt de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV binnen de structuur van de beursvennootschap gekenmerkt en welke historische ontwikkelingen liggen daaraan ten grondslag?
2. Hoe hebben open normen zich in Nederland ontwikkeld, mede onder invloed van corporate governance-regels, en welke invloed hebben zij op de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV?
3. Wat is de uitwerking van de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV ten aanzien van strategische onderwerpen in de praktijk, in het bijzonder bij vijandige biedingen en bescherming van beursvennootschappen, activistische aandeelhouders en het convocatie- en agenderingsrecht, en aandeelhoudersgoedkeuring ingevolge artikel 2:107a BW?
4. Hoe verhoudt het Nederlandse stakeholdermodel zich tot het wettelijke vennootschapsmodel en zijn deze modellen voldoende op elkaar aangesloten, met name waar deze zien op de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van strategiebepaling?
5. Wat zijn mogelijke en wenselijke toekomstige ontwikkelingen in de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV van de beursvennootschap?

In de loop van deze studie worden deze onderzoeksvragen beantwoord. De antwoorden hierop vat ik kort samen in paragraaf 8.8 van dit proefschrift, waarbij ik ook verwijs naar de relevante onderdelen van dit proefschrift waarin meer gedetailleerde analyses van de vraagstukken te vinden zijn. Beantwoording van deze onderzoeksvragen leidt uiteindelijk tot een analyse van de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en AV, in het bijzonder waar het strategische onderwerpen betreft. Deze analyse moet licht werpen op de mijns inziens paradoxale werkelijkheid dat het bestuur, en dus niet de AV, in beginsel bevoegd is de strategie van de vennootschap te bepalen, maar dat die AV vergaande wettelijke bevoegdheden heeft waarmee zij die strategie wel degelijk, en onder omstandigheden beslissend, kan beïnvloeden. Die werkelijkheid is, of lijkt, vaak paradoxaal, omdat het bestuur in

een positie wordt geplaatst waarin het de verantwoordelijkheid draagt voor de strategie, terwijl het die niet zelfstandig (zonder medewerking van de AV) kan uitvoeren en het zelfs voor zijn aanblijven afhankelijk is van de aandeelhouders. In de corporate governance-regels en daarop voortbouwende rechtspraak is te zien dat het bestuur tegen aandeelhouders in bescherming wordt genomen om passende oplossingen te vinden voor conflicten binnen de genoemde paradoxale werkelijkheid. Dat is ook begrijpelijk, want zonder die bescherming kan het bestuur geen invulling geven aan zijn normatief richtsnoer. Het disciplinerende vermogen van de aandeelhoudersbevoegdheden als onderdeel van de *checks and balances* in de NV kan daarmee echter deels worden teniet-gedaan. Dat kan een aanvaardbaar bijgevolg zijn, indien het de voorkeur heeft te waarborgen dat het bestuur naar eigen inzicht de strategie kan bepalen, maar de vraag is in hoeverre het Nederlandse stakeholdermodel dan (nog) strookt met het wettelijk vennootschapsmodel. Voor zover dat niet (langer) het geval is, kan het in mijn visie wenselijk zijn dat de governanceregels of de wettelijke regelingen aanpassingen ondergaan. Deze en aanverwante problematiek wordt in het vervolg van dit proefschrift uitgewerkt en beantwoord. Daarbij wordt de kern van mijn onderzoek gevormd door de analyse van de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV (hoofdstuk 5) en de uitwerking hiervan in de praktijk (hoofdstuk 6). Deze analyse en uitwerking onderzoeken in hoeverre het stakeholdermodel in Nederland daadwerkelijk tot zijn recht komt in het licht van de wettelijke bevoegdheidsverdeling. Tot slot ga ik in hoofdstuk 7 in op toekomstvisies die tot nieuwe mogelijkheden kunnen leiden om de wettelijke bevoegdheidsverdeling meer in overeenstemming te brengen met het in Nederland beoogde stakeholdermodel.

1.3 Onderzoeksmethoden en afbakening van het onderzoek

1.3.1 Onderzoeksmethoden

Dit boek bevat de weerslag van een juridisch onderzoek met het doel als beschreven in paragraaf 1.2, waaronder beantwoording van de onderzoeksvragen die daar zijn geformuleerd. Om dit doel te bereiken maak ik gebruik van de volgende methoden van juridisch onderzoek:

(a) rechtshistorisch onderzoek naar totstandkoming van de relevante wetten en governanceregels en de ontwikkelingen die daarop invloed hebben gehad;
(b) onderzoek van primaire bronnen: wet- en regelgeving en jurisprudentie;
(c) onderzoek van secundaire bronnen: juridische vakliteratuur; en
(d) externe rechtsvergelijking: een vergelijking van het Nederlands recht met het recht van de Verenigde Staten, met name het recht van de staat Delaware.

Ik behandel de externe rechtsvergelijking niet in afzonderlijke onderdelen van dit proefschrift, maar pas deze, waar relevant, als onderdeel van een integrale benadering steeds toe op de desbetreffende deelonderwerpen. Dit heeft als voordeel dat elk deelonderwerp telkens integraal behandeld kan worden. De bedoeling is om op bepaalde deelonderwerpen meer inzicht te geven in ontwikkelingen en regelingen in Delaware, zodat deze waar relevant meer licht kunnen werpen op wereldwijde ontwikkelingen en perspectieven die kunnen leven bij Amerikaanse beleggers. Het gaat hier om aanvullende inzichten; de kern van mijn verhaal is het Nederlandsrechtelijke onderzoek.

Mijn dissertatie gaat met name in op bevoegdheden van het bestuur en de AV. Wanneer conflicten tussen dergelijke bevoegdheden worden voorgelegd aan de overheidsrechter, vindt veelal slechts een terughoudende of 'marginale' rechterlijke toetsing plaats.[55] Dit houdt in dat beleidsvrijheid van het bestuur het uitgangspunt is en dat zakelijke beleidsbeslissingen door de Ondernemingskamer terughoudend worden getoetst.[56] Het gevolg is dat, zolang sprake is van een zorgvuldig besluitvormingsproces, de rechter veelal niet toekomt aan een uitgebreide toetsing van de inhoudelijke juistheid van een bestuursbesluit.[57] Daardoor blijkt uit een rechterlijke uitspraak vaak niet of een besluit of handeling inhoudelijk (het meest) juist is, maar of zij zorgvuldig (genoeg) tot stand gekomen is.[58] Dat is een goede benadering voor een rechtsgebied als het ondernemingsrecht, waar bestuurders niet achteraf moeten kunnen worden aangesproken op besluiten die zij op zorgvuldige wijze en met de kennis van toen

55. Maeijer 1964, par. 8. Zie ook: Van Schilfgaarde 2016, nr. 41 en Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a. Zie bijvoorbeeld ook de Hoge Raad in HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2013/301, m.nt. E.E.U. Vroom (*VEB/KLM*), r.o. 3.4.3: "Dit laat echter onverlet dat de rechter terughoudendheid past bij de beoordeling of een orgaan van een rechtspersoon bij het nemen van een besluit alle in aanmerking komende belangen naar redelijkheid en billijkheid heeft afgewogen en daarbij de nodige zorgvuldigheid in acht heeft genomen." De inhoudelijke toetsing van besluitvorming en ondernemingsbeleid door de Ondernemingskamer kan gekwalificeerd worden als een objectieve redelijkheidstoets, een vorm van marginale toetsing. Zie hierover: B.F. Assink & M.J. Kroeze, 'Rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid in het enquêterecht', in: K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Willems' wegen. Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 102), Deventer: Kluwer 2010, p. 11-32, die een Nederlandse variant van de *business judgement rule* bepleiten, waarvoor bij bestuurlijk gedrag niet wordt getoetst of sprake is van onredelijkheid, maar van irrationaliteit. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2, par. 32 is kritisch over het begrip 'marginale toetsing'. Een conceptuele beschouwing van het begrip marginale toetsing is te vinden in B.F. Assink, 'Baanbrekend', *WPNR* 2019/7230. Zie over verschillende vormen van rechterlijke toetsing van gedragsnormen: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §51, en uitgebreid over rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag in Nederland en Delaware: Assink 2007.
56. De Bie Leuveling Tjeenk, *Ondernemingsrecht* 2018/72, par. 4.
57. *Kamerstukken II* 2010/2011, 32 887, nr. 3 (MvT), p. 20 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.19.
58. Dit is enigszins vergelijkbaar met de Amerikaanse *business judgement rule*, zie Palladino & Karlsson 2018.

hebben genomen.[59] Ook een zorgvuldig genomen besluit kan echter gevolgen hebben welke niet in het belang zijn van de vennootschap en vaak vallen de intenties van bestuurders niet te toetsen. In die zin is het beeld dat in een jurisprudentieonderzoek ontstaat soms niet volledig, omdat – tenzij een besluit evident onzorgvuldig tot stand is gekomen – veelal geen uitspraak wordt gedaan over de inhoudelijke juistheid van een bestuursbesluit.[60]

Ik heb gemeend dat het nuttig zou zijn om gebruik te maken van externe rechtsvergelijking, omdat dit proefschrift mede ingaat op de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Deze aandeelhouders zijn veelal niet Nederlands.[61] Tussen 1995 en 2009 steeg het belang van buitenlandse beleggers in AEX-vennootschappen van 37% naar ongeveer 72%.[62] De minister van Veiligheid en Justitie schreef eind 2016 dat het aandeel buitenlandse beleggers in Nederlandse beursvennootschappen volgens de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en VNO-NCW inmiddels was opgelopen tot ongeveer 90%.[63] Dat is interessant, omdat het mogelijk is dat

59. Zie uitgebreid over de ratio van beperkte rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: Assink 2007, nr. 3.
60. De Ondernemingskamer heeft zich in het verleden in bepaalde gevallen, met name nadat een onderzoek had plaatsgevonden, wel degelijk inhoudelijk uitgelaten over bestuurlijke besluitvorming. Zie voor een voorbeeld: HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*). In de eerste fase van een enquêteprocedure gaat de Ondernemingskamer niet over tot een inhoudelijke beoordeling maar toetst zij slechts of een zorgvuldig besluitvormingsproces heeft plaatsgevonden, zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.19: "Uit deze weergave volgt dat het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel intensief en met een aanzienlijke frequentie hebben beraadslaagd over de voorstellen van PPG en dat het bestuur en de raad van commissarissen zich daarbij hebben voorzien van de inbreng van gerenommeerde externe financiële en juridische adviseurs. De in de besluitvorming aan de orde gekomen onderwerpen, door AkzoNobel uiteindelijk, bij de afwijzing van het derde voorstel van PPG, gegroepeerd onder de noemers *Value, Timing, Certainty* en *Stakeholder considerations* (zie 2.56), wijzen erop dat AkzoNobel de voorstellen van PPG serieus en inhoudelijk heeft geanalyseerd. Deze gang van zaken biedt daarom geen aanknopingspunt voor een oordeel dat AkzoNobel de voorstellen van PPG niet serieus zou hebben overwogen, dan wel geen oog zou hebben gehad voor de belangen van de aandeelhouders of andere *stakeholders*. Hierbij zij opgemerkt dat (de juistheid van) de door het bestuur en de raad van commissarissen gemaakte afwegingen als zodanig niet ter beoordeling staan van de Ondernemingskamer." [onderstreping SBGN]
61. In 2009 lag het buitenlandse aandeelhouderschap van Nederlandse AEX-vennootschappen op 72%, volgens Eumedion, 'Evaluatie van het AVA-seizoen 2010', eumedion.nl. Overigens is mij niet geheel duidelijk of met het 'aandeelhouderschap' bedoeld wordt dat buitenlandse beleggers gemiddeld in iedere beursvennootschap 72% van de aandelen houden of dat zij 72% houden van alle aandelen van AEX-vennootschappen.
62. Eumedion, 'Evaluatie van het AVA-seizoen 2010', eumedion.nl, p. 16 en Abma & Tali 2013, par. 3.2.
63. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 9. Dit is overgenomen in *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 7. Uit de brief van de VEUO en VNO-NCW lijkt te volgen dat dit percentage enkel ziet op de vennootschappen uit de AEX-index, maar het blijft

een aandeelhouder van een beursvennootschap zijn opvattingen over corporate governance mede laat kleuren door het normenkader dat hij kent uit zijn land van herkomst. In die zin zouden buitenlandse visies op verantwoord aandeelhouderschap en goed bestuur, in ieder geval in de praktijk, ook invloed kunnen hebben op de Nederlandse verhoudingen. Voor het rechtsvergelijkend onderzoek heb ik daarom de jurisdictie betrokken waaruit de meeste buitenlandse aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen afkomstig zijn: de Verenigde Staten. Om vast te stellen dat inderdaad de meeste buitenlandse aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen afkomstig zijn uit de Verenigde Staten, heb ik mij gebaseerd op verschillende onderzoeken.

Ten eerste heb ik mij gebaseerd op cijfers van het IMF die zijn verzameld in het kader van het *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS). Dit programma is gericht op het verzamelen van gegevens over *portfolio investments*, onder andere in de vorm van *equity and investment fund shares*. Dit omvat onder meer beleggingen in (gewone, preferente en certificaten van) aandelen.[64] Het gaat hier niet alleen om aandelen in beursvennootschappen, maar deze categorie is wel beperkt tot investeringen voor beleggingsdoeleinden (ook wel: portefeuillebeleggingen) en niet om zeggenschap over een onderneming te verkrijgen. De omvang van de aandelenbelangen van aandeelhouders in beursvennootschappen is meestal beperkt en deze investeringen kwalificeren daarom veelal als portefeuillebeleggingen. Volgens het CPIS waren portefeuillebeleggingen in aandelen in Nederlandse vennootschappen in december 2018 afkomstig uit de volgende landen (anders dan Nederland):

niettemin een hoog percentage. Zie: brief van VEUO en VNO-NCW aan de minister van Veiligheid en Justitie van 23 november 2016, veuo.nl. Dit lijkt ook te volgen uit het consultatiedocument '*Dutch Stewardship Code*' van Eumedion, waar gesteld wordt dat: "*Almost 90% of the shares of the largest Dutch listed companies are held by non-Dutch investors*" [onderstreping SBGN], eumedion.nl.

64. Portefeuillebeleggingen (*portfolio investments securities*) zijn beleggingen in aandelen of andere waardepapieren waarbij geen zeggenschap wordt verkregen en staan tegenover directe investeringen (*direct investments*), die zien op het verkrijgen van zeggenschap in een onderneming. Naast belangen in portefeuillebeleggingen, die specifiek zien op aandelen en fondsen, rapporteert het IMF apart ook over beleggingen in schuldinstrumenten. Zie ook de '*Coordinated portfolio investment survey guide*' van het IMF, te vinden via data.imf.org. De data van het CPIS wordt gecombineerd met data van twee andere onderzoeken en met de geografische gegevens van die onderzoeken kunnen schattingen worden gemaakt van portefeuillebeleggingen per economie.

	Land	Buitenlandse portefeuillebeleggingen x € 1.000.000	Percentage van de totale buitenlandse portefeuillebeleggingen
1	**Verenigde Staten**	331.771	36,08%
2	**Luxemburg**	88.833	9,66%
3	**Ierland**	78.469	8,53%
4	**Verenigd Koninkrijk**	62.882	6,84%
5	**Kaaiman Eilanden**	40.875	4,44%
6	**Japan**	38.641	4,20%
7	**Frankrijk**	33.772	3,67%
8	**China**	25.314	2,75%
9	**Duitsland**	24.501	2,66%
10	**Zwitserland**	20.160	2,19%

Het aantal buitenlandse beleggingen in Nederlandse aandelen bedroeg volgens het CPIS in december 2018 in totaal € 919.590 miljoen. De Verenigde Staten leverden hieraan verreweg de grootste bijdrage (36,08%).

Ten tweede heb ik gekeken naar de bij de AFM geregistreerde substantiële deelnemingen en bruto shortposities in het kapitaal van beursvennootschappen.[65] Houders van belangen van 3% of meer in beursvennootschappen moeten hun belang melden bij de AFM en dienen steeds als zij een volgende drempelwaarde overschrijden (of daar doorheen zakken) opnieuw een melding te doen.[66] In bijlage 1 heb ik een overzicht opgenomen van de 20 grootste beursvennootschappen per 19 december 2019. Dit zijn alle NV's opgenomen in de AEX-index, behalve Galapagos NV, nu dit een NV naar Belgisch recht betreft.[67] In dat overzicht staan voor die 20 NV's ook de houders van belangen van meer dan 3% opgenomen met per aandeelhouder het land van herkomst. Dit biedt inzicht in wie de houders van substantiële deelnemingen in beursvennootschappen uit de AEX-index zijn en waar zij vandaan komen. Zie hieronder een overzicht (per 19 december 2019) met de landen waaruit de investeerders afkomstig zijn die de meeste meldingen hebben gedaan en het gemiddelde belang dat gehouden wordt door investeerders uit die landen.

65. Dit register is te raadplegen via het meldingenregister substantiële deelnemingen op de website van de AFM, afm.nl.
66. Zie artikel 5:38 lid 1 jo. lid 4 Wft. Ook belangen in rechtspersonen opgericht naar het recht van een land dat geen lidstaat van de Europese Unie is, maar waarvan de (certificaten van) aandelen wel zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland moeten gemeld worden, maar gezien de kaders van mijn onderzoek heb ik deze vennootschappen buiten beschouwing gelaten. De drempelwaarden zijn 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%.
67. Het overzicht bevat dus niet de vennootschappen die zijn opgenomen in de AEX-index, maar die geen NV zijn.

	Land	Aantal investeerders met substantiële deelnemingen in AEX NV's per land van herkomst	Gemiddelde belang in AEX NV's per land van herkomst op basis van substantiële deelnemingen	
			Kapitaalbelang	Stemrecht
1	**Verenigde Staten**	51	3,76%	5,02%
2	**Nederland**	19	17,52%	16,47%
3	**Verenigd Koninkrijk**	9	2,54%	3,95%
4	**Frankrijk**	4	3,14%	2,90%

Hieruit blijkt dat verreweg de meeste houders van substantiële belangen in NV's die deel uitmaken van de AEX-index uit de Verenigde Staten afkomstig zijn. Gemiddeld houden Nederlandse houders van substantiële deelnemingen nog wel het grootste belang in deze NV's. Nederlandse houders van substantiële deelnemingen houden dus relatief grote belangen ten opzichte van buitenlandse houders van substantiële deelnemingen.

Ten derde zijn er ook beursvennootschappen die zelf gegevens over de geografische spreiding van hun aandeelhouders openbaar maken. Deze gegevens zijn veelal gebaseerd op onafhankelijke aandeelhoudersonderzoeken uitgevoerd door externe onderzoeksbureaus in opdracht van de desbetreffende beursvennootschap. Nazoekingen van websites en jaarverslagen van beursvennootschappen leverden de volgende gegevens op van 10 beursvennootschappen die zijn opgenomen in de AEX-index.[68] Het aandelenkapitaal van Koninklijke Ahold Delhaize N.V. wordt voor 29,2% gehouden door aandeelhouders uit de Verenigde Staten, voor 12,8% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en Ierland en voor 5,4% door aandeelhouders uit Nederland.[69] Het aandelenkapitaal van Akzo Nobel N.V. wordt voor 49% gehouden door aandeelhouders uit Noord Amerika, voor 20% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en voor 22% door aandeelhouders uit de rest van Europa.[70] Het aandelenkapitaal van Koninklijke DSM N.V. wordt voor 39% gehouden door aandeelhouders uit Noord Amerika, voor 17% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en voor 12% door aandeelhouders uit Nederland.[71] Het aandelenkapitaal van Heineken N.V. wordt voor 31,1% gehouden door aandeelhouders uit Noord en Zuid Amerika, voor 21,3% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en Ierland en voor 2% door aandeelhouders uit Nederland.[72] Het aandelenkapitaal van ING Groep N.V. wordt voor 38% gehouden door aandeelhouders uit de Verenigde Staten, voor 20% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk

68. Niet elke beursvennootschap beschikt over deze gegevens of maakt ze openbaar.
69. Per februari 2020. Zie: jaarverslag 2019 van Koninklijke Ahold Delhaize N.V., p. 65. Van 26,4% van de aandeelhouders is de geografische herkomst 'undisclosed'.
70. In 2019. Zie: jaarverslag 2019 van Akzo Nobel N.V., p. 67.
71. In 2019. Zie: jaarverslag 2019 van Koninklijke DSM N.V., p. 147.
72. Per december 2019 en exclusief de belangen van Heineken Holding N.V. en FEMSA. Zie: jaarverslag 2019 van Heineken N.V., p. 167.

en voor 3% door aandeelhouders uit Nederland.[73] Het kapitaal in Koninklijke KPN N.V. wordt voor 25-30% gehouden door aandeelhouders uit de Verenigde Staten, voor 15-20% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en Mexico en voor 5-10% door aandeelhouders uit Nederland.[74] Aandelen van NN Group N.V. worden voor 36% gehouden door aandeelhouders uit de Verenigde Staten, voor 19% door aandeelhouders uit Azië, voor 15% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en voor 5% door aandeelhouders uit Nederland.[75] Aandelen van Randstad Holding N.V. worden voor 30% gehouden door aandeelhouders uit Noord Amerika, voor 29% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk en voor 9% door aandeelhouders uit Nederland.[76] Het kapitaal van Koninklijke Vopak N.V. wordt voor 49% gehouden door aandeelhouders uit Nederland, voor 18% door aandeelhouders uit de Verenigde Staten en Canada en voor 8% door aandeelhouders uit het Verenigd Koninkrijk.[77] In het totale kapitaal van Wolters Kluwer N.V. houden institutionele investeerders samen 85% van de aandelen, waarbij 37% van die investeerders afkomstig is uit de Verenigde Staten, 29% uit het Verenigd Koninkrijk en 3% uit Nederland.[78]

Het nadeel van deze dataset is dat er steeds verschillende meeteenheden en categorieën worden gebruikt, wat het ook lastig maakt om deze gegevens in een overzichtelijke grafiek of tabel te gieten. Niettemin bevestigen de cijfers in algemene zin wel het beeld van de eerste twee onderzoeken. Uit de hierboven beschreven drie onderzoeken meen ik dan ook met een grote mate van zekerheid vast te kunnen stellen dat de meeste aandelen in Nederlandse beursvennootschappen gehouden worden door (rechts)personen die gevestigd zijn in de Verenigde Staten.[79] Deze conclusie strookt met constateringen in de literatuur.[80]

In aanvulling op de cijfermatige onderbouwing, zijn de Verenigde Staten ook om een andere reden interessant om in mijn rechtsvergelijkend onderzoek te betrekken. Dit staat immers bekend als een land waar de ondernemingsleiding vooral gericht is op het realiseren van waarde voor de vennootschap ten behoeve

73. Per eind 2019. Zie: jaarverslag 2019 van ING Groep N.V., p. 84.
74. Per 31 december 2019. Zie: website Koninklijke KPN N.V., ir.kpn.com.
75. Per 31 januari 2019. Zie: jaarverslag 2019 van NN Group N.V., p. 36.
76. Jaarverslag 2019 van Randstad Holding N.V., p. 49.
77. Jaarverslag 2019 van Koninklijke Vopak N.V., p. 119.
78. Per 30 november 2019. Zie: jaarverslag 2019 van Wolters Kluwer N.V., p. 201.
79. Ik merk op dat ik voor het tweede en derde onderzoek niet gekeken heb naar alle beursvennootschappen, maar slechts naar beursvennootschappen in de AEX-index. Ik meen dat deze methode (hoewel niet volledig) een goed beeld geeft van de aandeelhoudersbasis van beursvennootschappen, omdat de AEX-index de belangrijkste Nederlandse index is waarin de grootste beursvennootschappen zijn opgenomen.
80. Zie bijvoorbeeld Abma & Tali 2013, par. 3.2 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/558.

van aandeelhouders,[81] terwijl dat in Nederland in beginsel niet het geval is. Dan moet nog wel worden vastgesteld naar welk recht specifiek gekeken moet worden. Het ondernemingsrecht in de Verenigde Staten wordt namelijk met name bepaald door vier rechtsbronnen: de wetten van de staat, de rechtspraak van de staat, federale wetten (zoals het effectenrecht) en private regulering.[82] De staatswetten zien met name op de oprichting, organisatie en corporate governance van vennootschappen.[83] Staatsrechtspraak ziet veelal op de taken en verantwoordelijkheden van bestuurders en de uitoefening aandeelhoudersrechten. Federale wetten bieden regels die gelden voor vennootschappen in alle staten, zoals het belangrijkste effectenrecht.[84] Onder relevante private regulering vallen beursreglementen.[85]

Uit het voorgaande volgt dat machtsverhoudingen tussen bestuurders en aandeelhouders in de Verenigde Staten in grote mate bepaald wordt door het recht van de staat en in mindere mate door het federale recht.[86] Mijn onderzoek zal zich specifiek toespitsen op het recht van de staat Delaware.[87] Dit is de jurisdictie in de Verenigde Staten die het meest van belang is voor het ondernemingsrecht.[88] Het is ook de staat waar relatief gezien de meeste Amerikaanse beursvennootschappen zijn gevestigd. Meer dan de helft van alle Amerikaanse beursvennootschappen en 67% van de vennootschappen in de Fortune 500 (de grootste ondernemingen van de Verenigde Staten gemeten naar omzet) zijn gevestigd in Delaware.[89] Van alle ondernemingen die in 2017 in de Verenigde Staten naar de beurs gingen, koos 80% de staat Delaware als staat van vestiging.[90] Deze staat is in verschillende opzichten vergelijkbaar met Nederland,

81. In Delaware geldt in beginsel dat bestuurders de waarde van de vennootschap moeten bevorderen in het belang van de aandeelhouders, zie paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift. Ook in Angelsaksische juridische kringen bestaat echter discussie over wat te gelden heeft als normatief richtsnoer voor bestuurders van kapitaalvennootschappen, zie Assink, *WPNR* 2016/7111.
82. Eisenberg & Cox 2014, p. 192.
83. Eisenberg & Cox 2014, p. 192; Van Ginneken 2010, par. 3.2.1.
84. Van Ginneken 2010, par. 3.2.2.
85. Eisenberg & Cox 2014, p. 192-193.
86. Zie ook: Stout 2012, p. 27.
87. De voornaamste rechtsbronnen hiervoor zijn de DGCL, zoals opgenomen in hoofdstuk 1 van titel 8 van de Delaware Code, en rechtspraak van de Delaware Court of Chancery en Delaware Supreme Court.
88. Stout 2012, p. 27: "…the jurisdiction that really counts today on questions of corporate law is Delaware."
89. Jaarverslag 2017 van de *Division of Corporations* van Delaware, te raadplegen via https://corp.delaware.gov/stats/2017-annual-report/.
90. Jaarverslag 2017 van de *Division of Corporations* van Delaware, te raadplegen via https://corp.delaware.gov/stats/2017-annual-report/. In de periode van 2003 tot 2013 betrof dit percentage meer dan 75% en in 2013 waren er in Delaware meer rechtspersonen dan inwoners (zie Eisenberg & Cox 2014, p. 206).

zoals in het feit dat hij voorziet in gunstige belastingvoorzieningen voor bedrijven, een gespecialiseerd hof kent voor ondernemingsrechtelijke geschillen (het Delaware Court of Chancery), alsook flexibele vennootschapswetgeving. Dergelijke gunstige faciliteiten zullen ongetwijfeld een bijdrage hebben geleverd aan het vestigingsklimaat. De voornaamste reden dat vennootschappen zich vestigen in Delaware zijn echter *network effects*, zo laat recent onderzoek naar de oprichtingsgeschiedenis van meer dan 22.000 vennootschappen zien.[91] Met *network effects* wordt gedoeld op het verschijnsel dat oprichters van vennootschappen zich in hun keuze voor oprichtingsjurisdictie laten leiden door de keuzes van andere vennootschappen; oftewel: "Everyone goes to Delaware because everyone is already there."[92]

1.3.2 Afbakening van het onderzoek

Dit onderzoek ziet in het bijzonder op de beursvennootschap. Hieronder versta ik primair de NV naar Nederlands recht met een statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 Wft of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is.[93] Naast de beursgenoteerde NV kan hieronder, afhankelijk van de context, ook worden begrepen de BV naar Nederlands recht met een statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 Wft of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is.

Sinds de Wet Flex-BV is het ook mogelijk (certificaten van) aandelen in een BV vrij overdraagbaar te maken en daarmee toe te laten tot de notering.[94] Inmiddels heeft Fastned in juni 2019 als eerste BV certificaten van aandelen genoteerd aan Euronext Amsterdam.[95] Aangezien alle andere

91. S. Sanga, 'Network Effects in Corporate Governance', *Northwestern Public Law Research Paper* No. 17-31.
92. Idem. Het argument van *network effects* klinkt oppervlakkiger dan het is; het gaat hier niet slechts om 'kuddegedrag'. Met verwijzingen naar literatuur legt Sanga uit dat er zeker argumenten kunnen zijn om waarde toe te kennen aan het feit dat veel vennootschappen in Delaware gevestigd zijn, bijvoorbeeld omdat veel bestuurders bekend zijn met hun taken en verantwoordelijkheden onder het recht van Delaware, er veel adviseurs zijn die ondersteuning kunnen bieden en dat veel rechterlijke procedures gaan over de uitleg van het recht van Delaware, waardoor onzekerheid over bepaalde juridische onderwerpen wordt weggenomen. Zie over dat laatste *network effect* ook Kraakman e.a. 2017, par. 1.4.2.
93. Vgl. de artikelen 2:86c lid 1, 325 lid 1 en 334x lid 1 BW.
94. Zie over de beurs-BV: *Asser/De Serière 2-IV* 2017/137.
95. Fastned had al eerder certificaten van aandelen genoteerd aan de gereglementeerde markt Nx'change, zie hierover A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV.

beursvennootschappen op dit moment NV's zijn, zal ik voor de vennootschapsrechtelijke analyses, die gaan over de taken en bevoegdheden van de organen van de vennootschap, steeds uitgaan van het NV-recht. Te verwachten is dat een beursgenoteerde BV veelal haar governance zal inrichten zoals dat ook gebruikelijk is bij andere beursvennootschappen. Waar relevant zal ik in bepaalde gevallen ook de aanduiding 'beurs-NV' gebruiken, indien specifieke onderdelen enkel zien op de beursgenoteerde NV en uitdrukkelijk niet op de BV.

Een beursvennootschap is in dit proefschrift steeds tevens een 'open vennootschap', wat wil zeggen dat de aandelen in het kapitaal van de NV of certificaten daarvan vrij verhandelbaar zijn. Dat laatste is een vereiste voor toelating tot de beurs van Euronext Amsterdam.[96]

De keuze om mijn onderzoek te beperken tot beursvennootschappen heb ik gemaakt omdat in deze vennootschappen de spanningen in de machtsverhoudingen tussen het bestuur en de AV het duidelijkst aan de oppervlakte komen. Dat valt ook goed te verklaren. De governance van een besloten NV of BV is veelal op maat gemaakt, met duidelijke en uitgebreide bevoegdheden voor de aandeelhouders en de AV. De aard en de inhoud van de tussen aandeelhouders overeengekomen samenwerking geven mede invulling aan het normatief richtsnoer voor het handelen van het bestuur van de vennootschap.[97] De samenwerking tussen aandeelhouders, waaronder de afspraken daaromtrent en de daarin vastgelegde doelstellingen, 'sijpelen' als het ware door in, en kleuren daarmee, het vennootschappelijk belang dat door het bestuur wordt gediend. Het richtsnoer voor het handelen van het bestuur wordt in die zin in een besloten NV of BV dus wettelijk, statutair of contractueel in grotere mate bepaald door afspraken tussen aandeelhouders dan bij een beursvennootschap. Daarnaast is de Corporate Governance Code slechts van toepassing op beursvennootschappen met een statutaire zetel in Nederland.[98] In een open NV zal het

---

Certificaten van aandelen in Fastned BV toegelaten tot de handel op de nieuwe gereglementeerde markt van Nx'change', *Ondernemingsrecht* 2016/111.

96. Zie Euronext Rulebook I, nr. 6605: "De Issuer dient te garanderen dat de Effecten vrij overdraagbaar en verhandelbaar zijn."
97. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1.
98. De Corporate Governance Code is van toepassing op: (1) alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem; en (2) alle grote vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (meer dan € 500 miljoen balanswaarde) waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem. Voor de toepassing van de Corporate Governance Code worden met houders van aandelen gelijkgesteld de houders van certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. De Corporate Governance Code is niet van toepassing op een beleggingsinstelling of instelling

belang van de vennootschap in de praktijk veel minder verbonden zijn met de wensen van een of meer grootaandeelhouders en minder beïnvloed worden door afspraken tussen aandeelhouders. Afspraken tussen vennootschap en aandeelhouders zullen vaak ontbreken, de aandelen zijn vrij verhandelbaar, er is een verspreid aandelenkapitaal, een gecentraliseerd bestuur en een grote hoeveelheid aan stakeholders.[99] Dit maakt dat de belangen van kapitaalverschaffers een minder doorslaggevende rol spelen in de besluitvorming door het bestuur en de handelingsruimte van het bestuur wordt vergroot.[100] Het beleid van het bestuur kan daardoor meer worden bepaald met inachtneming van de belangen van de onderneming en de relevante stakeholders. Dat maakt dat interessante situaties ontstaan die het onderzoeken waard zijn. Omdat de onderwerpen die centraal staan in dit onderzoek in mindere mate en op andere wijze kunnen spelen in besloten verhoudingen, zijn de overwegingen en bevindingen in dit proefschrift in beginsel dan ook niet vanzelfsprekend mede van toepassing op de besloten NV en BV. Met name de positie van de AV kan in besloten verhoudingen verschillen ten opzichte van de situatie bij een beursvennootschap. Waar relevant voor het onderwerp van dit proefschrift zal ik deze verschillen op onderdelen nader toelichten.

Waar ik in dit proefschrift schrijf over het 'bestuur', dan doel ik op het statutaire bestuur van de NV en niet (ook) op andere managementlagen zoals het *executive committee*. Waar ik schrijf over de 'raad van commissarissen' doel ik op de statutaire raad van commissarissen. Beursvennootschappen passen over het algemeen een dualistisch bestuursmodel – oftewel een *two-tier* systeem – toe, waarin bestuur en toezicht gescheiden zijn in twee verschillende organen, respectievelijk het bestuur en de raad van commissarissen.[101] Een monistisch (*one-tier*) bestuursmodel is ook mogelijk. Mijn onderzoek gaat uit van een dualistisch bestuursmodel, maar de overwegingen en bevindingen zullen veelal op dezelfde wijze toepassing vinden bij een monistisch bestuursmodel, aangezien

---

voor collectieve belegging in effecten die geen beheerder is in de zin van artikel 1:1 Wet op het financieel toezicht (zie de preambule van de Corporate Governance Code).

99. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.1.

100. Frentrop 2013, p. 17. Ik spreek soms van 'kapitaalverschaffer' aangezien dit de traditionele rol is van de aandeelhouder. De aandeelhouder van een beursvennootschap heeft vaak geen kapitaal aan de beursvennootschap verschaft, maar een positie als aandeelhouder verworven door de aandelen die hij houdt te kopen van de vorige aandeelhouder. Zie hierover ook paragraaf 7.2 van dit proefschrift.

101. Van Bekkum e.a. 2010, par. 2.1.1. Van de 99 vennootschappen met een primaire notering aan Euronext Amsterdam hanteerden in 2018 in totaal 11 NV's een monistisch bestuursmodel (Talmricht, *MvO* 2018/7, par. 1). Ook heeft het merendeel van de 64 beursvennootschappen met een primaire notering buiten Nederland een monistisch bestuursmodel (Bootsma, *Ondernemingsrecht* 2016/108, p. 533 en Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15, par. 4). Op het totale aantal van 3.998 (al dan niet beursgenoteerde) NV's waren er in maart 2017 in totaal 58 NV's met een monistisch bestuursmodel (Boschma e.a. 2017, par. 3.2.2). Het dualistisch systeem is dus niet verplicht, maar wel de standaard.

de onderwerpen die ik beschrijf met name gaan over de bevoegdheden van het bestuur ten opzichte van aandeelhouders en de AV, welke bevoegdheden niet wezenlijk verschillen in een monistisch bestuursmodel. Ik schrijf ook over 'stakeholders'. Ik doel dan op al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken en jegens wier belangen zorgvuldigheid moet worden betracht. Termen zoals 'belanghebbende' en 'betrokkene' (of een combinatie daarvan) hebben in het vennootschapsrecht een bestaande betekenis die afwijkt van het begrip stakeholder. Laatstgenoemd begrip is in de literatuur inmiddels ingeburgerd, wordt door de Ondernemingskamer gebruikt[102] en ook de wetgever duidt genoemde personen als zodanig aan.[103] Ik heb daarom besloten het begrip ook hier aan te houden.

In de Verenigde Staten hebben beursvennootschappen de rechtsvorm *corporation*. In de naam van een specifieke vennootschap wordt dit wel aangeduid als '*Inc*.' (een afkorting van *incorporated*). Wanneer het specifiek gaat over de Verenigde Staten, bedoel ik met een 'beursvennootschap' een Delaware *corporation* met SEC geregistreerde aandelen en een notering daarvan aan een nationale beurs. De *board of directors* is een monistisch bestuursorgaan waarin een of meer *executives* (waaronder de CEO) zijn vertegenwoordigd naast (deeltijd) *non-executive directors*. Daarnaast is er het *management*, samengesteld uit *executives* (of *officers*), waarin de CEO ook zitting heeft. Voor zover de *officers* niet tevens *directors* zijn, worden zij benoemd door de *board of directors*. De *board of directors* is traditioneel het centrale bestuursorgaan was en is wettelijk gezien ook primair bevoegd om de vennootschap te leiden.[104] In de tegenwoordige praktijk van Amerikaanse beursvennootschappen heeft de *board of directors* vooral een toezichthoudende functie en is het *management* verantwoordelijk voor het dagelijks bestuur, waarbij de CEO een centrale rol inneemt.[105] De belangrijkste organen in een beursvennootschap in de Verenigde Staten zijn de AV, de *board of directors* en het *management*.[106] Waar dat de leesbaarheid ten goede komt gebruik ik in dit proefschrift de genoemde Engelse termen, maar wanneer dat niet het geval is gebruik ik in de Amerikaanse context ook wel Nederlandse termen (zoals vennootschap of beursvennootschap). Vanwege diezelfde leesbaarheid zullen in het vervolg van dit proefschrift de hierboven genoemde en veel voorkomende Engelse termen niet cursief worden geschreven.

102. O.a. in Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*).
103. Zie het wetsvoorstel bedenktijd beursvennootschappen: *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT).
104. Cheffins 2019, 73.
105. Eisenberg & Cox 2014, p. 328; Assink 2007, nr. 6; Cheffins 2019, p. 73.
106. Eisenberg & Cox 2014, p. 269.

Met het 'Nederlandse corporate governance-stelsel', het 'Nederlandse corporate governance-systeem' of termen van gelijke strekking, doel ik op de regels voor goed ondernemingsbestuur zoals die voortvloeien uit de wet, de Corporate Governance Code en de rechtspraak op het gebied van corporate governance, in het bijzonder in enquêteprocedures bij de Ondernemingskamer en uitspraken van de Hoge Raad. Naast corporate governance-regels op grond van wettelijke bepalingen, gaat het hier dus ook om niet-dwingendrechtelijk gecodificeerde regelgeving die gestoeld is op een vorm van (al dan niet wettelijk verankerde) zelfregulering en die voortvloeit uit algemeen aanvaarde praktijkovertuigingen.

1.4 Opzet van het boek

Deze inleiding vormt het eerste hoofdstuk van dit boek. In hoofdstuk 2 van dit proefschrift ga ik in op de ontwikkeling van de NV vanuit een (rechts)historisch perspectief tot op de dag van vandaag, met bijzondere aandacht voor de positie van bestuurders en aandeelhouders, inclusief de voor het NV-recht relevante binnenlandse en Europese ontwikkelingen. Hoofdstuk 3 biedt een beschrijving van de organen van de NV en hun rolverdeling, waaronder de bevoegdheden en de taak van het bestuur van de NV en de bevoegdheden van de AV en aandeelhouders. Daarbij ga ik ook in op specifieke kenmerken van de beursvennootschap. Vervolgens onderzoek ik in hoofdstuk 4 op welke wijze de positie van het bestuur en de AV mede beïnvloed is door de ontwikkeling van corporate governance in Nederland. Hierin wordt de historische ontwikkeling van governance in internationale context en in Nederland beschreven, alsook de kenmerken van de huidige Nederlandse governancestructuur en de theoretische achtergronden die relevant zijn voor een goed begrip van corporate governance.

Na de beschrijving van het Nederlandse vennootschapsrecht dat geldt voor de NV in hoofdstuk 3 en een beschrijving van het Nederlandse governancemodel in hoofdstuk 4, zet ik in hoofdstuk 5 uiteen hoe de bestuursautonomie zoals gewaarborgd in het Nederlandse governancemodel zich verhoudt tot de wettelijke positie van de AV. Daarbij ga ik onder andere in op het normatief richtsnoer voor het bestuur en de betekenis van de bevoegdheid tot het bepalen van beleid en strategie. Daarnaast bespreek ik de rol en verantwoordelijkheden van de AV, de rol en positie van stakeholders en de wijze waarop bestuursbevoegdheden en aandeelhoudersrechten in algemene zin of in specifieke gevallen kunnen worden beperkt of uitgebreid.

In hoofdstuk 6 behandel ik drie onderwerpen die in de praktijk met enige regelmaat zorgen voor conflicten tussen de bevoegdheden van het bestuur en die

van aandeelhouders, met name waar zij raken aan de strategie van de beursvennootschap. Het betreffen (1) de bescherming van de beursvennootschap tegen vijandige biedingen, (2) het verschijnsel van activistische aandeelhouders en de instrumenten van het convocatie- en agenderingsrecht en (3) het goedkeuringsrecht van aandeelhouders op grond van artikel 2:107a BW. Dit hoofdstuk beoogt de praktische toepassing te onderzoeken van de onderwerpen die deel uitmaken van de theoretische analyse in hoofdstuk 5. Ik zie de hoofdstukken 5 en 6 van mijn boek dan ook als de kern van dit proefschrift, waarbij hoofdstuk 5 de 'theoretische analyse' vormt en hoofdstuk 6 de 'praktische analyse'.

Hoofdstuk 7 neemt de beschouwingen van de hoofdstukken 5 en 6 als uitgangspunt en onderzoekt mogelijke toekomstperspectieven voor de machtsverhoudingen tussen de organen van de beursvennootschap. Daarbij ga ik in op de wenselijkheid van huidige en toekomstige ontwikkelingen. Ook wordt gekeken naar mogelijke alternatieven regelingen en hoe die ervoor zouden kunnen zorgen dat de juiste balans en effectieve drijfveren kunnen worden bereikt voor een evenwichtig model voor de beursvennootschap. Daarnaast beschrijf ik enkele fundamentele veranderingen die doorgevoerd zouden kunnen worden om het speelveld waarbinnen de beursvennootschap opereert meer in overeenstemming te brengen met de uitgangspunten van het stakeholdermodel.

Hoofdstuk 8 bevat een samenvatting van mijn dissertatie, antwoorden op de onderzoeksvragen en een korte slotbeschouwing. Het daaropvolgende hoofdstuk 9 bevat een Engelse samenvatting van hoofdstuk 8.

Hoofdstuk 2. Historische ontwikkeling van de machtsverhoudingen tussen bestuur en AV

> "…wanneer je naar het verleden kijkt, heb je altijd de – waarschijnlijk bedrieglijke – indruk van een zekere onvermijdelijkheid."[1]

Dit hoofdstuk bevat een beschrijving op hoofdlijnen van relevante historische ontwikkelingen in de geschiedenis van het NV-recht. In het bijzonder ga ik daarbij in op de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV. Ik bestrijk hierbij de periode vanaf 1602 tot op heden, omdat de oorsprong van de beursvennootschap enkel goed te doorgronden is wanneer ook naar het ontstaan daarvan wordt gekeken.[2] Wanneer dit ontstaan precies heeft plaatsgevonden is niet te zeggen, maar Van der Heijden merkte in zijn dissertatie op dat voorafgaand aan de codificatie van het NV-recht in 1811 het tijdvak lag van "haar karaktervorming, van de ontmoeting der verschillende elementen, die nu de kern vormen dezer associatiewijze."[3] Belangrijke elementen van het ondernemingsrecht zijn te herleiden tot historische ontwikkelingen.[4] Het is daarnaast voor het beantwoorden van de onderzoeksvragen nuttig te kijken naar hoe in het verleden is omgegaan met de vraagstukken die raken aan de verhoudingen tussen de organen binnen de NV.

Over de historische ontwikkeling van de NV is al veel geschreven. Voor een uitgebreid rechtshistorisch perspectief op de verhouding tussen aandeelhouders en het bestuur verwijs ik naar de beschrijvingen in de proefschriften van De Jongh en Overkleeft.[5] Ik zal hierna slechts ingaan op enkele relevante ontwikkelingen en gebeurtenissen die van belang zijn als achtergrond van de behandeling van de onderwerpen die in de rest van dit proefschrift aan bod komen. Voor zover ik ontwikkelingen of gebeurtenissen van politieke, economische of filosofische aard behandel, doe ik dit om enige context te bieden waar die ontwikkelingen of gebeurtenissen de evolutie van het recht mogelijk hebben beïnvloed. Waar dit relevant is, verwijs ik kortheidshalve naar bronnen waarin meer uitgebreid op

1. Michel Houellebecq, *Elementaire Deeltjes*, Amsterdam: De Arbeiderspers 2008 (zevenentwintigste druk), p. 73 (vertaald door Martin de Haan).
2. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.1.
3. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 1.
4. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.
5. De Jongh 2014 en Overkleeft 2017.

deze gebeurtenissen en ontwikkelingen wordt ingegaan. Voor zover nodig kom ik op deze invalshoeken terug in de beschouwingen over het huidige Nederlandse vennootschapsrecht en corporate governance in de hoofdstukken 3 en 4.

2.1 Pre-codificatie: van 1602 tot 1811

Op 20 maart 1602 werd de Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC) bij octrooi opgericht voor een periode van 21 jaar.[6] Dit moment wordt veelal aangemerkt als het begin van de ontstaansgeschiedenis van de kapitaalvennootschap.[7] De VOC bezat belangrijke eigenschappen van onze huidige kapitaalvennootschap, waaronder beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders, kapitaal dat werd opgehaald bij het publiek en aandelen die vrij verhandelbaar waren.[8] Vaak wordt de VOC als de voorloper van de NV aangeduid.[9] De VOC vertoonde echter ook enkele duidelijke verschillen met de huidige NV. Zo kende de VOC geen vastgesteld kapitaal, maar betrof haar kapitaal simpelweg het totaal van gestorte gelden,[10] kenden de aandelen waarden die per inleg verschilden, was niet geregeld wanneer en op welke wijze winst werd uitgekeerd, legden de bestuurders aanvankelijk geen rekening en verantwoording af en kende de VOC met haar van overheidswege toegekend monopolie een duidelijk publiekrechtelijke inslag.[11]

Uit historisch onderzoek lijkt te volgen dat de VOC op het moment van oprichting organisatorisch geen volledig nieuwe verschijning was.[12] Er waren sinds 1594 meerdere regionale 'voorcompagnieën' geweest.[13] De voorcompagnieën

6. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/2; Kemp 2015, par. 2.2.2. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2. Dit octrooi was zowel oprichtingsakte als een vergunning voor het voeren van monopolie op handel en scheepvaart op bepaalde routes, zie Frentrop 2013, p. 16.
7. Zie Gepken-Jager 2005; De Jongh 2014, nr. 48; Kemp 2015, par. 2.2.1 (met uitgebreide literatuurverwijzingen). Van der Heijden vond in de VOC "de grondgedachte der naamlooze vennootschap terug", zie Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2. De kapitaalvennootschap heeft ook raakvlakken met rechtsfiguren uit het Romeinse recht, zie De Jongh 2014, p. 3 e.v. en Mayer 2018, p. 63 e.v.
8. Gepken-Jager 2005, par. 1.
9. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/2-3; Punt 2010, par. 3.4.1; Abma e.a. 2017, par. 1.2.
10. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2. Dit neemt niet weg dat de VOC op enig moment wel een permanent kapitaal kende, zie de opmerkingen hierover later in deze paragraaf.
11. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/3.
12. Den Heijer 2005, p. 62.
13. In maart 1594 werd de Compagnie van Verre opgericht, zie Den Heijer 2005, p. 22. Zie ook Punt 2010, par. I.3.3.3 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/2.1. Dat de tijd van de voorcompagnieën betrekkelijk kort was (van 1594 tot 1602) heeft te maken met het feit dat pas in 1594 werd begonnen met de uitvoering van een concreet plan om schepen

gingen op in de VOC en vormden de verschillende afdelingen ('kamers') binnen haar organisatie.[14] Deze fusie was noodzakelijk om de gewenste schaalgrootte te bereiken voor de omvangrijke financiering van de overzeese handel na de ontdekkingsreizen.[15] De voorcompagnieën die tegen het einde van de 16e eeuw werden opgericht waren organisaties die belangrijke gelijkenissen vertoonden met de VOC, met name omdat ook zij niet slechts werden opgericht voor de exploitatie van een reis (zoals bij de factorijvennootschappen)[16] of een schip (zoals bij de partenrederijen),[17] maar om handel te drijven voor een beperkt aantal missies of voor een beperkte periode, waarna de onderneming werd geliquideerd.[18] Ook werd onderscheid gemaakt tussen de hoedanigheid van bestuurder ('bewindhebber') en kapitaalverschaffer ('participant').[19] De participanten waren slechts aansprakelijk tot het bedrag van hun storting.[20] De aandelen ('participaties') waren verhandelbaar, al lijkt hier niet op grote schaal gebruik van te zijn gemaakt.[21] Het lijkt aannemelijk dat de VOC organisatorisch niet in alle opzichten een vernieuwend karakter had, maar dat zij veel van de vernieuwende ondernemingseigenschappen die in de periode voor haar ontstaan waren ontwikkeld in zich heeft gebundeld. Zij is een succesvol en volledig voorbeeld van de innovaties zoals die in de loop der tijd waren geïntroduceerd. Op één belangrijk vlak was de structuur van de VOC wel degelijk vernieuwend. Volgens artikel 10 van het octrooi mochten alle ingezetenen van de Republiek der Zeven Provinciën participeren in de VOC.[22] Dat zette de weg open voor de VOC als eerste vennootschap met een wijdverspreid aandelenkapitaal. De organisatorische ontwikkeling van de compagnieën is wel omschreven als een

naar Indië te sturen voor de handel in specerijen door het oprichten van de Compagnie van Verre. In 1595 voeren de eerste schepen uit, die in 1597 beladen terugkeerden. Tussen 1595 en 1601 vertrokken in totaal 65 schepen uit de Zeven Provinciën naar Indië, terwijl in de eeuw daarvoor niet één schip vanuit dit gebied naar Indië vertrok. Kennelijk werden deze compagnieën pas nodig geacht toen er begonnen werd met dergelijke grote reizen en niet voor de daarvoor bestaande handel met dichterbij gelegen gebieden als Zuid-Europa, Scandinavië en de Oostzee. Zie Frentrop 2013, p. 9-10.

14. Punt 2010, par. 3.3.2 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/2.1.
15. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
16. De Jongh 2014, nr. 23.
17. Punt 2010, par. 3.3.3 en De Jongh 2014, nr. 23.
18. Punt 2010, par. 3.3.3.
19. Heijer 2005, p. 27. In de praktijk waren de bewindhebbers overigens vaak ook belangrijke participanten, zie Heijer 2005, p. 27.
20. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2.
21. Heijer 2005, p. 27-28.
22. Frentrop 2013, p. 16. Volgens Frentrop was de reden hiervoor dat voor het rechtvaardigen van het verlenen van een monopolie in een republiek, anders dan in een monarchie, vereist was dat de onderneming voor iedereen open moest staan. Kleinere beleggers kregen overigens ook voorrang bij de inschrijvingen. Tegenwoordig kennen we dit concept nog steeds in veel beursgangen, waarbij sprake is van een '*preferential retail allocation*'. Hierbij wordt een deel (bijvoorbeeld 10%) van de in een beursgang aangeboden effecten gereserveerd voor particuliere beleggers.

"geleidelijken overgang van den vormloozen, ongeorganiseerden handel voor gemeene rekening tot de corporatief georganiseerde kapitaalsassociatie, waarin voor het eerst de onderneming een zelfstandig leven erlangt."[23]

Deze geleidelijke overgang zette zich voort in de organisatie van de VOC zelf, met name in haar beginjaren, van 1602 tot en met 1622. De VOC kreeg in 1602 een monopolie voor 21 jaar op de handel en scheepvaart op Azië via twee vaarroutes.[24] De aandeelhouders konden zich in de zomer van 1602 inschrijven op de aandelen en vervolgens in drie tot vier termijnen aan hun stortingsplicht voldoen.[25] Er was sprake van een oligarchische bestuursstructuur, nu de bewindhebbers van de verschillende kamers binnen de VOC (die gezamenlijk het formele bestuur uitoefenden over de VOC) werden gekozen door de Staten der Provincie uit een voordracht door de bewindhebbers van drie kandidaten per vacature.[26] Gedurende de eerste 21 jaar van het bestaan van de VOC hadden de participanten "geen schaduw van invloed of controle" en was het bestuur in handen van bewindhebbers van de kamers van de VOC.[27]

In 1612 diende volgens het octrooi door de bewindhebbers van de VOC een generale rekening opgemaakt te worden, waarna het de aandeelhouders vrijstond hun investering te verzilveren of te herinvesteren.[28] Uit historisch onderzoek blijkt dat de bewindhebbers dat in eerste instantie niet of slechts gebrekkig hebben gedaan.[29] Eind 1612 werd uiteindelijk alsnog het eerste 'kapitaalboek' – dat zag op de voorafgaande periode van tien jaar – gesloten, en werd een nieuw aandeelhoudersregister aangelegd waarin minder en deels andere aandeelhouders werden ingeschreven.[30] In de aanloop naar de eindafrekening in 1622 hadden de aandeelhouders flinke (publieke) kritiek op de bewindhebbers en eisten zij meer inspraak en een gedegen financiële verantwoording.[31] Je zou kunnen zeggen dat dit de eerste bekende uiting van aandeelhoudersactivisme was.[32] De Staten-Generaal besloten uiteindelijk in 1622 om de VOC niet te liquideren maar voort te zetten, waarbij zij in de octrooiverlenging van 1622 en de aanvulling daarop van 1623 de aandeelhouders meer invloed gaven en de bewindhebbers verplichtten financiële verantwoording af te leggen.[33] Een

23. S. van Brakel, *De Hollandsche handelscompagnieën der zeventiende eeuw*, Den Haag: Martinus Nijhoff 1908, p. 173.
24. Heijer 2005, p. 51.
25. Heijer 2005, p. 60.
26. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2.
27. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2.
28. Heijer 2005, p. 59.
29. Heijer 2005, p. 65 en Punt 2010, par. 3.4.2.
30. Heijer 2005, p. 65.
31. Heijer 2005, p. 65.
32. De Jongh 2014, nr. 55.
33. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2; Heijer 2005, p. 65; De Jongh 2014, nr. 60.

commissie van belangrijke aandeelhouders (die op onderdelen gelijkenissen vertoonde met de huidige raad van commissarissen[34]) kreeg inzicht in de stukken die relevant waren voor de controle van de jaarlijkse financiën en een adviesrecht over enkele beleidsmatige zaken.[35] De bewindhebbers moesten periodiek aftreden, nieuwe bewindhebbers zouden worden benoemd uit een voordracht van een kiescollege bestaande uit zowel bewindhebbers als participanten en er zou ieder jaar dividend moeten worden uitgekeerd.[36] Deze ontwikkeling wordt door Van der Heijden gezien als een belangrijke stap in de ontwikkeling van de NV.[37] De VOC beschikte met de verlenging van het octrooi over een permanent kapitaal en daarmee een in beginsel onbeperkte levensduur. Dit was een duidelijk verschil met de voorcompagnieën die werden opgericht voor een bepaalde handelsmissie of periode. In die gevallen werd, indien het doel was bereikt, een eindafrekening gemaakt, de onderneming geliquideerd en kregen de participanten bij succes hun inleg vermeerderd met eventuele winsten uitgekeerd. Dat betroffen dus tijdelijke ondernemingen waarbij geen sprake was van een permanent kapitaal.[38] Ook in dit opzicht was de VOC dus wel degelijk vernieuwend en vertoont zij belangrijke karaktertrekken van de kapitaalvennootschap die wij nu kennen.

In de 17e eeuw werden in navolging van de VOC meerdere compagnieën opgericht in verschillende landen, waaronder in Nederland de belangrijke West-Indische Compagnie (WIC) in 1621.[39] Zowel bij de eerste octrooi*verlening* aan de WIC in 1623 als de octrooi*verlenging* voor de VOC in 1622 (met de aanvulling daarop in 1623) kregen de belangrijkste aandeelhouders – de 'hoofdparticipanten' – invloed op het aanstellen van nieuwe bewindhebbers, inzage in de financiën en een adviesrecht over belangrijke onderwerpen.[40] Over het algemeen kan echter gezegd worden dat de invloed van kapitaalverschaffers op het bestuur en het beleid van de VOC en de WIC vrij beperkt was. Het oprichten van nieuwe compagnieën zette zich in Nederland voort gedurende de zeventiende eeuw, waarbij deze ondernemingen steeds in meer of mindere mate een publiekrechtelijke inslag bleven houden.[41] Ook de beurshandel in aandelen ontwikkelde zich in de loop van de 17e eeuw. De eerste effectenbeurs ter

34. Deze commissie wordt als voorloper van de raad van commissarissen gezien door Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2 en Van Bekkum e.a. 2010, par. 2.1.1.
35. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2; Heijer 2005, p. 65; De Jongh 2014, nr. 60; Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
36. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2. In de praktijk werd aan deze nieuwe afspraken niet altijd uitvoering gegeven.
37. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2.
38. Heijer 2005, p. 36.
39. Heijer 2005, p. 53. Zie voor een overzicht van compagnieën in verschillende landen: Van der Heijden 1908, hoofdstuk 3.
40. Heijer 2005, p. 82-83 en Gepken-Jager 2005, par. 7. Hoofdparticipanten waren aandeelhouders die minimaal een bepaalde inleg in de compagnie hadden geïnvesteerd.
41. Punt 2010, par. 3.4.1 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5.

wereld werd in 1606 opgericht in Amsterdam.[42] Handel in aandelen in de VOC vond vanaf 1607 plaats en in de tweede helft van de 17e eeuw ontwikkelde zich ook de optiehandel.[43] Ter vergelijking: de eerste effectenbeurs van de Verenigde Staten werd opgericht in 1790 in Philadelphia en pas in 1792 werd de New York Stock Exchange opgericht.[44]

In het begin van de achttiende eeuw bleef men compagnieën oprichten, maar werd het langzamerhand steeds gebruikelijker dat deze compagnieën louter een winstoogmerk kenden.[45] Zij werden niet langer opgericht 'ten algemenen nutte' maar 'tot eigen baat'.[46] Het winstoogmerk van de compagnieën ontwikkelde zich aan het begin van de 18e eeuw tot winstbejag, dat zich uitte in speculatieve handel in aandelen van compagnieën met de meest uiteenlopende (en onzinnige) commerciële doelstellingen (vandaar het begrip 'windhandel').[47] Als gevolg van deze trend, die niet alleen in Nederland waarneembaar was, maar ook in Engeland, Frankrijk, Portugal en Duitsland, ontspon zich in 1720 een internationale kapitaalmarktcrisis.[48] Door deze internationale crisis nam het enthousiasme in de aandelenhandel af en werden een tijd lang weinig tot geen compagnieën opgericht.[49] In het laatste kwart van de 18e eeuw kwam de oprichtingsdrift weer enigszins op gang, waarbij nu breed werd aanvaard dat een compagnie een zuiver winstoogmerk had. De compagnie kreeg daarmee een duidelijk privaatrechtelijk karakter.[50] De nieuwe compagnieën waren 'geprivatiseerd' en daarmee ontdaan van de overheidsinvloed die zo aanmerkelijk aanwezig was in de 17e-eeuwse compagnieën.[51] Een andere ontwikkeling was dat de nieuwe compagnieën inmiddels beschikten over een vastgesteld kapitaal, verdeeld in aandelen van een gelijk bedrag, waarbij aansprakelijkheid van aandeelhouders boven dat bedrag was uitgesloten.[52] Deze compagnieën werden bestuurd door een bestuur, onder toezicht van een raad van commissarissen, jaarlijks werd rekening en verantwoording

42. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
43. De Jongh 2014, nr. 50.
44. Frentrop 2013, p. 73; Westerhuis & De Jong 2015, p. 34.
45. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5 en Van der Heijden 1908, hoofdstuk 4.
46. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
47. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5. Overigens waren niet alle compagnieën die dat jaar werden opgericht onzinnig. De Maatschappij van Assurantie, Disconteering en Beleening der Stad Rotterdam heeft nog eeuwenlang bestaan. Zij stond als laatst bekend als Stad Rotterdam Verzekeringen, tot het moment waarop deze destijds oudste vennootschap van Nederland in 2003 fuseerde met andere verzekeraars, welke samengevoegde onderneming valt onder het huidige ASR Nederland N.V.
48. Zie voor een uitgebreide beschrijving: De Jongh 2014, par. 3.1.
49. Van der Heijden 1908, hoofdstuk 5; De Jong & Roëll 2005, par 8.1.2; Punt 2010, par. 3.4.2; De Jongh 2014, nr. 76.
50. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5.
51. De Jongh 2014, nr. 76.
52. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5.

afgelegd aan aandeelhouders en (wanneer mogelijk) werden dividenden uitgekeerd.[53] Wat de VOC betreft: haar bestuur werd in 1796 onder bewind van de Nederlandse staat gesteld, waarmee de VOC feitelijk haar activiteiten beëindigde, al bleef zij nog enkele jaren actief om lopende zaken af te wikkelen.[54] De VOC en WIC zijn gedurende hun bestaan altijd ondernemingen met een duidelijke publiekrechtelijke basis gebleven.

Vanwege de 18e-eeuwse ontwikkeling naar de louter privaatrechtelijke compagnie is in het verleden wel aangeduid als de periode waarin de 'moderne NV' ontstond.[55] Deze ontwikkeling van publieke naar private handelsonderneming die zich gedurende de 18e eeuw voltrok, vertoont paralellen met ontwikkelingen in de economische filosofie en politiek. Tot halverwege de 18e eeuw was het mercantilisme een invloedrijke economische stroming in Europa.[56] Het mercantilisme is er in de kern op gericht om de nationale staat zo welvarend mogelijk te maken door het creëren van een handelsoverschot, dat wil zeggen het beperken van import van goederen en het maximaliseren van export van goederen met het doel om te komen tot een hogere welvaart (dat betekende in die visie: een grotere hoeveelheid geld en edelmetalen) in de eigen staat.[57] Meer in algemene zin wordt het mercantilisme gekenmerkt door een nauwe verwevenheid tussen de nationale staat en het bedrijfsleven en het voeren van een protectionistische economische politiek. De ideeën van Adam Smith hingen samen met de opkomst van het economisch liberalisme vanaf het einde van de 18e eeuw, volgens welke stroming de invloed van de overheid beperkt zou moeten worden tot enkele publieke voorzieningen, zodat de vrijemarkteconomie zo efficiënt mogelijk zou kunnen functioneren.[58] Die geest van het liberalisme uitte zich tegen het einde van de 18e eeuw tevens in belangrijke ontwikkelingen

53. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5.
54. Gepken-Jager 2005, par. 18.
55. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/5. Deze passsage is terug te leiden tot Van der Heijden, die in zijn dissertatie de codificatie in 1811 aanmerkte als het begin van de moderne NV, zie Van der Heijden 1908, hoofdstuk 1. Het begrip 'modern' is echter relatief en niet absoluut; de betekenis hiervan kan per schrijver verschillen. Hetzelfde geldt overigens voor het begrip 'klassiek'; zie bijvoorbeeld Overkleeft 2017, par. 2.8 en 3.1, waarin hij uiteenzet dat het fundament van het klassieke ondernemingsrecht in 1971 was voltooid. Volgens De Jongh 2014, nr. 88, vertoont de compagnie aan het einde van de 18e eeuw meer gelijkenissen met een commanditaire vennootschap op aandelen met een diffuse status ten aanzien van haar eventuele rechtspersoonlijkheid.
56. Roncaglia 2017, par. 2.6.
57. Smith 1776, boek IV, hoofdstuk I. Volgens sommigen is het mercantilisme ook de meest correcte kwalificatie van de economische politiek van de Amerikaanse president Donald Trump, zie bijvoorbeeld de artikelen 'On Trade, Donald Trump Breaks With 200 Years of Economic Orthodoxy', *The New York Times*, 10 maart 2016 en 'Trump de mercantilist', *Het Financieele Dagblad*, 17 januari 2017.
58. Smith 1776. Zie ook Roncaglia 2017, par. 5.8.

in de wereldgeschiedenis zoals de Amerikaanse revolutie die begon in 1776 en de Franse revolutie in 1789. Deze periode markeert historisch het einde van het *ancien régime* of de vroegmoderne tijd en het begin van de moderne tijd.

2.2 De Code de Commerce en het verdere verloop van de 19e eeuw

In 1810 werd het Koninkrijk Holland onderdeel van het Franse Keizerrijk. Een jaar later werd in Nederland de Code de Commerce van kracht.[59] Als gevolg daarvan kon men op het huidige Nederlandse grondgebied (toen dus Frankrijk) een *société anonyme* (SA) oprichten. Uit het Franse *anonyme* stamt nu nog het 'naamloze' in de aanduiding 'naamloze vennootschap'.[60] De SA vormde samen met de *société en nom collectif* en de *société en commandite* de drie mogelijke commerciële vennootschapsvormen onder het Franse recht.[61] De bepalingen van de Code de Commerce van 1807 waren veelal van regelend recht en de SA was in veel opzichten een contractuele rechtsvorm.[62] Hierbij was het uitgangspunt dat de aandeelhouders gezamenlijk een relatie aangingen door het oprichten van de SA, waarbij bestuurders slechts uitvoerend orgaan waren en in die zin lasthebbers (*mandataires*) van de aandeelhouders.[63] De SA had in het begin van de 19e eeuw een voornamelijk besloten karakter.[64] De wet gaf geen uitdrukkelijke zeggenschapsrechten aan aandeelhouders en bepaalde niet door wie bestuurders werden benoemd of ontslagen, maar wel dat de bestuurders 'herroepbaar' (*révocables*) waren.[65] In de literatuur wordt aangenomen dat benoeming en ontslag van bestuurders werden geregeld in de statuten en dat dit door de aandeelhouders geschiedde, en dat de bestuurders overigens duidelijk ondergeschikt waren aan de aandeelhouders, die als lastgevers bevoegdheden delegeerden aan het bestuur.[66] In de praktijk bleken inderdaad AV's te worden gehouden waarin de jaarrekening en het dividend werden vastgesteld, bestuurders werden benoemd en ontslagen en waarin over andere aandeelhouderswaardige zaken werd besloten zoals ontbinding, fusie of statutenwijziging.[67]

59. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/9.
60. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/1. Zie voor meer achtergrond ook De Jongh 2014, nr. 91.
61. Artikel 19 van de Code de Commerce 1807.
62. De Jongh 2014, nr. 91.
63. Artikel 31 van de Code de Commerce 1807. Zie ook: De Jongh 2014, nr. 92.
64. Frentrop 2013, p. 66.
65. Artikel 31 van de Code de Commerce 1807.
66. De Jongh 2014, nr. 92.
67. De Jongh 2014, nr. 92.

De Code de Commerce bleef in Nederland van toepassing tot de inwerkingtreding van het Wetboek van Koophandel in 1838 (hierna: de Wet van 1838), dat na een langdurig wetgevingsproces werd ingevoerd[68] en op de Franse leest was geschoeid.[69] De regeling van de NV in het Wetboek van Koophandel uit 1838 was duidelijk maar summier[70] – het kende 21 artikelen – en ging uit van de vennootschap als contractuele samenwerking tussen vennoten.[71] Het bestuur functioneerde als agent voor de aandeelhouders.[72] De voornaamste kenmerken van de regeling in de Wet van 1838 heb ik hieronder samengevat.

(a) De NV had een kapitaal verdeeld in actiën (aandelen) op naam of 'in blanco' (aan toonder). De vennoten of aandeelhouders waren niet aansprakelijk voor meer dan het bedrag van hun aandelen.[73]
(b) De NV werd bestuurd door bestuurders die daartoe door de aandeelhouders werden aangesteld, al dan niet onder toezicht van commissarissen.[74]
(c) De bestuurders waren "niet verder verantwoordelijk, dan ter zake van" een behoorlijke uitvoering van hun taak en niet aansprakelijk jegens derden behalve (1) voor handelingen verricht voorafgaand aan inschrijving en bekendmaking van de oprichting van de vennootschap,[75] (2) bij overtreding van de bepalingen van de akte van oprichting of latere statutenwijzigingen[76] en (3) voor verplichtingen die waren aangegaan nadat zij wisten of hadden moeten weten van een dusdanige vermindering van het kapitaal dat de NV van rechtswege ontbonden werd.[77]
(d) Minimaal eens per jaar deden de bestuurders opgave van de winsten en verliezen van de NV, in een AV, door toezending van een afschrift aan iedere vennoot of door het aankondigen van de mogelijkheid tot inzage daarvan.[78]

Artikel 46 van de Wet van 1838 schreef voor dat de NV voor een bepaalde tijd moest worden aangegaan. Die bepaalde tijd kon weliswaar telkens verlengd worden, maar de onbepaalde levensduur van de vennootschap was niet het

68. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/11.
69. De Jongh 2014, nr. 101 en De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.2.
70. Of, in de woorden van Honée, "uiterst beknopt", zie Honée 1988, par. 3.
71. Artikel 15 van de Wet van 1838. Van der Heijden omschreef de NV in zijn dissertatie als een naar buiten werkende verenigingsvorm en een contractuele samenwerking, zie Van der Heijden 1908, hoofdstuk 2. De volledige regeling was vastgelegd in artikelen 36 tot en met 56 van de Wet van 1838.
72. HR 31 maart 1876, W. 3980.
73. Artikel 40 van de Wet van 1838. Aandelen in blanco konden enkel tegen volledige volstorting worden verkregen, zie artikel 41 van de Wet van 1838.
74. Artikel 44 Wet van 1838.
75. Artikel 39 Wet van 1838.
76. Artikel 45 Wet van 1838.
77. Artikel 47 Wet van 1838. Volgens datzelfde artikel is de NV van rechtswege ontbonden indien het maatschappelijk kapitaal een verlies van 75% heeft ondergaan.
78. Artikel 55 Wet van 1838.

uitgangspunt van de wettelijke regeling, in tegenstelling tot bij de huidige NV, die dwingendrechtelijk wordt opgericht voor onbepaalde tijd.[79] Het was onder de regeling van de Wet van 1838 ook lang onduidelijk of een NV een eigen rechtspersoonlijkheid bezat en dit leidde tot "heftige debatten" in de literatuur.[80] Pas in 1901 bepaalde de Hoge Raad dat de NV een "zelfstandig subject van rechten, geheel afgescheiden van de personen harer aandeelhouders" was.[81]

De eerste helft van de 19e eeuw was er in Nederland in economisch opzicht – in vergelijking met omliggende landen – sprake van een periode van relatieve stagnatie; pas in de tweede helft van de 19e eeuw kwam de industriële ontwikkeling echt op gang.[82] Vanaf die periode won de NV als ondernemingsvorm snel aan populariteit. Waren er in 1860 nog 284 NV's, in 1880 waren dit er 511 en in 1920 al 17.000.[83] Op de Amsterdamse beurs werden vooral buitenlandse staatsobligaties en aandelen verhandeld. In 1870 waren er slechts acht Nederlandse beursvennootschappen,[84] maar tegen het einde van de 19e eeuw nam het aantal beursvennootschappen sterk toe.[85]

> Rond diezelfde tijd, in 1890, werd N.V. Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij opgericht, ook bekend als Koninklijke Olie (het huidige Royal Dutch Shell).[86] Haar aandelen werden genoteerd aan de Amsterdamse beurs.[87] Acht jaar later kwam het bestuur van Koninklijke Olie met het destijds opzienbarende voorstel om de zeggenschap van

79. Net als andere rechtspersonen, zie artikel 2:17 BW.
80. Timmerman 2016/1.3 en De Jongh 2014, nrs. 104 en 105.
81. HR 18 januari 1901, W. 7553. Zie ook *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/114 en 149.
82. De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.1 en Westerhuis & De Jong 2015, p. 29-30. De stagnatie in de eerste helft van de 19e eeuw was volgens De Jong & Roëll te wijten aan de hoge staatsschuld, de afscheiding van België, dat traditioneel actiever was in productie dan het op handel gerichte Nederland, hoge transportkosten die mede gerelateerd waren aan de lastige infrastructuur in de laaggelegen gebieden, en enkele andere factoren zoals hoge grondstofkosten, hoge loonniveaus en lage opleidingsniveaus.
83. De Jongh 2014, nr. 103.
84. De Jongh 2014, nr. 104. De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.3, merken op dat dit op zichzelf geen teken was van het ontbreken van investeringen, nu deze ook regelmatig buiten de beurs om plachten te geschieden.
85. De Jongh 2014, nr. 104. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 3 duidt de periode 1880-1940 aan als het tijdperk van de opkomst van ondernemingen.
86. Koninklijke Olie ging in 1907 een organisatorische samenwerking aan met Shell Transport and Trading Company waarbij de twee vennootschappen bleven voortbestaan als separate en genoteerde houdstervennootschappen van de samengevoegde onderneming. Deze situatie heeft voortgeduurd tot 2005, toen de groep werd geherstructureerd met aan het hoofd de houdstervennootschap Royal Dutch Shell plc, een Engelse vennootschap met haar hoofdkantoor in Den Haag en beursnoteringen in Londen, Amsterdam en New York. Royal Dutch Shell plc was in 2019 met een omzet van $397 miljard de op twee na grootste onderneming ter wereld gemeten naar omzet, zie *Fortune Global 500 of 2019*, te raadplegen via fortune.com.
87. 'Het aandeel Royal Dutch Shell' in *Shell Venster* 2015/1, shell.nl.

buitenlandse aandeelhouders te beperken door middel van preferente prioriteitsaandelen. De achtergrond van het voorstel was dat het bestuur van Koninklijke Olie zich wilde beschermen tegen mogelijke avances van haar Amerikaanse concurrent Standard Oil, waardoor de onderneming en aandelenkoers van Koninklijke Olie negatief zouden kunnen worden beïnvloed. Het voorstel van het bestuur hield in dat preferente aandelen op naam zouden worden uitgegeven aan ingezetenen of vennootschappen in Nederland en Nederlands-Indië, welke aandelen slechts konden worden overgedragen na goedkeuring van preferente aandeelhouders. De aandelen hadden een preferent karakter omdat daaraan een winstpreferentie was toegekend, maar ook een prioriteitskarakter, nu de vergadering van preferente aandeelhouders het recht kreeg om bindende voordrachten te doen voor de benoeming van bestuurders, commissarissen en de vertegenwoordiger in Nederlands-Indië. Voor besluiten tot statutenwijziging, ontbinding en aandelenemissie was goedkeuring van diezelfde vergadering vereist. Ondanks protesten, en ondanks dat de richtlijnen van het departement van Justitie bepaalden dat een benoeming door de AV nimmer op voordracht van anderen mocht geschieden, werd de oligarchische regeling doorgevoerd. Als gevolg van de discussie die hierover ontstond, werd uiteindelijk in 1917 een beleidswijziging doorgevoerd op het departement van Justitie waarbij een bindend voordrachtsrecht bij bestuurdersbenoemingen werd toegestaan.[88]

2.3 De 20e eeuw tot aan de Tweede Wereldoorlog

Na de hierboven beschreven episode en de genoemde beleidswijziging raakten bindende voordrachtsrechten in zwang.[89] Ook andere oligarchische of beschermende regelingen werden in het begin van de 20e eeuw geïntroduceerd, zoals piramideconstructies, certificering van aandelen, kwaliteitseisen voor bestuurders en commissarissen gerelateerd aan hun nationaliteit, bijzondere meerderheden en quorumvereisten.[90] De Jongh beschrijft deze ontwikkelingen

88. Deze casusomschrijving is mede gebaseerd op De Jongh 2014, nrs. 126 en 127. Zie hierover ook Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/78, par. 1; Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7222, par. 2.1.2 ; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/568.
89. De Jongh 2014, nr. 127.
90. De Jongh 2014, nr. 127; Westerhuis & De Jong 2015, p. 45. Met een piramideconstructie wordt gedoeld op het 'stapelen' van vennootschappen waarin een meederheidsbelang wordt gehouden om zo de zeggenschap te houden over vennootschappen waarin de uiteindelijk aandeelhouder effectief slechts een minderheidsbelang houdt. Met certificering van aandelen wordt gedoeld op het scheiden van zeggenschap en kapitaalbelang door het plaatsen van aandelen bij een stichting die certificaten van die aandelen uitgeeft aan kapitaalverschaffers. Met kwaliteitseisen wordt hier gedoeld op voorschriften die erop zien dat personen enkel bestuurder of commissaris kunnen zijn indien zij de Nederlandse nationaliteit bezitten. Met bijzondere meerderheden en quorumvereisten wordt gedoeld op de situatie dat statutair bepaald wordt dat voor een besluit een gekwalificeerde meerderheid van stemmen of een

gedetailleerd in zijn proefschrift.[91] Hij signaleert als motieven de wensen om het Nederlandse bedrijfsleven te beschermen tegen buitenlandse overnames en concurrenten op afstand te houden. Als onderliggende drijfveren noemt hij de toenemende belangen van buitenlandse investeerders in Nederlandse beursvennootschappen aan het einde van de 19e en begin van de 20e eeuw in combinatie met de kleine omvang van beursvennootschappen ten opzichte van hun buitenlandse soortgenoten en het feit dat die buitenlandse soortgenoten vaak ook over oligarchische regelingen konden beschikken. Daarbij wijzigde het politieke klimaat aan de vooravond van de Eerste Wereldoorlog. Het liberalisme verloor terrein ten gunste van het nationalisme en protectionisme.[92] De periode van economische groei in Nederland vanaf het einde van de 19e eeuw leidde ook tot de groei van veel ondernemingen, waarbij in die NV's institutionele en corporatieve elementen meer op de voorgrond traden, zodat het bestuur van de NV slagvaardig kon (blijven) optreden.[93] In de jaren van 1914 tot 1920 vonden in Nederland veel aandelenemissies plaats.[94] Aandeelhouders namen daarbij genoegen met minder zeggenschap, mede gezien de florerende economie, aandeelhoudersabsenteïsme en toenemende liquiditeit.[95] De Amsterdamse beurs was aan het begin van de 20e eeuw dan ook zeer populair. In 1913 kende Nederland 65,87 beursvennootschappen per miljoen inwoners, wat relatief hoog was.[96] Ter vergelijking: de Verenigde Staten kenden destijds 4,75 beursvennootschappen per miljoen inwoners.[97] In 1914 werd een beurswet ingevoerd die de basis vormde voor toezicht door de minister van Financiën op de effectenmarkten, maar dit toezicht bleef beperkt, nu de zelfregulering van de Amsterdamse beurs in grote mate gehandhaafd bleef.[98]

---

minimaal aandeel in het geplaatst kapitaal aanwezig moet zijn, terwijl voor een dergelijk besluit wettelijk slechts een gewone meerderheid nodig is. Zie ook paragraaf 6.1.3 van dit proefschrift voor een bespreking van verschillende soorten beschermingsconstructies.

91. De Jongh 2014, nr. 127. Zie in dezelfde zin: Frentrop 2013, p. 108.
92. Frentrop 2012, p. 108 merkt op dat dit gepaard ging met de beperking van zeggenschap van aandeelhouders.
93. De Jongh 2014, nr. 152.
94. Kennelijk werden de aandelenkoersen in Nederland niet negatief beïnvloed door de Eerste Wereldoorlog. Frentrop 2013, p. 106 en 109, merkt op dat de Eerste Wereldoorlog de aandelenkoersen in New York deed stijgen door hoop op winst en de Europese beurzen deed stijgen door vrees voor verlies. Dat laatste kwam kennelijk met name door hoge inflatie in enkele landen op het Europese continent, waardoor rendement werd gezocht in aandelenbeleggingen.
95. De Jongh 2014, nr. 128.
96. Rajan & Zingales 2003, par. 2. Van de 24 landen die in het onderzoek van Rajan & Zingales zijn betrokken kende enkel België op dat moment meer beursvennootschappen per miljoen inwoners.
97. Rajan & Zingales 2003, par. 2.
98. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.7.

Na een langdurig herzienings- en wetgevingsproces[99] beleefde het NV-recht een grondige herziening met de Wet van 1929.[100] Timmerman noemt de inwerkingtreding van deze wet op 1 april 1929 het "beginpunt van de geschiedenis van het moderne ondernemingsrecht".[101] Inderdaad bevatte de nieuwe regeling een duidelijke uitbreiding van de destijds bestaande NV-wetgeving, waarvan veel bepalingen nog zijn terug te vinden in het huidige boek 2 BW. Die uitbreiding bestond deels uit 'nieuw recht' en deels uit verduidelijkingen en codificaties van bestaande rechtspraak.[102] Zo werd – in overeenstemming met de rechtspraak van de Hoge Raad – verduidelijkt dat een NV een rechtspersoon was.[103] Het uitgangspunt werd voorts dat de NV voor onbepaalde tijd werd aangegaan, al kon de akte van oprichting anders bepalen.[104] Voor de verhouding tussen de AV en het bestuur is van belang dat aan deze twee organen van de NV veel uitgebreider aandacht werd besteed dan in de Wet van 1838 het geval was. Paragraaf 4 van de Wet van 1929 was gewijd aan de positie van de AV en paragraaf 5 van die wet aan de positie van het bestuur. Bij de inwerkingtreding van de Wet van 1929 werd de NV gezien als een bijzondere vorm van maatschap.[105]

Het vertrekpunt voor de verdeling van bevoegdheden binnen de vennootschappelijke organisatie in de Wet van 1929 was dat alle bevoegdheden berustten bij de AV, binnen de in de wet of de akte van oprichting gestelde grenzen.[106] Volgens de wetsgeschiedenis was de AV "het hoogste gezag in de naamlooze

99. Belinfante 1929, p. VII. Zie ook: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/15-25; Westerhuis & De Jong 2015, p. 85-89.
100. Zie voor een beknopt overzicht van verschillende (voor)ontwerpen en wijzigingen: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/4.
101. Timmerman 2016/1.1.
102. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/27.
103. Artikel 37 Wet van 1929.
104. Artikel 37a Wet van 1929. Indien de NV slechts voor bepaalde tijd was opgericht, werd deze in beginsel van rechtswege ontbonden door het verstrijken van die bepaalde tijd, zie artikel 55 lid 1 Wet van 1929.
105. Timmerman 2016/1.2. Bijzonder in de zin dat deze maatschapsvorm als gevolg van de rechtspersoonlijkheid ook jegens derden werkte. Zie voor een nuancering van deze visie, met name de verschillen tussen theoretische opvattingen en de praktijk, met tevens een onderbouwing van de opvatting dat de Wet van 1929 voornamelijk bedoeld was voor besloten NV's: Overkleeft 2017, par. 2.3.1-2.3.2. Die laatste visie van Overkleeft behoeft mijns inziens op haar beurt weer enige nuancering, omdat uit de wetsgeschiedenis duidelijk wordt dat de regeling ook uitdrukkelijk bedoeld is voor open NV's, zie Belinfante 1929, p. 310. Hieruit blijkt dat de kritiek van de kamercommissie op de regeling juist was dat deze teveel geschreven zou zijn voor de 20% open NV's en niet voldoende voor de 80% besloten NV's, waar de minister van Justitie tegenin bracht dat flexibiliteit geboden was, omdat het wetsontwerp naar zijn inhoud bestemd was om algemeen te gelden. Kennelijk was door de voorbereidende commissie van het wetsontwerp uit 1910 wel een gedetailleerde regeling tussen de open en besloten vennootschap voorzien, maar werd dit van regeringszijde tegengewerkt, zie Honée 1988, nr. 4.
106. Artikel 43 Wet van 1929. Met de akte van oprichting werd gedoeld op die akte met inbegrip van eventuele latere wijzigingen. We zouden dit nu de statuten noemen.

vennootschap".[107] De Wet van 1929 bepaalde voorts dat ieder jaar een AV diende te worden gehouden en bevatte formaliteiten voor de oproeping daarvan.[108] Aandeelhouders waren bevoegd om de AV bij te wonen, daarin het woord te voeren en hun stemrecht uit te oefenen.[109] Het bestuur kreeg in de AV een raadgevende stem.[110] De stemrechtbeperking uit de Wet van 1838 bleef echter bestaan.[111] In artikel 43c-d van die wet werd aan aandeelhouders die gezamenlijk ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen het recht toegekend om het bestuur en de commissarissen te verzoeken een AV bijeen te roepen met opgave van de te behandelen onderwerpen. Dit recht om een vergadering te verzoeken is inhoudelijk vrijwel gelijk aan de huidige regeling in artikelen 2:110 en 111 BW.

Het bestuur werd in de Wet van 1929 de volgende kernbevoegdheden toegekend: (1) het besturen van "de zaken der vennootschap", (2) het beheer van het vermogen van de NV, (3) de handelingen bedoeld bij het tweede lid van artikel 1833 (oud) BW en (4) het vertegenwoordigen van de NV in en buiten rechte.[112] Het bestuur werd voor de eerste maal benoemd in de akte van oprichting en later door de AV, die ook bevoegd was elke bestuurder te allen tijde te schorsen of ontslaan.[113] Ook commissarissen waren, tenzij in de akte van oprichting anders was bepaald, bevoegd om iedere bestuurder te allen tijde te schorsen, met dien verstande dat die schorsing door de AV kon worden opgeheven.[114] De akte van oprichting kon bepalen dat de benoeming van bestuurders diende te geschieden uit een voordracht van twee kandidaten, maar de AV kon aan die voordracht steeds het bindend karakter ontnemen bij besluit genomen met

107. Belinfante 1929, p. 77. Het betrof hier de memorie van toelichting bij artikel 45 van het wetsontwerp van 14 februari 1910. Het artikel 45 uit dat ontwerp is uiteindelijk ongewijzigd opgenomen als artikel 43 van het gewijzigde wetsontwerp, zie de vergelijkingstabel in Belinfante 1929, p. 233. De 'hoogste macht'-gedachte was oorspronkelijk dus niet slechts een stelling van Van der Heijden (anders: Overkleeft 2017, par. 2.2.3 en 2.3.2 en Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45, par. 2), maar was kennelijk de bedoeling van de wetgever bij de totstandkoming van de Wet van 1929 (in dezelfde zin: Honée 1988, nr. 9; De Jongh 2014, nr. 147; Westerhuis & De Jong 2015, p. 88). Overigens merkt Löwensteyn 1959, p. 122 op dat de betekenis van de term 'hoogste macht' niet vast stond. Zie verder ook voetnoot 144 van dit hoofdstuk.
108. Artikel 43a en 43f e.v. Wet van 1929.
109. Artikel 44a Wet van 1929.
110. Artikel 44a Wet van 1929.
111. Artikel 44b Wet van 1929.
112. Artikel 47 Wet van 1929. Het tweede lid van artikel 1833 (oud) BW was een onderdeel van de zeventiende titel van het BW dat zag op de lastgeving. Het bepaalde dat om goederen te vervreemden, met hypotheek te bezwaren, om een dading aan te gaan of om een andere daad van eigendom te verrichten, een uitdrukkelijke lastgeving vereist was.
113. Artikel 48 en 48b Wet van 1929.
114. Artikel 51a Wet van 1929.

twee derde van de stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het geplaatste kapitaal.[115] De bezoldiging van het bestuur werd door de AV bepaald, tenzij in de akte van oprichting van die hoofdregel werd afgeweken.[116] De AV was in beginsel ook bevoegd om commissarissen te benoemen, te ontslaan en te schorsen, behoudens dat in de akte van oprichting kon worden bepaald dat hoogstens een derde van het aantal commissarissen kon worden benoemd door een ander dan de AV. Die 'ander' had dan ook het uitsluitend recht om de desbetreffende commissarissen te ontslaan en te schorsen, waar dat recht in beginsel de AV toekwam.[117]

In het jaar van de inwerkingtreding van de Wet van 1929 vond in de Verenigde Staten de beurskrach plaats. In de nasleep daalden de aandelenkoersen in veel landen en kwamen verschillende boekhoudfraudes aan het licht.[118] De beurskrach had in eerste instantie geen grote invloed op Nederland. Dit werd pas anders toen begin jaren 1930, als gevolg van de invloed van deze crisis op de internationale markten, de buitenlandse vraag naar Nederlandse producten afnam, de economische groei stagneerde en de werkloosheid toenam. Niettemin leidden deze crisisjaren in Nederland niet tot noemenswaardige wetswijzigingen.[119] Dat was anders in de Verenigde Staten. De federale wetgever – die geen directe invloed heeft op het vennootschapsrecht van staten, maar wel op het federale effectenrecht – introduceerde daar de Securities Act van 1933 en de Securites Exchange Act van 1934.[120] De eerstgenoemde wet heeft tot doel ervoor te zorgen dat beleggers financiële en andere belangrijke informatie ontvangen over effecten die aan het publiek worden aangeboden en dat bedrog, misleiding en fraude worden voorkomen.[121] Met de laatstgenoemde wet is de Securities and Exchange Commission (SEC) ingesteld, die brede bevoegdheden heeft om doorlopend toezicht te houden op de effectenmarkten- en beurzen, en werden regels geïntroduceerd over informatie- en andere rapportageverplichtingen, openbare biedingen en handel met voorwetenschap.[122] Beide wetten zijn (in aangepaste vorm) nog steeds van kracht en vervullen een prominente rol in het Amerikaanse effectenrecht.

115. Artikel 48a Wet van 1929.
116. Artikel 48a Wet van 1929.
117. Artikel 50d Wet van 1929.
118. Frentrop 2013, p. 125.
119. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
120. Eisenberg & Cox 2014, p. 352 en Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.3.
121. De website van de SEC, sec.gov.
122. Eisenberg & Cox 2014, p. 352. Zie ook de website van de SEC, sec.gov.

2.4 Van de Tweede Wereldoorlog tot het begin van de jaren 1970

> "A 'big corporation' of the year 1925 was still primarily a personal expression. In 1955, the same corporation — say, General Motors, or Aluminum Corporation of America, or (a less rapidly growing field) United States Steel — is quite obviously an institution."[123]

In de jaren 1950 en 1960 werden ondernemingen in Nederland in steeds grotere mate een sociaal-maatschappelijke functie toegedicht.[124] In het verlengde hiervan werd beoogd een zekere invloed van werknemers op met name NV's met grote ondernemingen te verwezenlijken.[125] Dit kwam onder andere tot uiting in de in 1950 ingevoerde Wet op de ondernemingsraden (WOR), de eerste wettelijke algemene medezeggenschapsregeling,[126] en de Wet op de bedrijfsorganisatie, waarbij de sociaal economische raad (SER) werd opgericht, maar ook in de verdere ontwikkeling van beschermingsconstructies.[127] In 1956 waren slechts vier van de 70 beursvennootschappen met een kapitaal van ten minste 10 miljoen gulden onbeschermd.[128] Met de oprichting van de hiervoor genoemde overlegorganen en andere organisaties met bevoegdheden ten aanzien van het bedrijfsleven ontwikkelde zich gaandeweg een corporatistisch geleide economie.[129] Deze ontwikkelingen vertoonden overeenkomsten met de ideeën van destijds invloedrijke economen als John Maynard Keynes. Beïnvloed door de crisisjaren van 1930 stonden zij een genuanceerd (of gecontroleerd) kapitalisme voor, met een brede rol voor de onderneming en de overheid bij het stimuleren van investeringen en welvaart in de maatschappij.[130] Bij Keynes is

---

123. Voorwoord van A.A. Berle bij E.S. Mason (red.), *The Corporation in Modern Society*, Cambridge, Massachusetts (Verenigde Staten): Harvard University Press 1964, p. xiv.
124. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 4 duidt de periode 1945-1980 aan als het tijdperk van de sociale onderneming.
125. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/30.
126. Kemp 2015, par. 2.2.7.
127. De Jongh 2014, nr. 134.
128. De Jongh 2014, nr. 134.
129. Schuit 2008; Frentrop 2013, p. 134; Westerhuis & De Jong 2015, p. 112. Dit corporatistisch systeem legde de basis voor het Nederlandse 'poldermodel', waarbij besluiten geen resultante waren van een hiërarchisch systeem of de hoeveelheid kapitaal die door een aandeelhouder ter beschikking werd gesteld, maar van overleg tussen (vertegenwoordigers van) actoren die belang hadden bij het besluit. De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.2, wijzen op het belang van dit overlegmodel tijdens de periode van wederopbouw na de Tweede Wereldoorlog, nu door de collectieve arbeidsonderhandelingen de loonstijgingen voor lange tijd beperkt konden worden en werknemers in ruil hiervoor inspraak kregen bij vennootschapsbesluiten die de werkgelegenheid konden raken.
130. Zie ook Roncaglia 2017, par. 14.1 en Frentrop 2013, p. 132. John Maynard Keynes' meest invloedrijke boek was *The General Theory of Employment, Interest and Money* uit 1936. Hij legde de basis voor wat wordt aangeduid als de 'keynesiaanse economie' of *managed capitalism*, waarbij de overheid een rol wordt toegedicht om de economie te sturen door middel van specifiek daarop te voeren beleid. Een ander belangrijk boek dat uitkwam rond die tijd

ook de gedachte terug te vinden dat hoe omvangrijker een onderneming wordt, hoe meer zij haar private karakter verliest en een meer maatschappelijke rol krijgt.[131] Hierbij komen de aandeelhouders verder op afstand te staan en draagt het bestuur zorg voor de onderneming als onderdeel van de maatschappij. Ook de mogelijke rol van de werknemers werd steeds nadrukkelijker erkend. Zij waren niet langer alleen als 'productiefactor arbeid' betrokken bij de ondernemingsactiviteiten, maar werden in bepaalde mate medebeleidsbepaler binnen de vennootschap.

Als gevolg van deze maatschappelijke ontwikkelingen, de economische voorspoed, de centrale rol van de onderneming in de NV en het aandeelhoudersabsenteïsme, werd het bestuur steeds nadrukkelijker en onbestreden de 'vennootschapsleiding'.[132] Het was in deze periode dat concepten als bestuursautonomie en vennootschappelijk belang zich ontwikkelden.[133] Hierdoor werd ook definitief afscheid genomen van de NV als contractuele samenwerking ten gunste van de institutionele (ook wel de 'corporatieve' of 'objectiefrechtelijke') leer. Deze leer ging er niet langer van uit dat het bestuur handelde op basis van gedelegeerde bevoegdheden die voortvloeiden uit de afspraken tussen aandeelhouders, maar dat de NV een instituut is met daarin een organisatorische scheiding van bevoegdheden tussen de AV, het bestuur en de raad van commissarissen.[134] De Hoge Raad formuleerde in het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest uit 1949 het richtsnoer van het belang van de vennootschap, waarnaar

was *The Modern Corporation and Private Property* van Adolf Berle en Gardiner Means uit 1932. In hun boek betoogden Berle en Means dat er bij grote vennootschappen sprake was van een *separation of ownership and control*, die ertoe leidde dat de aandeelhouders van de vennootschap geen controle meer hadden over de onderneming die werd geleid door het management, waardoor overheidsbemoeienis in de vorm van regulering noodzakelijk was. Deze theorie bepaalde het onderzoek van Amerikaanse ondernemingsrechtjuristen tot aan de jaren 1980 (zie Cheffins 2013, p. 8). In Frankrijk waren soortgelijke gedachten als van Keynes al eerder opgekomen bij de 'institutionalisten', een afzonderlijke rechtssociologische stroming uit de katholieke corporatistische traditie. Specifiek voor het vennootschapsrecht bracht het institutionalistische gedachtengoed mee dat de nadruk werd gelegd op de onderneming als maatschappelijke organisatie in plaats van de vennootschap als kapitaalsvereniging. Die onderneming is dusdanig ingericht dat belangenpluralisme wordt gewaarborgd, met het bestuur aan het hoofd. Zie: De Jongh 2014, nr. 144 en Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* 2015/28, par. 3.2-3.3.

131. De Jongh 2014, nr. 140.
132. De Jongh 2014, nr. 135.
133. Deze begrippen hangen nauw met elkaar samen en hebben zich ontwikkeld tot de kern van ons vennootschapsrecht, zie Huizink 2020, par. 5.
134. Zie ook Blanco Fernández, *Ondernemingsrecht* 2018/29, die kritisch is op de beschreven ontwikkeling naar het institutionele denken en het gebrek aan normatieve inhoud en betekenis daarvan. Tevens kritisch: Schwarz 2018 en Raaijmakers, *AA* 2018. Overschrijding van de organisatorische grenzen kan volgens de Ondernemingskamer gegronde reden vormen voor twijfel aan een juist beleid, zie: Hof Amsterdam (OK) 18 juli 2018, *JOR* 2018/303, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Eneco*), r.o. 3.18-3.24.

(in dat geval) commissarissen zich dienden te richten, zelfs indien dat belang botste met belangen van aandeelhouders.[135]

De zelfstandige rol en het richtsnoer voor het handelen van de vennootschapsleiding werd uiteindelijk bevestigd door de Hoge Raad in zijn *Forumbank*-arrest uit 1955.[136] Deze uitspraak wordt wel gezien als het beginpunt van het leerstuk van 'bestuursautonomie' en gaf verdere duidelijkheid over de verhouding tussen het bestuur en de AV.[137] Hierin werd overwogen dat het bestuur en de AV elk hun eigen bevoegdheden hebben, die zij niet mogen overschrijden, en dat de AV ten aanzien van de bevoegdheden van het bestuur geen instructies kan geven. Overkleeft meent dat de betekenis van het *Forumbank*-arrest moet worden gerelativeerd omdat de gedachte dat de AV de hoogste macht in de vennootschap vertegenwoordigde op het moment dat dat arrest werd gewezen al niet langer gezien werd als de heersende leer.[138] Ik ben dat met hem eens. De overweging uit *Forumbank* dat de AV de bij de wet en statuten getrokken grenzen van haar bevoegdheid niet mag overschrijden volgde reeds uit het *Van Gulpen & Swerts/Eugen Mehler*-arrest van de Hoge Raad.[139] Daarbij overwoog de wetgever al in de aanloop naar de totstandkoming van de Wet van 1929:

> "De bijzondere stelling, welke de naamlooze vennootschap bekleedt, ook hare rechtspersoonlijkheid, eischt dat zelfs niet met aller toestemming de akte, hetzij voor eens of meermalen op zij kan worden geschoven, hetzij voor goed kan worden gewijzigd, dan volgens de regelen, bij die akte zelve,

135. HR 1 april 1949, *NJ* 1949/465 (*Doetinchemse IJzergieterij*). Zie hierover ook Overkleeft 2017, par. 2.4 en De Jongh 2019, die uitgebreid ingaat op dit arrest, met behandeling van de aantekeningen van de raadsheren. Dit richtsnoer werd voor commissarissen gecodificeerd in 1971 (zie paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift). Hoewel de wetgever niet ook tegelijk eenzelfde richtsnoer voor het bestuur heeft ingevoerd, werd al sinds het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest aangenomen dat dit richtsnoer ook gold voor het bestuur, zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/122 en De Jongh 2014, nr. 165. Zie ook paragraaf 5.1.1. Overigens beschrijft Koelemeijer 1999, p. 19, dat Van der Grinten, Löwensteyn en Maeijer kritiek hadden op het *Doetinchemse IJzergieterij*-arrest omdat volgens de goede trouw (de huidige redelijkheid en billijkheid) alle belangen zouden moeten worden afgewogen, waarbij het vennootschappelijk belang niet bij voorbaat overwegend zou moeten zijn. Die kritiek vertoont overeenkomsten met de resultanteleer, zie daarover paragraaf 5.1.2 van dit proefschrift.
136. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959/43, m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*).
137. De Jongh 2014, nr. 147 en Overkleeft 2017, par. 2.5.2. De Jongh merkt hierover op dat dit arrest ook kan worden gezien als sluitstuk van een discussie over de bestuurstaak die sinds de invoering van de Wet van 1929 had gespeeld. Deze discussie ging over twee vragen: (1) hoe ruim moet de wettelijke bestuurstaak worden opgevat en (2) in hoeverre is het bestuur gehouden instructies van de AV op te volgen. Met bestuursautonomie (ook wel: bestuurszelfstandigheid) wordt bedoeld dat het bestuur niet gehouden is op het gebied van de hem door wet of statuten toegekende bevoegdheid de bevelen op te volgen van andere organen, waaronder de AV. Zie: Löwensteyn 1959, p. 57.
138. Overkleeft 2017, par. 2.5.
139. HR 8 april 1938, *NJ* 1938/1076, m.nt. P. Scholten (*Van Gulpen & Swerts/Eugen Mehler*).

> of bij de wet, aangegeven. De bekendmaking van de akte van oprichting zou haar nut grootendeels missen, indien niet de zekerheid bestond, dat men nimmer, ook niet met eenstemmigheid, van hare bepalingen wettiglijk mag afwijken."[140]

Het is wat mij betreft opmerkelijk dat door de Hoge Raad en de A-G in *Forumbank* niet wordt verwezen naar deze wetsgeschiedenis. Wellicht is de reden daarvoor dat diezelfde wetsgeschiedenis de AV nu juist wél bestempelde tot hoogste macht in de vennootschap. Het hierboven weergegeven citaat van de minister wordt namelijk voorafgegaan door de zinnen:

> "De algemeene vergadering is het hoogste gezag in de naamlooze vennootschap. Zij is intusschen niet bevoegd tot al datgene, waartoe krachten het gemeene recht diegenen bevoegd zijn, die te zamen door overeenkomst zijn verbonden."[141]

Naast de parlementaire geschiedenis noemt ook het handboek van Van der Heijden uit 1931 de AV als hoogste macht in de NV.[142] Hijmans van den Berg merkte in zijn annotatie bij het *Forumbank*-arrest het volgende op over deze uitdrukking:

> "Met een zekere hardnekkigheid vindt men, ook in de handboeken, de bewering, dat de algemene vergadering 'de hoogste macht' in de n.v. zou zijn. Zo Polak, Handboek, blz. 381, Kist-Visser, t.a.p., blz. 174 en ook thans nog Molengraaff, Leidraad, I (1953), blz. 260. Men vindt die bewering niet meer bij van der Heyden-van der Grinten (zie t.a.p., no. 203) en evenmin bij Dorhout Mees, Kort Begrip (1956); zie aldaar nos. 607 en 608. Zij is, gelijk Kamphuisen, De rechtsverhouding tussen directeur en n.v., de N.V. XXV, blz. 183 heeft opgemerkt, niet meer dan een 'slogan', of, — Het oligarchisch karakter der naamloze vennootschap, de N.V. XXX, blz. 201 —, 'een groot vals woord'. Het misleidende van den 'slogan' blijkt reeds bij lezing van art. 43K. op zichzelf en nog duidelijker bij lezing in verband met art. 47 K. 'Hoogste macht' kan, gezien onze wet, alleen betekenen, dat bepaalde bevoegdheden aan de algemene vergadering niet kunnen worden ontnomen; maar dat is geen hoogste macht. Door middel van oligarchische clausules en prioriteitsaandelen kan zelfs haar 'laatste woord': de bevoegdheid van de algemene vergadering tot benoeming, schorsing en ontslag van directeuren,

140. Belinfante 1929, p. 77.
141. Belinfante 1929, p. 77. Zie hierover ook: Sanders 1952, p. 330.
142. Van der Heijden 1931, nr. 202. Zie hierover ook Overkleeft 2017, par. 2.2.3, die vermeldt dat deze gedachte in 1962 in de zevende druk van het handboek is losgelaten.

aanzienlijk worden beperkt. Het is te hopen, dat 's Hogen Raads beslissing ertoe bijdraagt den 'slogan' de wereld uit te helpen."[143]

Anders dan Hijmans van den Berg lijkt te veronderstellen, kan gezegd worden dat de 'hoogste macht'-gedachte – in het licht van de hiervoor aangehaalde wetsgeschiedenis en literatuur – niet geheel uit de lucht is gegrepen en zeker in de periode rond de inwerkingtreding van de Wet van 1929 nog de heersende was.[144] Hij heeft wel gelijk dat ook de Wet van 1929 vergaande beperkingen van aandeelhoudersrechten door middel van oligarchische regelingen toestond.

Door de Hoge Raad werd in *Forumbank* niet alleen geoordeeld dat de AV de door de wet en statuten getrokken grenzen van haar bevoegdheid niet mag overschrijden. De Hoge Raad overwoog ook dat dit inhield dat de AV geen besluit mocht nemen dat de strekking had het bestuur te verplichten om tot uitvoering van dat besluit over te gaan, terwijl de bevoegdheid tot het onderwerp waar het besluit op zag toekwam aan het bestuur. Die specifieke overweging is wel van grote betekenis.[145] Bij cassatiemiddel was nog betoogd dat de AV daartoe wel bevoegd zou moeten zijn, ondanks dat het relevante onderwerp – dat was niet in geschil – behoorde tot de bevoegdheid van het bestuur, "…en wel omdat de bestuurders ondergeschikt zijn aan de naamloze vennootschap en de algemene vergadering de hoogste macht in de naamloze vennootschap bezit."[146] Ook een dergelijk besluit van de AV dat het bestuur verplicht tot het op een zekere wijze uitvoeren van diens eigen bevoegdheid levert volgens de Hoge Raad echter een ongeoorloofde overschrijding op door de AV van de bij wet en statuten getrokken grenzen. Van belang is nog dat de bestuurs*zelfstandigheid*, die in het *Forumbank*-arrest werd bevestigd, ook een bestuurs*verantwoordelijkheid* met

143. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43, m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*). Zie Overkleeft 2017, par. 2.5.2 voor enige opmerkingen over de onjuiste verwijzingen van Heijmans van den Berg naar opvattingen in de literatuur.
144. Zie ook: Sanders 1952, p. 330. In dezelfde zin Honée 1988, nr. 9: "De Minister kon in 1928 zonder tegenspraak de algemene vergadering poneren als de hoogste macht, omdat dit destijds een algemeen geldende opvatting weergaf. Deze opvatting was een uitvloeisel van de destijds gehuldigde visie op de aard van de naamloze vennootschap. Zij werd gezien als een verenigingsverband van aandeelhouders dat verankerd is in een contractuele verhouding tussen de aandeelhouders. In deze benadering waren de aan het bestuur toegekende bevoegdheden afgeleiden van de omnipotens van de algemene vergadering. Dat betekende dat het bestuur als het ware onder instructie van de algemene vergadering stond, en voorts dat het bestuur zich bij de uitoefening van zijn taak niet behoorde te richten op andere belangen dan die van de aandeelhouders. Kortom: de vennootschappelijke structuur werd gezien als een hiërarchische waarin het bestuur en de raad van commissarissen een aan de algemene vergadering ondergeschikte positie innemen." Zie ook Koelemeijer 1999, p. 9, met verwijzing naar verschillende bronnen in de literatuur, en voetnoot 107 van dit hoofdstuk.
145. Zie ook: Löwensteyn 1959, p. 1.
146. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43, m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*).

zich brengt. Dit wil zeggen dat het bestuur zich niet kan verschuilen achter de AV wanneer het voor een bepaald besluit ter verantwoording wordt geroepen.[147] Duidelijk is in ieder geval dat het bestuur ten tijde van *Forumbank* niet langer als ondergeschikt aan de AV werd gezien. Aannemelijk is dat in het begin van de 20e eeuw de 'hoogste macht'-gedachte nog wel de overhand had, maar dat deze na de Tweede Wereldoorlog, in de jaren 1950, is losgelaten.[148] Er is sindsdien niet langer sprake van een hiërarchisch, maar van een nevenschikkend organisatiemodel.[149]

Door de hierboven omschreven ontwikkelingen worden de jaren 1950 in de literatuur genoemd als de periode dat in Nederland afscheid werd genomen van de contractuele opvatting als heersende leer, ten gunste van de institutionele opvatting.[150] Deze verschuiving in opvattingen had ook tot gevolg dat de positie van het bestuur werd verstevigd en dat daarmee de positie van de AV werd verzwakt, doordat het bestuur nu een zelfstandige en uitdijende taak had die ontleend was aan de vennootschapsorde en niet aan de AV, welke taak gericht was op het vennootschapsbelang en niet op het belang van de gezamenlijke aandeelhouders.[151]

De hiervoor beschreven ontwikkelingen uitten zich eind jaren 1950 in een wens tot herziening van het NV-recht. Ter vervulling van deze wens stelde de minister van Justitie in 1960 een Commissie Herziening Ondernemingsrecht in, die bekend is komen te staan als de 'Commissie Verdam', naar haar voorzitter P.J. Verdam. De Commissie Verdam had in het bijzonder de opdracht te rapporteren over hoe met de werknemersbelangen in grote ondernemingen moest worden omgegaan en in hoeverre deze belangen in de vennootschappelijke orde moesten worden bestendigd.[152] Zij publiceerde op 26 november 1964 het rapport *Herziening van het Ondernemingsrecht*.[153] Dit rapport bevatte onder andere voorstellen voor een wet op de jaarrekening, herziening van het enquêterecht, een nieuwe regeling voor ondernemingsraden en een voorstel tot structuurwijziging van de grote NV.[154] De minister van Justitie heeft de SER verzocht om te adviseren over de door de Commissie Verdam gedane voorstellen. De SER

147. Huizink 2015, par. 3.
148. In vergelijkbare zin: Honée 1988, nr. 9; De Jongh 2014, nr. 148 en De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.2. Zie hierover ook: Overkleeft 2017, par. 2.5.2.
149. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:107 BW, aant. 2. In dezelfde zin: Löwensteyn 1959, p. 1-2: "Het arrest van 1955 nu bevestigde onze aanvankelijke mening, dat het bestuur beschouwd moet worden als evenknie van de A.V."
150. De Jongh 2014, nr. 152. Zie ook: Van Schilfgaarde 2016, nr. 51 en Overkleeft 2017, par. 2.6.2.
151. De Jongh 2014, nr. 156.
152. Overkleeft 2017, par. 2.7.2.
153. Voluit: *Herziening van het ondernemingsrecht. Rapport van de Commissie ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960*, Den Haag: Staatsuitgeverij 1965.
154. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/30.

bracht haar adviezen over de verschillende onderwerpen uit in de periode van 1966 tot en met 1969. In overeenstemming met de opdracht van de Commissie Verdam was een algemeen kenmerk van de discussies in deze rapporten en adviezen de medezeggenschap van werknemers. De achtergrond hiervan was dat de toenemende welvaart leidde tot vragen over de rol van de onderneming in de maatschappij en hoe die onderneming kon bijdragen aan een eerlijker verdeling van die toenemende welvaart. De algemene opvatting was dat werknemers op de een of andere wijze zeggenschap zouden moeten krijgen op het beleid van, in ieder geval, de NV die een grote onderneming dreef. Hierover vermeldt de wetsgeschiedenis bij de in 1971 in werking getreden structuurregeling:

> "Vooral na de oorlog begon het vraagstuk van de plaats van de arbeid in de structuur der onderneming de aandacht te trekken, hetgeen in 1950 leidde tot de Wet op de ondernemingsraden. Naar de bedoeling van de wetgever moet de ondernemingsraad worden gezien als orgaan van overleg en samenwerking tussen werkgever en werknemers – vandaar dat de eerstgenoemde als lid en voorzitter deelneemt aan de werkzaamheden van de ondernemingsraad; in de praktijk groeide de ondernemingsraad tevens tot personeelsvertegenwoordiging, een ontwikkeling welke in het recente ontwerp voor een nieuwe wet wordt erkend. Intussen kwam echter steeds meer de vraag in discussie, of ook niet van werknemerszijde medezeggenschap behoort te worden uitgeoefend ten aanzien van de samenstelling en de besluitvorming van de organen die het ondernemingsbeleid bepalen."[155]

De medezeggenschap van werknemers werd noodzakelijk geacht vanuit vier verschillende gezichtspunten.[156] Ten eerste werd medezeggenschap gezien als vorm van medeverantwoordelijkheid van werknemers voor de gang van zaken binnen de onderneming. Ten tweede werd deze gezien als uiting van de vergaande democratisering van de samenleving. Ten derde zou medezeggenschap het vertrouwen in toezicht op de besluitvorming bewerkstelligen. Ten vierde zou medezeggenschap relevant zijn voor het beschermen van de belangen van werknemers. Hoewel de maatschappelijke, politieke en juridische discussie over medezeggenschap van werknemers nadrukkelijk aanwezig was in de jaren 1950 en 1960, lijkt de uiteindelijke invloed van werknemers in de grote NV door medezeggenschap beperkt te zijn gebleven. Een ondernemingsraad heeft in bepaalde gevallen weliswaar de mogelijkheid advies uit te brengen of haar instemming aan bepaalde voorgenomen besluiten te onthouden, maar de

155. *Kamerstukken II* 1969/1970, 10 751, nr. 3 (MvT), p. 6.
156. *Kamerstukken II* 1969/1970, 10 751, nr. 3 (MvT), p. 8.

invloed van het structuurregime, en daarmee de inspraak van werknemers op beleidsvorming is bij beursvennootschappen uiteindelijk niet aanzienlijk.[157]

De rapporten en adviezen van de Commissie Verdam en de SER hebben in 1970 en 1971 geleid tot het aannemen van wetgeving die van belang was voor het in Nederland geldende NV-recht en die in het teken stond van de 'vermaatschappelijking van de onderneming'.[158] Het ging om de volgende vier wetten:

(a) Wijziging van de artikelen 53-54c van het Wetboek van Koophandel van 10 september 1970, die voorzag in een nieuwe regeling met betrekking tot het enquêterecht (waaronder voor vakbonden);[159]
(b) Wettelijke bepalingen met betrekking tot de jaarrekening van ondernemingen van 10 september 1970, waarbij in een regeling voor de jaarrekening werd voorzien en waarbij de Ondernemingskamer werd ingesteld;[160]
(c) Wet op de ondernemingsraden van 28 januari 1971 houdende nieuwe regelen omtrent de medezeggenschap van de werknemers in de onderneming door middel van ondernemingsraden waarin de WOR werd vernieuwd;[161] en
(d) Wijziging van het Wetboek van Koophandel van 6 mei 1971 betreffende voorzieningen met betrekking tot de structuur der naamloze en besloten vennootschap.[162]

Zoals beschreven in deze en de vorige paragraaf werden de jaren 1950 en 1960 gekenmerkt door een toenemende sociaal-maatschappelijke rol van de NV, een toenemende verzelfstandiging van de NV als instituut, toenemende bestuursautonomie en een afnemende invloed van aandeelhouders. Deze ontwikkelingen culmineerden in de wetgevingsgolf van begin jaren 1970, die het karakter van de NV wijzigde in die zin dat zij socialer en minder (enkel) winstgedreven werd. De invoering van de hierboven genoemde wetten kenmerkte een periode van ongekende wetgevingsdrift. Zoals de minister van Justitie aangaf, verkeerde het vennootschaps- en ondernemingsrecht "in een onstuimige ontwikkeling".[163] Deze ontwikkeling leidde tot vernieuwing van het enquêterecht, het instellen van de Ondernemingskamer, vernieuwing van de WOR en invoering van de structuurregeling, allemaal onderwerpen die nog altijd in meer of mindere mate van belang zijn voor de NV. Op 19 juni 1970 trad tevens het eerste besluit SER Fusiegedragsregels in werking. Deze Fusiegedragsregels beogen

157. In dezelfde zin: Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.4. Ik licht dit nader toe in paragraaf 3.4.3 van dit proefschrift.
158. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.4.
159. Stb 1970, 411. Zie ook: Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.4.
160. *Stb.* 1970, 414.
161. *Stb.* 1971, 54.
162. *Stb.* 1971, 289.
163. *Kamerstukken II* 1970/1971, 10 751, nr. 10 (MvA), p. 3-4.

de belangen van in een onderneming werkzame personen bij een voorgenomen fusie te beschermen. Zij zijn in de loop der jaren meerdere malen herzien.[164] In de hieropvolgende jaren werden nog enkele wetswijzigingen doorgevoerd, die echter geen materiële invloed hadden op de verhouding tussen het bestuur, de AV en de aandeelhouders.[165]

2.5 Van het begin van de jaren 1970 tot het heden

Uit de literatuur blijkt dat de zeggenschap van aandeelhouders in beursvennootschappen in Nederland halverwege jaren 1980 tot een minimum gereduceerd was.[166] Dit had niet alleen te maken met de hiervoor genoemde wetswijzigingen die zagen op de vermaatschappelijking van de beursvennootschap. Ook werden er vele oligarchische regelingen en beschermingsconstructies geïmplementeerd door besturen van beursvennootschappen om zo de aandeelhouders buiten te sluiten en de vennootschap – in de woorden van Honée – te vertimmeren tot een onneembaar fort.[167] Ondertussen waren er echter sociaal-maatschappelijke ontwikkelingen gaande die een tegenwicht zouden gaan bieden tegen de almaar groter wordende macht van het bestuur van de beursvennootschap. In de loop van de jaren 1970 kwam er een einde aan de groeiende welvaart die de voedingsbodem was geweest van de wens om tot een socialere verdeling van de vruchten daarvan te komen. De internationale oliecrisis van 1973 en het loslaten van het systeem van vaste wisselkoersen leidde tot

164. SER Fusiegedragsregels 1971, SER Fusiegedragsregels 1975, SER Fusiegedragsregels 1976, SER Fusiegedragsregels 1990, SER Fusiegedragsregels 1991, SER Fusiegedragsregels 2000 en SER Fusiegedragsregels 2015.
165. In 1976 werd de wettelijke NV-regeling verplaatst van het Wetboek van Koophandel naar het nieuwe boek 2 BW (Wet van 8 april 1976, *Stb.* 1976, 228 en 229). Deze overheveling leidde niet tot inhoudelijke wijzigingen in de NV-wetgeving en beoogde dergelijke herzieningen ook niet (zie *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/8 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/31). Overigens werd daarbij wel de (reeds bestaande) opvatting gecodificeerd dat de rechtspersoon en de bij haar betrokkenen zich jegens elkander moeten gedragen overeenkomstig hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd (zie Koelemeijer 1999, p. 21). Deze bepaling werd destijds opgenomen in artikel 2:7 BW en in 1992 verplaatst naar artikel 2:8 BW. Met de invoering van boek 2 BW werd Titel 1 van dat boek van toepassing op alle rechtspersonen (waaronder dus ook de NV). Dit bracht met name duidelijkheid over onderwerpen van algemene aard die tot dan toe niet of nauwelijks waren geregeld, zoals de bepalingen over vernietiging van besluiten (zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/31). Artikelen 64 tot en met (thans) 166 van boek 2 BW zijn specifiek van toepassing op de NV.
166. De Jongh 2014, nr. 171 e.v. De Jongh 2019, par. 11 heeft het over "ineengeschrompeld".
167. Honée 1988, nr. 11. Zie ook al eerder Löwensteyn 1959, p. 1: "De heersende tendentie is immers de zeggenschap van de aandeelhouders zoveel mogelijk in te perken en het bestuur te maken tot de in feite oppermachtige instantie. Door het voorschrijven van een bindende voordracht bij bestuursbenoemingen en door het overhevelen van belangrijke bevoegdheden van de A.V. naar het bestuur tracht men dit doel te bereiken."

inflatie en stagnatie van economische groei.[168] In de Verenigde Staten kwam de *agency*-theorie op. Deze theorie verzette zich tegen het idee van sociale verantwoordelijkheid van ondernemingen en zag het maken van winst voor aandeelhouders als de enige juiste doelstelling van de vennootschap en haar bestuur.[169] De econoom Milton Friedman verwees naar de *agency*-theorie in zijn beroemde artikel in de *New York Times* van 1970 getiteld '*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*':

> "[…] the key point is that, in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation […], and his primary responsibility is to them."[170]

Een tweede oliecrisis in 1979 zette de economie verder onder druk, wat resulteerde in loonmatiging en werkloosheid. Het maatschappelijk debat werd na deze crises en in de loop van de jaren 1980 steeds minder beheerst door ideologische en meer door bedrijfseconomische motieven.[171] Vergaande privatisering, deregulering en marktwerking werden door de politiek noodzakelijk geacht om het inferieure ondernemings- en vestigingsklimaat te verbeteren en de Nederlandse financiële markten weer concurrerend te maken.[172] In het kader van die laatstgenoemde wens moeten ook de hervormingen op het gebied van het financiële toezichtsrecht worden geplaatst.[173] Mede door de opkomende internationalisering en liberalisering van de kapitaalmarkten was in de jaren 1980 en 1990 sprake van een wijziging in het aandeelhoudersbestand van beursvennootschappen.[174] Beursvennootschappen deden omvangrijke aandelenemissies die vaak specifiek gericht waren op het ophalen van kapitaal bij buitenlandse investeerders en hadden regelmatig ook buitenlandse beursnoteringen.[175] Deze ontwikkelingen leidden tevens tot beursvennootschappen die zich meer richtten op het realiseren van aandeelhouderswaarde, om zo

168. Westerhuis & De Jong 2015, p. 157; Overkleeft 2017, par. 3.2.1. De combinatie van stagnatie en inflatie wordt ook wel aangeduid als 'stagflatie', zie Frentrop 2013, p. 149.
169. Zie hierover uitgebreid paragraaf 4.5.1 van dit proefschrift.
170. Friedman 1970. Zie ook Roncaglia 2017, par. 17.4 en Singer 2019, p. 89 e.v. Zie over Friedman's theorieën: M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago: Chicago University Press 1962. Hij wordt gezien als de grondlegger van de monetaristen, die de overheid slechts zagen als de verstrekker van een gestaag groeiende hoeveelheid geld, zonder dat deze verder zou moeten ingrijpen in de markteconomie.
171. De Jongh 2014, nr. 171. Timmerman, *MvO* 2020/5-6 duidt de periode 1980-2015 aan als het tijdperk van de bijna exclusief economische onderneming.
172. Overkleeft 2017, par. 3.2.2 en 3.3.1.
173. Zie hierover Overkleeft 2017, par. 3.3.2.
174. Overkleeft 2017, par. 3.3 en 3.4. Zie ook minister van Financiën Kok in *Kamerstukken II* 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 3: "Het financieel-economisch klimaat heeft zich in het afgelopen decennium gekenmerkt door tendensen als branchevervaging en internationalisering van markten. Dit proces is gepaard gegaan met een grotere concurrentie en een voortschrijdende internationalisering van het bedrijfsleven."
175. Overkleeft 2017, par. 3.4.

beleggers te verleiden kapitaal te investeren bij aandelenemissies.[176] Daarnaast was in Nederland sprake van een verschuiving van particulier naar institutioneel aandeelhoudersbezit, gedreven door buitenlandse investeringen door voornamelijk Amerikaanse en Britse institutionele beleggers.[177] Hierdoor werd het aantal aandeelhouders kleiner, maar het belang dat per aandeelhouder gehouden werd groter.[178] Deze verschuiving naar institutioneel aandeelhoudersbezit deed zich in diezelfde periode overigens ook voor in de Verenigde Staten.[179] Dit betekende dat het aandeelhoudersbestand ging bestaan uit meer professionele aandeelhouders, die zich actiever gingen opstellen.[180] De ontwikkelingen in de reële economie en de economische wetenschap bevorderden de ontwikkeling in de loop van de jaren 1990 naar meer marktwerking en minder sociaal-maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen. Dit leidde in het juridische landschap tot een verschuiving naar meer aandeelhoudersrechten en minder bestuursautonomie. Voorts leidde dit tot een discussie over de wenselijkheid en toelaatbaarheid van beschermingsconstructies.[181]

Het eerste decennium van de 21e eeuw was, voor het ondernemingsrecht en met name bij beursvennootschappen, vooral van belang voor aandeelhoudersbevoegdheden en corporate governance.[182] De zeggenschap van aandeelhouders was in de decennia daaraan voorafgaand in vergaande mate gemarginaliseerd,

176. Westerhuis & De Jong 2015, p. 180.
177. Overkleeft 2017, par. 3.4. In 1986 was 15% van de Nederlandse aandelen in handen van institutionele beleggers. In 1995 was dit percentage gestegen naar 22%. Zie *Kamerstukken II* 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 6. Onder een 'institutionele belegger' wordt volgens artikel 2 sub e van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn begrepen: (1) een onderneming die werkzaamheden verricht op het gebied van levensverzekering en herverzekering en (2) een instelling voor bedrijfspensioenvoorziening. In de praktijk wordt dit begrip ook wel breder uitgelegd, zie Vletter-Van Dort, *Ondernemingsrecht* 2019/161, par. 3.
178. Mehrotra & Morck 2017, par. 6.
179. Cheffins 2013, p. 11 en Eisenberg & Cox 2014, p. 300-301.
180. Eisenberg & Cox 2014, p. 301.
181. Honée 1996, par. 21; De Jongh 2014, nr. 190; Westerhuis & De Jong 2015, p. 182-183. Zie hierover uitgebreid paragraaf 6.1.1 van dit proefschrift. Voor de volledigheid vermeld ik hier nog dat in 1988 twee regelingen zijn ingevoerd die relevant zijn voor aandeelhouders, namelijk de regeling voor de uitkoop van minderheidsaandeelhouders (Wet van 3 maart 1988, *Stb.* 1988, 85) en de geschillenregeling (Wet van 10 november 1988, *Stb*. 1988, 516). Boek 2 BW is per 1 januari 1992 op onderdelen gewijzigd bij de invoering van de boeken 3, 5 en 6 BW, maar deze wijzigingen waren voor het NV-recht niet ingrijpend (zie *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/9 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/31). In 1994 werd de regeling van het enquêterecht uitgebreid en werd de Ondernemingskamer bevoegd om hangende het geding voorzieningen te treffen (Wet wijziging en aanvulling van het enquêterecht, *Stb.* 1993, 597). Voorts is voor de beursvennootschap op 31 december 1995 de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in werking getreden (*Stb.* 1995, 574). Deze wet was de opvolger van de Wet Effectenhandel uit 1985 en de Wet Toezicht Effectenverkeer uit 1991 (zie Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.7). De Wet toezicht effectenverkeer 1995 bleef de belangrijkste rechtsbron voor financiële toezichtwetgeving tot 1 januari 2007, de datum waarop de Wft in werking trad.
182. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/10 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.

waardoor een groeiende overtuiging ontstond dat het machtsevenwicht zoek was.[183]

> Deze overtuiging werd versterkt door grote boekhoudschandalen in de Verenigde Staten, onder andere bij Enron Corporation (2001), en in Europa, onder andere bij Koninklijke Ahold N.V. (2003). In dit soort gevallen werden aandeelhouders gedupeerd door sterke koersvallen na bekendmaking van fraude of andere onregelmatigheden waarvoor bestuurders van die vennootschappen verantwoordelijk waren. Deze gebeurtenissen zijn weliswaar niet zelfstandig aan te duiden als oorzaken van de wettelijke versterking van aandeelhoudersrechten, maar droegen ongetwijfeld bij aan de gedachte dat voor een goede corporate governance een machtsevenwicht nodig was in de vennootschappelijke organisatie, waarbij ook aan de AV voldoende macht moet toekomen om een tegenwicht te bieden tegen de (over)macht van het bestuur.[184]

Voor zowel aandeelhoudersrechten als corporate governance was 2004 een belangrijk jaar. In dat jaar werd namelijk zowel de wettelijke structuurregeling op belangrijke punten gewijzigd alsook de eerste Corporate Governance Code, de 'Code Tabaksblat', wettelijk verankerd. Het laatste onderwerp beschrijf ik in detail in paragraaf 4.3.2 en laat ik hier nu buiten beschouwing. De wijziging van de structuurregeling versterkte de positie van de AV op een aantal cruciale punten.[185] De wet leidde tot uitbreiding van bestaande en de invoering van nieuwe rechten voor kapitaalverschaffers, waaronder het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW), het stemrecht van certificaathouders (artikel 2:118a BW) en de bevoegdheid tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid.[186] Ook werd het wettelijk goedkeuringsrecht van de AV bij bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming ingevoerd (artikel 2:107a BW). Daarnaast werd het systeem voor benoeming van leden van de raad van commissarissen binnen het volledig structuurregime gewijzigd van gecontroleerde coöptatie naar benoeming door de AV (behoudens een andersluidende statutaire regeling).[187]

---

183. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 1-2. Zie ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.
184. Zie ook: *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 1-2. Zie in vergelijkbare zin: Overkleeft 2017, par. 5.1.
185. Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (*Stb.* 2004, 370), inwerkingtreding 1 oktober 2004 (*Stb.* 2004, 405). Zie ook: *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 13.
186. Zie ook: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/10.
187. Iedere structuurvennootschap diende na inwerkingtreding van de Wet aanpassing structuurregeling haar statuten in overeenstemming te brengen met deze wijzigingen; indien dat niet gebeurde dan golden de nieuwe bepalingen onverkort en ongeacht andersluidende bepalingen in de statuten (*Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 44). Zie voor een interessant dispuut dat hierover ontstond Rb. Amsterdam 26 maart 2008, *JOR* 2008/125, m.nt.

> In de Verenigde Staten werd in 2002 als gevolg van de boekhoudschandalen strenge regelgeving ingevoerd in de vorm van de Sarbanes-Oxley wet. Deze wet richtte zich met name op betere informatievoorziening aan beleggers, onder andere door voorschriften op het gebied van de controle van jaarrekening, de auditcommissie binnen de board of directors en de onafhankelijkheid van de externe accountant.[188]

Ik wijs nog kort op de volgende ontwikkelingen in de wetgeving van na 2004, voor zover relevant voor dit onderzoek:

(a) Per 1 januari 2007 trad de Wft in werking, die verschillende voormalige regelingen voor financieel toezicht verving.[189]

(b) Op 28 oktober 2007 werd het Besluit openbare biedingen Wft (het Bob) ingevoerd, een regeling die het proces van een openbaar overnamebod op een beursvennootschap onderwerpt aan vaste tijdslijnen en publicatieverplichtingen en andere waarborgen instelt.[190] De regels die gelden voor openbare biedingen zijn in 2012 grondig herzien.[191]

(c) Op het gebied van grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten werden nadere procedurele regelingen ingevoerd met de Wet van 20 juni 2010 ter uitvoering van de Europese aandeelhoudersrichtlijn van 11 juli 2007.[192] Het betroffen hier voorschriften zoals de registratiedatum van 28 dagen, de oproepingstermijn van 42 dagen en de elektronische oproeping en deelname aan de AV.[193]

(d) Door invoering van een wet van 30 juni 2010 kreeg de ondernemingsraad binnen de NV een 'spreekrecht' waarmee hij zijn standpunt kenbaar kan maken over voorgestelde belangrijke besluiten van de AV, te weten de besluiten op grond van artikel 2:107a BW (goedkeuring belangrijke bestuursbesluiten), artikel 2:134a lid 1 en artikel 2:144a lid 1 BW (benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen), artikel 2:135 lid 2 BW (vaststelling van het bezoldigingsbeleid) en artikel 158

S.M. Bartman (*Delta Lloyd/Aviva*), waarin de aandeelhouder van Delta Lloyd op grond van artikel 2:8 BW werd geboden in te stemmen met een statutenwijziging waarbij afgeweken werd van de nieuwe wettelijke regeling.

188. Winter, *AA* 2012.

189. Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (*Stb.* 2006, 475). Zie hierover uitgebreider paragraaf 3.4.4 van dit proefschrift.

190. Besluit openbare biedingen Wft van 12 september 2007 (*Stb.* 2007, 329). Zie voor de inwerkingtreding: *Stb.* 2007, 391.

191. Besluit van 9 maart 2012 houdende wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (*Stb.* 2012, 196) en Besluit van 29 maart 2012 houdende wijziging van het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft (*Stb.* 2012, 197).

192. Wet van 20 juni 2010 (*Stb.* 2010, 257), in werking getreden op 1 juli 2010, ter uitvoering van de aandeelhoudersrichtlijn van 11 juli 2007 (*PbEU* 2007, L 184/17).

193. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/10.

lid 4 BW (benoeming van commissarissen op voordracht van commissarissen).[194]

(e) De Wet bestuur en toezicht van 6 juni 2011 voorzag in de mogelijkheid om een one-tier board in te stellen bij een NV en BV en bevat tevens regelingen voor de taakverdeling binnen de raad van bestuur, tegenstrijdig belang en het aantal toezichthoudende functies dat bestuurders van bepaalde vennootschappen mogen vervullen.[195]

(f) In 2012 is het enquêterecht gewijzigd in die zin dat onder meer de drempel voor kapitaalverschaffers om een enquête te verzoeken is verhoogd, ook de vennootschap zelf enquêtebevoegd is verklaard en dat het gedrag van een individuele aandeelhouder buiten de AV ter toetsing kan worden voorgelegd.[196]

(g) De drempel voor houders van (certificaten van) aandelen om onderwerpen op de agenda van de AV te plaatsen is in 2012 verhoogd van 1% naar 3% van het geplaatst kapitaal van de NV.[197]

Hierna ga ik nog kort in op enkele relevante onderdelen van het Europees recht en enkele beoogde wijzigingen in de voor de NV relevante wetgeving.

2.6 De invloed van Europees recht

Volgens Van Olffen en Rensen is bijna de helft van het Nederlandse vennootschapsrecht gebaseerd op Europese regelgeving.[198] Met name een groot deel van het effectenrecht dat van toepassing is op beursvennootschappen komt voort uit een 'federaal' Europees effectenrecht.[199] Die regels bestaan veelal uit Europese richtlijnen. Op basis van de artikelen 50 lid 1 en 50 lid 2 sub g

194. Wet tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van een recht voor de ondernemingsraad van naamloze vennootschappen om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid (*Stb.* 2010, 250).
195. Wet van 6 juni 2011 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen (*Stb.* 2011, 275), gevolgd door de Reparatiewet bestuur en toezicht, de Wet van 27 september 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter verduidelijking van de artikelen 297a en 297b. Zie hierover: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/11.
196. Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête (*Stb.* 2012, 274). Zie over dat laatste punt ook *Kamerstukken II* 2010-2011, 32 887, nr. 3 (MvT), p. 15. Zie over de wijziging van het enquêterecht en de achtergronden daarvan ook *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/11.
197. Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (*Stb.* 2012, 588).
198. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/6.
199. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.7.

VWEU kunnen richtlijnen worden vastgesteld teneinde respectievelijk (1) de vrijheid van vestiging te verwezenlijken en (2) waarborgen te coördineren welke worden verlangd van rechtspersonen om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in die rechtspersonen als van derden, teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken. Deze richtlijnen hebben geen directe werking ten aanzien van ingezetenen van lidstaten van de Europese Unie, maar moeten door die lidstaten in nationale wetgeving worden omgezet.[200] Sinds 1968 is een grote verscheidenheid aan Europese richtlijnen geïntroduceerd. Deze richtlijnen zien op de harmonisatie van het vennootschapsrecht in de verschillende lidstaten. Zij zijn in de loop der tijd veelal gewijzigd of ingetrokken en vervangen. De Eerste EEG-richtlijn uit 1968, de Tweede EEG-richtlijn uit 1976, de Derde EEG-richtlijn uit 1978, de Zesde EEG-richtlijn uit 1982, de Tiende EEG-richtlijn uit 2005 en de Elfde EEG-richtlijn uit 1989 zijn inmiddels ingetrokken en vervangen door een nieuwe overkoepelende Richtlijn (EU) 2017/1132 van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (hierna: de Richtlijn Vennootschapsrecht). De Vierde EEG-richtlijn uit 1978 en de Zevende EEG-richtlijn uit 1983 zijn ingetrokken en vervangen door Richtlijn 2013/34/EU van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, zoals gewijzigd bij Richtlijn 2014/95/EU van 22 oktober 2014 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen (hierna: de Verslaggevingsrichtlijn). De Twaalfde EEG-richtlijn uit 1989 is ingetrokken en vervangen door Richtlijn 2009/102/EG van 16 september 2009 inzake het vennootschapsrecht betreffende eenpersoonsvennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. De Achtste EEG-richtlijn uit 1984 is ingetrokken in 2006. Een aantal richtlijnvoorstellen zijn overigens nooit aangenomen, zoals de voorstellen voor de Vijfde EEG-richtlijn uit 1972 en een ontwerp voor een Negende EEG-richtlijn uit 1984.[201]

Een recent voorbeeld van een voor het ondernemingsrecht relevante Europese richtlijn is de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn. Deze is op 20 mei 2017 gepubliceerd.[202] Deze richtlijn bevat onder andere regelingen voor de identificatie van aandeelhouders, het faciliteren van de stemrechtuitoefening door aandeelhouders op de AV, transparantie van *proxy*

200. Ik verwijs hier kortheidshalve naar *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/6 voor een overzicht van de belangrijkste richtlijnen.
201. Zie voor een volledig overzicht van de Europese richtlijnen en de wijzigingen en intrekkingen: J.N. Schutte-Veenstra, *Groene Serie Rechtspersonen*, 'Europese Richtlijnen Vennootschapsrecht', actueel t/m 26 juli 2018 (online te raadplegen).
202. Publicatieblad van de Europese Unie van 20 mei 2017 inhoudende Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

advisors, het recht van aandeelhouders om te stemmen over bezoldiging van bestuurders en transparantie en goedkeuring van transacties met verbonden partijen. De Eerste Kamer heeft het Wetsvoorstel implementatie EU richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid (kamerstuknummer 35 058) op 5 november 2019 als hamerstuk afgedaan. De meeste artikelen van de wet zijn met ingang van 1 december 2019 in werking getreden; de overige artikelen met ingang van 3 september 2020.[203]

In aanvulling op de hiervoor genoemde vennootschapsrechtelijke regelingen, zijn bepaalde onderwerpen geregeld in verordeningen, die – anders dan richtlijnen – direct van toepassing zijn op ingezetenen van de lidstaten van de Europese Unie. Deze verordeningen hadden tot voor kort betrekkelijk weinig invloed op het Nederlandse ondernemingsrecht. Dat is, met name voor beursvennootschappen, sinds enkele jaren veranderd door de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik en de Prospectusverordening. De Verordening Marktmisbruik is sinds 3 juli 2016 van toepassing op uitgevende instellingen (waaronder beursvennootschappen).[204] Daarmee zijn artikel 5:25i Wft (oud) en de artikelen 5:53-5:67 Wft (oud), die allemaal hun pendant in de Verordening Marktmisbruik kennen, vervallen.[205] De Verordening Marktmisbruik bevat bepalingen die handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie verbieden.[206] Verder bevat deze verordening onder andere regels over de openbaarmaking van voorwetenschap, een *safe harbour*-regeling voor inkoopprogramma's en stabilisatie van effecten, marktpeilingen en transacties door leidinggevenden. Als aanvulling op de Verordening Marktmisbruik zijn verschillende uitvoeringsverordeningen en gedelegeerde verordeningen gepubliceerd, die meer concrete regels geven voor specifieke onderwerpen.[207] De Prospectusverordening harmoniseert de regels die zien op het prospectus dat dient te worden gepubliceerd voor het aanbieden

203. Besluit van 25 november 2019 tot vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de Wet van 6 november 2019 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132) (*Stb*. 2019, 436).
204. Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie. Een 'uitgevende instelling' is een privaat- of publiekrechtelijke juridische entiteit die financiële instrumenten emitteert of voorstelt te emitteren, waarbij de uitgevende instelling, in het geval van certificaten van aandelen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, de uitgevende instelling van het vertegenwoordigde financiële instrument is, zie artikel 3.21 van de Verordening Marktmisbruik.
205. *Kamerstukken II* 2015-16, 34 455, nr. 3 (MvT), p. 6.
206. Artikelen 14 en 15 Verordening Marktmisbruik.
207. Zie voor een overzicht: afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/marktmisbruik/lagere-regelgeving.

van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt.[208] Het doel van de Prospectusverordening is om het ophalen van geld op de kapitaalmarkt door ondernemingen te vergemakkelijken, terwijl het prospectus voldoende informatie aan de belegger verschaft om deze een verantwoorde beleggingsbeslissing te laten nemen.[209] Ten behoeve van de inwerkingtreding van de Prospectusverordening per 21 juli 2019 zijn de nationale bepalingen die uitvoering gaven aan de oude prospectusrichtlijn, zoals opgenomen in hoofdstuk 5.1 Wft, vervallen en is er een nieuw hoofdstuk 5.1 Wft vastgesteld.[210] Hierin zijn thans nog vier artikelen te vinden waar zaken in zijn geregeld die niet direct uit de Prospectusverordening voortvloeien. Ook zijn enkele aangrenzende besluiten aangepast. Deze wijzigingen zijn geregeld in de Wet implementatie prospectusverordening en het Besluit implementatie prospectusverordening, die beide in werking traden op 21 juli 2019.[211]

2.7 Voorgestelde wijzigingen in wet- en regelgeving

De minister van het voormalige ministerie van Veiligheid en Justitie schreef eind 2016 een uitgebreide brief aan de Tweede Kamer betreffende de modernisering van het ondernemingsrecht (de nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht).[212] In deze nota komen onder andere de voorgestelde wijzigingen aan het NV-recht aan de orde. De minister was kennelijk voornemens om het NV-recht in drie pijlers te "moderniseren" door middel van (1) een regeling om de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming in overnamesituaties tegen te gaan, (2) een verplichte dematerialisatie van aandelen aan toonder in niet-beursgenoteerde NV's, en (3) een vereenvoudiging en flexibilisering van het NV-recht, waaronder een heroriëntatie inzake de verhoudingen tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen.[213] Als vervolg op de nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht publiceerde de minister voor Rechtsbescherming op 20 december 2018 een Voortgangsbrief modernisering ondernemingsrecht. Volgens deze brief bevatte de voorziene modernisering van het NV-recht op dat moment de volgende onderdelen: (1) het wetsvoorstel ter implementatie van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn, (2) het voorontwerp

208. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusverordening).
209. *Kamerstukken II* 2018/19, 35 108, nr. 3 (MvT), p. 2.
210. *Kamerstukken II* 2018/19, 35 108, nr. 3 (MvT), p. 4.
211. Besluit van 26 juni 2019, houdende vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de Wet implementatie prospectusverordening en het Besluit implementatie prospectusverordening (*Stb*. 2019, 244).
212. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9.
213. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 2.

bedenktijd beursvennootschappen, (3) een analyse van hoe een breder palet aan beschermingsmaatregelen wettelijk is vast te leggen, (4) aanpassing en terugvordering van bezoldiging aan bestuurders, (5) het wetsvoorstel omzetting aandelen aan toonder en (6) verdere modernisering van het NV-recht.

Daarnaast zijn op het moment van schrijven enkele specifieke (concept) wetsvoorstellen ter consultatie of in behandeling. In het bijzonder noem ik hier het voorontwerp Modernisering NV-recht en evenwichtiger man/vrouw verhouding,[214] Wetsvoorstel bestuur en toezicht rechtspersonen,[215] het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap[216] en het voorontwerp van de Wet uitbreiding meldplichten aandeelhouders.[217] Wanneer de laatste twee (concept)wetsvoorstellen in samenhang worden beschouwd met de kort voor het moment van schrijven in werking getreden Wet implementatie EU richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid, dan lijken mij deze wetsvoorstellen te passen binnen de post-financiële crisis trend van grotere beleidsvrijheid voor het bestuur en grotere verantwoordelijkheid en transparantie voor aandeelhouders van beursvennootschappen.

2.8 Factoren die de machtsverhouding binnen de NV beïnvloeden

Zoals uit de voorgaande paragrafen bleek, is de machtsverhouding tussen bestuur en AV binnen de NV door de jaren heen onderhevig aan een golfbeweging.[218] De Jongh noemt als factoren die de machtsverhouding tussen bestuur en AV beïnvloeden: (1) vraag en aanbod van kapitaal, (2) spreiding van het aandelenbezit, (3) culturele factoren, (4) politieke invloed en (5) ideologische motieven.[219] Het vennootschapsrecht speelt in de zeggenschapsverhoudingen een faciliterende en regulerende rol, maar is daarbij met name reactief.[220]

214. Ter consultatie gepubliceerd op 15 april 2020 en te raadplegen via internetconsultatie.nl/nvenmv. Dit voorstel beoogt, voor wat betreft de 'modernisering van het NV-recht', inhoudelijk geen materiële wijzigingen. Het betreffen veelal technische aanpassingen om het NV-recht eenvoudiger en flexibeler te maken.
215. *Kamerstukken II* 2015/16, 34 491, nr. 2, zoals gewijzigd bij *Kamerstukken II* 2018/19, 34 491, nr. 7.
216. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2.
217. Wijziging van Wft ter verlaging van initiële meldingsdrempel aandeelhouders beursgenoteerde ondernemingen naar twee procent stemmen/kapitaal, ter consultatie gepubliceerd op 23 mei 2019 en te raadplegen via internetconsultatie.nl/wetuitbreidingmeldplichten.
218. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 2; Abma e.a. 2017, par. 1.2. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4 spreekt over een 'slingerbeweging' en Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2001 over een 'pendelbeweging'.
219. De Jongh 2014, nr. 226.
220. De Jongh 2014, nr. 227. Assink omschrijft dit faciliterende en regulerende karakter als de "Januskop van het ondernemingsrecht", zie Assink, *Ondernemingsrecht* 2010/50 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §3.

Het recht is vooral een middel om bestaande verschijnselen of gedragingen te reguleren of faciliteren, en oefent slechts in beperkte mate zelfstandig en uit eigen beweging invloed uit op de zeggenschapsverhoudingen binnen de NV, behalve voor zover die invloed voortkomt uit haar reactieve gedragingen op andere factoren.[221] Haar faciliterende en regulerende werking beïnvloedt daarmee weliswaar de zeggenschapsverhoudingen tussen vennootschapsorganen, maar staat tevens zelf onder invloed van de onderliggende factoren die deze verhoudingen beïnvloeden. Die onderliggende factoren betreffen onder andere de vergaande internationalisering van beursvennootschappen, het groeiende aantal aandelen dat gehouden wordt door buitenlandse institutionele beleggers, of de toename van activistische aandeelhouders. Die onderliggende factoren worden op hun beurt gefaciliteerd door ontwikkelingen in de Nederlandse en internationale kapitaalmarkten, die ook weer onderhevig zijn aan een golfbeweging. Zo kan Nederland in de periodes aan het begin van de 20e eeuw en vanaf de jaren 1980 meer gekwalificeerd worden als een liberale markteconomie, waarbij de nadruk ligt op invloed van de kapitaalmarkten en het realiseren van aandeelhouderswaarde. In de periode na de Tweede Wereldoorlog en in de periode na de financiële crisis van 2008 valt Nederland meer te kwalificeren als een gecoördineerde markteconomie, waarbij de nadruk ligt op financiering met eigen middelen en bankleningen en de belangen van de onderneming en haar stakeholders.[222] Deze ontwikkelingen hebben op hun beurt invloed op, en zijn ook weer onderhevig aan, conjunctuurgolven in de reële economie.

De hierboven genoemde factoren zijn mijns inziens niet altijd goed te scheiden. Ideologische motieven vormen mede een uitvloeisel van de economische omstandigheden en daarmee met vraag en aanbod van kapitaal, maar hebben veelal ook raakvlakken met culturele factoren. Politieke invloed komt mede voort uit culturele factoren en ideologische motieven en is met name aanwezig bij bepaalde ondernemingen die (mede) een publieke of maatschappelijke functie vervullen.[223]

---

221. Vgl. De Jongh 2014, nr. 227.
222. Westerhuis & De Jong 2015, p. 21-22.
223. Vergelijk bijvoorbeeld (1) de discussie over bescherming van Nederlandse beursvennootschappen in 'Minister Kamp: ondanks hoger bod moet AkzoNobel Nederlands blijven', *Het Financieele Dagblad* van 25 april 2017 en 'Wettelijke bescherming voor bedrijfsleven maakt grote kans in de Tweede Kamer', *Het Financieele Dagblad* van 9 mei 2017; en (2) de discussie over de in 2018 voorgestelde loonsverhoging voor de CEO van ING: 'Klaver wil spoedwet die salarisverhoging ING-topman Hamers blokkeert', *Het Financieele Dagblad* van 11 maart 2018 en 'Bankiers blijven ambtenaren', *Het Financieele Dagblad* van 2 april 2018.

> Wanneer ondernemingen met een dergelijke publieke of maatschappelijke functie in financiële moeilijkheden komen, dan zal er in veel gevallen ook een publiek belang zijn om hen voor een faillissement te behoeden. Het is dan ook mogelijk dat dergelijke ondernemingen gebruik zullen maken van staatssteun in (de nasleep van) de COVID-19-crisis.[224] De politieke invloed op dergelijke ondernemingen neemt daarmee nog verder toe. Het kan dan gaan om directe invloed, in de vorm van vennootschappelijke of contractuele bevoegdheden, maar ook om indirecte invloed, die eruit bestaat dat bepaalde omstandigheden binnen de relevante ondernemingen bekritiseerd zullen kunnen worden binnen het politieke debat. Zolang een onderneming gebruik maakt van staatssteun, zal dergelijke kritiek veelal een vruchtbare bodem vinden in de politiek en de maatschappij.

Met name de vraag en het aanbod van kapitaal zullen leiden tot periodieke wisselingen in de verhoudingen tussen bestuur en AV. Zo beleggen investeerders niet alleen in aandelen omdat zij overtuigd zijn van de vooruitzichten op dividenduitkeringen of koersstijgingen, maar in een tijd van lage rente ook omdat er veelal geen voor de hand liggend alternatief is om rendement te maken op vermogen (bij beleggers bekend onder het acroniem '*tina*': *there is no alternative*).[225] Onder dergelijke omstandigheden zullen beleggers eerder genoegen nemen met minder zeggenschap, zolang zij maar dividenden kunnen ontvangen. Als de rentes hoog zijn en investeerders hun geld ook op andere manieren kunnen beleggen, kunnen zij het zich veroorloven om kieskeuriger te zijn en zullen zij minder snel genoegen nemen met een investering zonder enige mate van zeggenschap. Bovendien zijn de onderliggende factoren ook weer te onderscheiden van de omstandigheden die op een bepaald moment de aanleiding vormen tot wijzigingen in de zeggenschapsverhoudingen. Zo leidde het feit dat het bestuur onvoldoende transparant was geweest over zaken die betrekking hadden op de financiële verslaggeving mede tot verschuivingen in zeggenschapsverhoudingen bij de oprichting van de WIC, de octrooiverlening van de VOC en bij de wetswijzigingen in 2004. Dergelijke transparantie- en rapportageregelingen hoeven echter niet (altijd) met aandeelhoudersrechten te worden bestendigd; thans gebeurt dit vaak door middel van financiële toezichtswetgeving.[226]

---

224. De Europese Commissie erkent dit en heeft een tijdelijke regeling aangenomen om te faciliteren dat lidstaten bepaalde steun aan ondernemingen kunnen verlenen. Zie: *Communication from the Commission. Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak*, 19 maart 2020, C(2020) 1863 final.
225. ''Cash' is terug en dividendaandelen voelen de pijn', *Het Financieele Dagblad* van 23 mei 2018.
226. Zie hierover ook paragraaf 3.4.4 van dit proefschrift.

De hiervoor beschreven factoren zijn relevant voor het duiden van de zeggenschapsverhoudingen tussen bestuur en AV in het NV-recht. Voor het duiden van de interne zeggenschapsverhoudingen binnen een specifieke beursvennootschap is met name ook relevant op welke wijze aan de interne organisatie van die beursvennootschap in dat specifieke geval invulling is gegeven. In de *ASMI*- en *Fugro*-uitspraken heeft de Hoge Raad geoordeeld dat iedere vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar vennootschappelijke organisatie naar eigen inzicht in te richten.[227] Voor zover bevoegdheden daaromtrent toekomen aan het bestuur, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.[228] Het bestuur heeft dus binnen zijn bevoegdheid de vrijheid om de vennootschappelijke organisatie van de beursvennootschap in te richten naar wat zij in het belang van die vennootschap acht.[229] Die vrijheid wordt begrensd door wet en statuten, zoals artikel 2:107a BW en het recht van de AV om de statuten te wijzigen.[230] Dit betekent in de praktijk dat het bestuur van een beursvennootschap slechts een beperkte vrijheid heeft om zelfstandig (zonder medewerking van de AV) de vennootschappelijke organisatie in te richten. De organisatie van de beursvennootschap wordt in eerste instantie veelal bepaald door de aandeelhouders voorafgaand aan de beursgang. Na de beursgang is voor ingrijpende wijzigingen vaak een (goedkeurings)besluit van de AV vereist. De vennootschappelijke organisatie kan binnen de grenzen van de wet echter niettemin, waar nodig met medewerking van de AV, naar wens worden vormgegeven in statuten en reglementen. Dit maakt dat die interne organisatie per NV behoorlijk kan verschillen.[231]

2.9 Conclusie

In de Nederlandse geschiedenis van de kapitaalvennootschap vanaf de VOC tot nu is een golfbeweging te ontwaren ten aanzien van de machtsverhouding tussen bestuur en aandeelhouders. Voorafgaand aan de codificering van het vennootschapsrecht had de grote vennootschap een karakterwijziging ondergaan van een overwegend publiekrechtelijke inslag naar een overwegend privaatrechtelijke inslag, met als doelstelling om winst te behalen voor de kapitaalverschaffers. In de daaropvolgende wetgeving in de Franse Code de Commerce

227. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.2 en HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.
228. HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.
229. In het verleden werd wel gedacht dat de bevoegdheid van het bestuur zich niet uitstrekte tot handelingen betreffende de organisatie van de NV, zie Löwenstein 1959, p. 145.
230. Assink, MvO 2018/7, par. 5.8c geeft aan dat deze inrichtingsvrijheid begrensd kan worden door “geldend recht”.
231. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.

en de Wet van 1838 was het uitgangspunt de contractuele samenwerking tussen aandeelhouders met de bestuurders als hun vertegenwoordigers. In de Wet van 1929 werd uitgebreider dan voorheen aandacht besteed aan de verhouding tussen het bestuur en de AV. De Wet van 1929 lijkt wat die verhouding betreft nog steeds veel op onze huidige wettelijke NV-regeling. Om met Van Solinge te spreken: "Nadien werd er nog wat vertimmerd en bijgebouwd, maar de NV van 1929 behield haar eigen gezicht."[232]

De karaktertrekken van de NV zijn in de jaren na de inwerkingtreding van de Wet van 1929 wel enigszins verschoven. Gaandeweg werd afstand gedaan van de gedachte dat de NV gezien moest worden als een contractuele samenwerking waarin de AV de hoogste macht had. Het bestuur kreeg steeds meer een eigen rol als autonoom orgaan van een geïnstitutionaliseerde NV, hetgeen uiteindelijk werd bestendigd in de jaren 1950 en 1960. Dit viel samen met de vermaatschappelijking van de grote, open NV, waarbij ook nadrukkelijk aandacht werd besteed aan de medezeggenschap van werknemers en, in ruimere zin, aan het eigen belang van de vennootschap. Deze ontwikkelingen vormden de opmaat naar wetgeving in de jaren 1970 zoals de vernieuwde WOR en de structuurregeling. Deze wetten beoogden de rechten van aandeelhouders te beperken en met name de grote, open NV een socialer karakter te geven. Ook speelden beschermingsconstructies en oligarchische regelingen een belangrijke rol bij het behouden van de machtspositie van het bestuur van de beursvennootschap. Een neergaande economie in de jaren 1980, de opkomst van verschillende (rechts)economische denkbeelden die uitgingen van een op aandeelhouderswaarde gericht ondernemingsmodel en de internationalisering van de Nederlandse economie in de jaren 1990 leidden echter tot een kentering ten faveure van de aandeelhouders. Vanaf het begin van de jaren 2000 werd er meer aandacht besteed aan de positie van aandeelhouders en de bevoegdheden van de AV. In de jaren sinds de financiële crisis van 2008 is weer een tegengestelde ontwikkeling te ontwaren, waarbij juist de beleidsvrijheid van het bestuur en de verantwoordelijkheid van aandeelhouders worden benadrukt.

232. Van Solinge, *Ondernemingsrecht* 2014/11. Timmerman 2018, par. 2.1.10 stelt dat met de Wet van 1929 het fundament is gelegd voor de huidige wetgeving voor de NV en BV.

Hoofdstuk 3 Het huidige model van de NV en de beursvennootschap

3.1 Het karakter en de structuur van de NV

3.1.1 Zelfstandig rechtssubject met dualistische structuur

De NV functioneert als zelfstandig georganiseerde eenheid, intern beheerst door rechtsregels van specifieke aard die op haar van toepassing zijn.[1] Haar karakter is gebonden aan haar materiële kenmerken zoals die door de wetgever zijn vastgesteld: zij is een rechtspersoon met een in overdraagbare aandelen verdeeld maatschappelijk kapitaal.[2] De NV bezit rechtspersoonlijkheid op grond van artikel 2:3 BW en is daarmee ook rechtssubject in de zin van artikel 2:5 BW, in de zin dat zij zelfstandig drager van rechten en plichten is, op een voor wat betreft het vermogensrecht zelfde wijze als een natuurlijk persoon.[3] Hoewel de NV historisch is begonnen als verbintenisrechtelijk samenwerkingsverband van kapitaalverschaffers (de 'contractuele benadering') wordt zij thans gezien als autonome rechtspersoon (de 'institutionele benadering').[4] Aandeelhouders noch bestuurders zijn persoonlijk aansprakelijk voor schulden van de NV.[5]

Als zelfstandig rechtssubject kan de NV beschikken over de onderneming als geheel van activa en passiva die gehouden worden door die vennootschap.[6] Het bestuur van de NV 'beschikt' als besturend orgaan over die onderneming; de aandeelhouders beschikken (slechts) over de aandelen. In de literatuur wordt het bestuur ook wel aangemerkt als de leider van de economische activiteiten

1. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/13.
2. Artikel 2:64 lid 1 BW. Zie Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:64 BW, aant. 3.1.
3. Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 3.
4. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/13 en paragraaf 2.4 van dit proefschrift. Zie voor kritiek op de institutionele benadering: Blanco Fernández, *Ondernemingsrecht* 2018/29. Blanco Fernández stelt dat de rechtspersoonlijkheid van de NV los moet worden gezien van de institutionele benadering als rechtsfilosofie. Tevens kritisch: Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* 2015/28.
5. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/18.
6. Artikel 2:5 BW. Zie ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §3.

van de vennootschap.[7] De bevoegdheid van het bestuur om vrij te beschikken over de onderneming kan *vooraf* worden beperkt door de wet en statuten, zoals door artikel 2:107a BW, dat besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming onderwerpt aan de goedkeuring van de AV.[8] Voorts dient het bestuur *achteraf* verantwoording af te leggen over zijn beleid aan de AV.[9]

Zoals beschreven in paragraaf 2.4 van dit proefschrift wees de Hoge Raad in 1955 het *Forumbank*-arrest, waarin hij bepaalde dat de AV geen opdracht kan geven aan het bestuur over onderwerpen die tot de bevoegdheid van het bestuur horen, nu de AV de grenzen van haar bevoegdheid niet mag overschrijden.[10] Het verschijnsel dat de NV (in ieder geval) een bestuur en een AV kent, met elk hun eigen bevoegdheden, wordt aangeduid als de dualistische structuur van de NV.[11] Dit geldt als een algemeen beginsel van het NV-recht.[12] Het spanningsveld binnen de machtsverhoudingen van de NV wordt voor een groot deel verklaard door die structuur.[13] Deze dualistische structuur dient de continuïteit van de onderneming, omdat de vennootschap kan blijven voortbestaan indien haar aandeelhouderbestand wijzigt.[14] Naarmate de omvang van de organisatie toeneemt, verschuift het karakter van de vennootschap van een dualistisch naar een pluralistisch model, als gevolg van de vennootschappelijke betrokkenheid van de raad van commissarissen en de ondernemingsraad.[15] Dat geldt zeker als het structuurregime is toegepast, maar ook indien dat niet het geval is, hebben

7. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/200.
8. Overigens tast deze beperking de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur ten aanzien van dergelijke onderwerpen niet aan, zie artikel 2:107a lid 2 BW. Hetzelfde geldt op grond van artikel 2:164 lid 2 BW voor het ontbreken van de ingevolge lid 1 van datzelfde artikel vereiste goedkeuring van de raad van commissarissen bij een NV die onder het toepassingsbereik van het structuurregime valt. Zie over artikel 2:107a BW en de uitwerking in de praktijk nader paragraaf 6.3 van dit proefschrift.
9. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1; Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.9.
10. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43, m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*). De AV kan in bepaalde gevallen wel opdrachten geven op terreinen die tot de bevoegdheid van de AV horen, in die zin dat het in beginsel tot de bestuurstaak behoort om de besluiten die de AV neemt uit te voeren (denk aan een uitgifte van aandelen). Zie: Löwensteyn 1959, p. 79.
11. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/20 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/1. Dit is iets anders dan het 'dualistisch bestuursmodel' waarmee gedoeld wordt op een *two-tier board*, ten opzichte van een monistisch bestuursmodel (een *one-tier board*).
12. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/26.
13. Vgl. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/20.
14. Zie paragraaf 1.1 van dit proefschrift en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/20.
15. Vgl. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/1 en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/20 en 22.

beursvennootschappen veelal een ondernemingsraad en een (vrijwillig ingestelde) raad van commissarissen.[16] De beursvennootschap heeft daarmee een meer pluralistisch karakter.[17] Het archetype NV heeft niettemin een dualistische structuur.[18]

Het bestuur en de AV, die gezamenlijk de dualistische structuur vormen, bestaan op hun beurt weer uit leden. Dat is er minimaal één per orgaan, maar dit kan een en dezelfde persoon zijn. Er gelden geen wettelijke maxima voor het aantal leden van genoemde organen. Wel wordt aangenomen dat het aantal bestuurders niet te groot mag zijn, wil men een doelmatige leiding van de NV mogelijk maken.[19]

3.1.2 Redelijkheid- en billijkheidsverhouding binnen de kring van betrokkenen

De NV en degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken dienen zich krachtens artikel 2:8 BW jegens elkander te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.[20] Voorafgaand aan 1992 zag deze verplichting nog op de "rechtspersoon, haar leden of houders van aandelen of van met medewerking der vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen en zij die deel uitmaken van haar organen".[21] Wie worden tegenwoordig gezien als degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken? De wetsbepaling biedt een open omschrijving. De omvang van de groep betrokkenen moet van geval tot geval worden bepaald, want de wettelijke en statutaire regelingen die van toepassing zijn

16. Ik licht in paragraaf 3.4.3 van dit proefschrift nader toe waarom het structuurregime veelal niet van toepassing zal zijn op beursvennootschappen. Er is vaak wel sprake van een ondernemingsraad omdat veelal een onderneming in stand wordt gehouden waarin in de regel ten minste 50 personen werkzaam zijn (zie artikel 2 lid 1 van de Wet op de ondernemingsraden), al is het niet altijd zo dat die ondernemingsraad zich bevindt op het niveau van de beursvennootschap. Een beursvennootschap heeft wel altijd een raad van commissarissen (of, bij een *one-tier board*, niet-uitvoerende bestuurders). Deze verplichting vloeit voort uit de Corporate Governance Code. Ook het Besluit instelling auditcommissie (van toepassing op organisaties van openbaar belang, waaronder beursvennootschappen) gaat ervan uit dat de auditcommissie is samengesteld uit leden van de raad van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders. Dit impliceert dat dergelijke personen er ook daadwerkelijk zijn, al kan ook een ander orgaan worden aangewezen dat de taken van de auditcommissie uitoefent (zie artikel 2 lid 4 van het Besluit instelling auditcommissie).
17. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §42.
18. Dit geld overigens voor alle rechtspersonen van Boek 2 BW met uitzondering van de stichting, zie Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:107 BW, aant. 2.
19. Löwensteyn 1959, p. 34.
20. Artikel 2:8 BW.
21. Artikel 2:7 (oud) BW.

op vennootschappen zullen per geval kunnen verschillen.[22] Wel kan in algemene zin enige afgrenzing worden geboden.[23] Onder de bij de NV betrokkenen vallen in ieder geval de organen van de NV. Dit zijn de instanties aan wie krachtens wet of statuten de taak en de bevoegdheid toekomt om voor de NV bindende besluiten te nemen.[24] Hieronder vallen in ieder geval het bestuur, de raad van commissarissen (indien aanwezig) en de AV.[25] Daarnaast wordt onder orgaan van de NV ook begrepen de vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort en de gemeenschappelijke vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen.[26] In de literatuur wordt wel aangenomen dat de statuten van de NV ook in aanvullende organen kunnen voorzien.[27] Aan dergelijke organen kunnen evenwel geen bevoegdheden kunnen worden toegekend die door de wet dwingendrechtelijk aan andere organen zijn toegewezen. Onder de kring van betrokkenen als bedoeld in artikel 2:8 BW vallen voorts ook bepaalde personen die geen orgaan vormen, zoals individuele bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, houders van met medewerking uitgegeven certificaten, andere statutair tot de voor uitkering vatbare winst gerechtigde personen (zoals houders van winstbewijzen, vgl. artikel 2:105 lid 2 BW), pandhouders en vruchtgebruikers met stemrecht of vergaderrecht, stemgevolmachtigden en derden die statutair de bevoegdheid bezitten om hoogstens een derde van de commissarissen te benoemen.[28] Ook de ondernemingsraad behoort mijns inziens tot de kring van betrokkenen, in ieder geval sinds 2010 toen hij het recht kreeg zijn standpunt te bepalen ten aanzien van bepaalde besluiten van de AV.[29] Houders van zonder medewerking van de NV uitgegeven certificaten behoren niet tot de betrokkenen als bedoeld in artikel 2:8 BW.[30] Dit valt

22. Vgl. C.W. de Monchy & L. Timmerman, *De nieuwe algemene bepalingen van Boek 2 BW* (preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' 1991), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991, p. 49. Zie hierover uitgebreid par. 3.13 concl. A-G Assink bij HR 21 februari 2020, ECLI:NL:HR:2020:319.
23. Dat is in het belang van de rechtszekerheid ook noodzakelijk, zie ook J.M. Blanco Fernández, 'Het toepassingsbereik van artikel 2:8 BW', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 126.
24. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/200.
25. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/200.
26. Artikel 2:78a BW.
27. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/200.
28. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013, nr. 172.4 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1),§11.1.
29. In dezelfde zin: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013, nr. 172.4 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/124. Zie ook paragraaf 3.4.3 van dit proefschrift. De rol van de ondernemingsraad kan ook onderwerp vormen van een enquêteonderzoek, zie Hof Amsterdam (OK) 4 juli 2016, *JOR* 2016/299, m.nt. R.C. de Mol, r.o. 3.21.
30. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2013/103, par. 7 en Garcia Nelen & Schwarz 2016, par. 3.7; Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4. Zie ook Rb. Amsterdam 25 augustus 2010, *JOR* 2010/301, m.nt. R.G.J. Nowak, die in zijn annotatie overigens ingaat tegen de beslissing van de rechtbank. Nowak meende dat houders van niet met medewerking uitgegeven certificaten wel degelijk tot de kring van artikel 2:8 BW (kunnen)

naar mijn mening goed te verklaren vanuit een rechtszekerheidsgedachte.[31] Het zou immers onuitvoerbaar zijn indien een orgaan van de rechtspersoon bij het nemen van een besluit rekening zou moeten houden met niet-bewilligde certificaathouders, waarvan zij niet noodzakelijkerwijs weet dat zij bestaan of wie zij zijn, omdat de certificaten zijn uitgegeven zonder medewerking (en mogelijk: zonder wetenschap) van de NV. Van de NV en haar organen kan niet meer verlangd worden dan dat zij bij hun handelen de belangen van alle relevante betrokkenen afwegen. Dat betekent ook dat die kring van betrokkenen dan niet zo uitgebreid kan zijn dat hij (rechts)personen omvat waarvan de NV het bestaan niet kent. Het gaat bij artikel 2:8 BW steeds om de verhoudingen *binnen* de rechtspersoon.[32] Dat uitgangspunt raakt ook aan de vraag of een *toekomstig* aandeelhouder gebonden kan zijn aan de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. De Ondernemingskamer heeft deze vraag vrij terloops maar wel bevestigend beantwoord in de *PCM*-beschikking.[33] Gezien de vele vragen die deze overweging hebben opgeroepen en de thans nog heersende onduidelijkheid, lijkt dit thema nog niet uitgekristalliseerd.[34] Niettemin is gezien de huidige stand van de rechtspraak en literatuur aannemelijk dat een potentiële aandeelhouder zich onder omstandigheden jegens de bij de doelvennootschap betrokken personen dient te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd en dat hij hetzelfde mag verwachten van

horen. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/666 menen ook dat niet-bewilligde certificaathouders tot de kring van artikel 2:8 BW behoren, omdat zij bepaalde rechten binnen de vennootschap hebben. Zij noemen het recht van enquête, het recht op gelijke behandeling en het recht om als belanghebbende vernietiging van besluiten te vorderen. Deze redenering overtuigt niet. Het recht van enquête komt ook toe aan een vakbond of eenieder aan wie dat recht bij statuten of overeenkomst is verleend (artikel 2:346-347 BW). Het recht om gelijk behandeld te worden als andere niet-bewilligde certificaathouders schept een verplichting voor het bestuur, maar schept geen 'betrokkenheid' (in de zin van invloed of inspraak) van de certificaathouder bij de NV. Het recht om vernietiging van besluiten te vorderen komt toe aan eenieder die een redelijk belang heeft. De kring van artikel 2:8 BW zou in deze redenering potentieel open staan voor een onbegrensd grote groep (rechts)personen, zoals individuele werknemers en crediteuren. Van (het bestuur van) de NV kan niet verlangd worden dat met een zodanig grote groep (mogelijk onbekende) (rechts)personen rekening gehouden wordt in het kader van artikel 2:8 BW.

31. Volgens Van Schilfgaarde 2016, nr. 54 wordt het belang van de rechtszekerheid in het ondernemingsrecht over het algemeen zwaarder ingeschat dan in andere rechtsgebieden.
32. Van Schilfgaarde 2016, nr. 42.
33. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189, m.nt. T.M. Stevens (*PCM*), r.o. 3.13. De Ondernemingskamer en de Hoge Raad hebben ook in verschillende andere uitspraken een (mogelijke) koper gebonden geacht aan artikel 2:8 BW, maar dat waren steeds gevallen waarin die bieder al aandelen bezat en de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid ook op grond daarvan van toepassing zou zijn, zie De Brauw 2017, par. 6.3.3.2 met een verwijzing naar relevante jurisprudentie. Zie eerder ook: Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89 (*Uni-Invest/Breevast*).
34. De Brauw 2017, par. 6.3.3.2.

overige bij de NV betrokkenen.[35] Dit strookt met de parallelle werking van de contractuele redelijkheid en billijkheid, die zich ook kan doen gelden voordat de overeenkomst is aangegaan of nadat deze is beëindigd.[36]

De kring van betrokkenen in de zin van artikel 2:8 BW (de 'institutioneel betrokkenen') is niet per definitie dezelfde als de kring van personen die een 'redelijk belang' hebben bij vernietiging van een besluit in de zin van artikel 2:15 lid 3 sub a BW.[37] Een betrokkene in de zin van artikel 2:8 BW zal uiteraard wel een redelijk belang *kunnen* hebben om vernietiging van een besluit van een vennootschapsorgaan te vorderen, bijvoorbeeld omdat een orgaan van de rechtspersoon zich jegens die betrokkene niet heeft gedragen overeenkomstig hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt geëist.[38] Een institutioneel betrokkene heeft echter niet vanzelfsprekend een redelijk belang; dit zal door de kandidaat-belanghebbende telkens moeten worden aangetoond.[39] Het zal niet zo snel voorkomen, maar niet valt uit te sluiten dat ook niet-institutioneel betrokkenen (zoals werknemers of crediteuren) een redelijk belang kunnen hebben om vernietiging van een besluit te vorderen.[40] Dit blijkt al uit de tekst van de wet, nu die spreekt over "iemand" die een redelijk belang heeft. Dit is alleen anders voor de tweede vernietigingsgrond die refereert aan een verplichting in strijd met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 2:8 BW worden geëist. Het gaat hier om de interne redelijkheid en billijkheid die geldt tussen bij de vennootschap betrokkenen onderling en op deze vernietigingsgrond kan dan ook alleen een beroep worden gedaan door een bij de NV betrokken (rechts)persoon.[41] Om te bepalen of die (rechts)persoon daadwerkelijk een redelijk belang heeft, zal van geval tot geval beoordeeld moeten worden of de desbetreffende betrokkene is of dreigt te worden geschaad door een gebrek in de besluitvorming als bedoeld in artikel 2:15 lid 1 BW, in die zin dat het desbetreffende gebrek tot een specifiek en concreet nadeel leidt.[42]

---

35. Zie in dezelfde zin, met verwijzingen naar literatuur en jurisprudentie: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/125.
36. Zie par. 4 van de annotatie van Blanco Fernández bij Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*). In deze beschikking achtte de Ondernemingskamer het nemen van preferente aandelen door een stichting continuïteit voorshands in strijd met artikel 2:8 BW.
37. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/676; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §11; annotatie van Nowak bij Rb. Amsterdam 25 augustus 2010, *JOR* 2010/301. Zie anders: Stokkermans, *V&O* 2010/10 en Wolf, *Ondernemingsrecht* 2014/2.
38. Artikel 2:15 lid 1 sub b BW.
39. Oosterhoff 2017, par. 5.2.3 en HR 31 mei 1996, *NJ* 1996/694, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Lampe/Videoworks*). Anders: Wolf, *Ondernemingsrecht* 2014/2.
40. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/316 en Oosterhoff 2017, par. 5.2.3, met verwijzing naar *Kamerstukken II* 1984/85, 17 725, nr. 7 (MvA), p. 17 en andere bronnen.
41. Van Schilfgaarde 2016, par. 77 en Wolf, *Ondernemingsrecht* 2014/2.
42. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/226.

In de figuur hieronder wordt de verhouding tussen organen, institutioneel betrokkenen en degenen met een 'redelijk belang' als bedoeld in artikel 2:15 lid 3 sub a BW weergegeven. Een orgaan in de zin van de artikelen 2:14 en 15 BW is altijd een institutioneel betrokkene in de zin van artikel 2:8 BW en kan een belanghebbende zijn in de zin van artikel 2:15 lid 3 BW. De term institutioneel betrokkene omvat in ieder geval de organen als bedoeld in de artikelen 2:14 en 15 BW en kan een belanghebbende zijn in de zin van artikel 2:15 lid 3 BW, maar deze term omvat ook andere (rechts)personen. Een belanghebbende in de zin van artikel 2:15 lid 3 BW kan een orgaan zijn in de zin van de artikelen 2:14 en 15 BW en kan een institutioneel betrokkene zijn in de zin van artikel 2:8 BW maar deze term omvat ook andere (rechts)personen.

3.1.3 De dubbele verbondenheid van de aandeelhouder

Aandeelhouders hebben in de verschillende kringen die in het vorige onderdeel zijn besproken een dubbele rol. Zij vormen gezamenlijk een orgaan (de AV) en hebben in die hoedanigheid bepaalde wettelijke en statutaire rechten. Zij hebben daarnaast als individuele aandeelhouders wettelijke en statutaire rechten. Zij worden gekwalificeerd als institutioneel betrokkenen en behoren als zodanig tot de kring van personen die zich jegens elkander dienen te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Zij staan tot de NV in een lidmaatschapsverhouding.[43] Van belang is in dit kader dat

43. Dit betekent dat de aandeelhouder een rechtsbetrekking heeft tot de NV op grond waarvan hem rechten en verplichtingen toekomen, zie *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/260. Dit is een rechtsverhouding van eigen aard die ontstaat met de toetreding van de aandeelhouder tot de NV, zie ook *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/48 en 50. Uiteraard kunnen aandeelhouders ook een redelijk belang hebben om vernietiging van besluiten te vorderen

de aandeelhouder, na de storting van de nominale waarde op zijn aandelen, en behoudens de verplichting zich te gedragen overeenkomstig de vereisten van redelijkheid en billijkheid, slechts rechten heeft en geen verplichtingen.[44] Aandeelhouders hebben (behoudens bijzondere omstandigheden) geen plicht om in de verliezen van de vennootschap bij te dragen[45] en kunnen niet tegen hun wil worden verplicht tot een storting boven het nominale bedrag van de aandelen.[46] Zij zijn dus in beginsel ook niet aansprakelijk voor schulden en overige verplichtingen van de NV. Zodra zij hebben voldaan aan de stortingsplicht houden zij alleen aanspraken over.[47] Die aanspraken betreffen economische rechten en zeggenschapsrechten die juridisch zijn belichaamd in een vermogensrecht van eigen aard, dat (tenzij anders bepaald) vrij overdraagbaar is.[48] Het uitgangspunt voor de NV is daarbij dat haar aandelen in beginsel niet onderworpen zijn aan een blokkeringsregeling. Zij heeft dus in beginsel een open karakter.[49] Dit in tegenstelling tot de BV, die "tenzij de statuten anders bepalen" een wettelijke blokkeringsregeling kent.[50] Hoewel sinds de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht (de Wet Flex-BV)[51] statutair kan worden geregeld dat de aandelen van een BV vrij overdraagbaar zijn, blijft de NV typologisch de voor de hand liggende rechtsvorm indien de vennootschap en haar aandeelhouders ruime verhandelbaarheid van aandelen wensen.[52] Het feit dat de aandeelhouder enkel rechten heeft en zijn aandelen vrij kan verhandelen, maakt aandelen in NV's zeer geschikt als beleggingsinstrumenten.[53]

(en kunnen zij dus tot alle drie de hiervoor genoemde kringen horen), aangezien beschikken over een 'redelijk belang' in de zin van artikel 2:15 lid 3 sub a BW potentie mogelijk is voor alle belanghebbenden, of ze nu wel of niet institutioneel betrokken zijn. Dat laatste zie ik dan ook niet als iets kenmerkend voor de aandeelhouder en laat ik in dit onderdeel verder buiten beschouwing. Zie ook paragraaf 3.1.2 van dit proefschrift over de kring van institutioneel betrokkenen en (rechts)personen met een 'redelijk belang'.

44. Behalve de hiervoor genoemde algemene plicht om zich te onthouden van gedragingen die strijdig zijn met de redelijkheid- en billijkheidsnorm van artikel 2:8 BW, zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4. Zie uitgebreider over de rechten en plichten van aandeelhouders: paragraaf 3.3 van dit proefschrift.
45. Artikel 2:64 lid 1 BW.
46. Artikel 2:81 BW. Zie ook *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/260.
47. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/48. De stortingsplicht heeft een verjaringstermijn van vijf jaar ingevolge artikel 3:307 lid 1 BW, zie HR 17 oktober 2003, *NJ* 2004/282, m.nt. P. van Schilfgaarde (*De Rijk/Van Roy*). Zie ook: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/167 en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/118.
48. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/286.
49. In Nederland zijn overigens een relatief groot aantal van de NV's vormgegeven als besloten NV's, in die zin dat hun aandelen niet vrij verhandelbaar zijn, zie paragraaf 7.3 van dit proefschrift.
50. Artikel 2:195 BW.
51. *Stb.* 2012, 299 en 301.
52. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/91.
53. Hetzelfde geldt zoals opgemerkt voor aandelen in BV's, mits statutair op de juiste wijze vormgegeven. Tot 1 januari 2020 mochten NV's tevens aandelen en certificaten aan toonder uitgeven, wat in het verleden bijdroeg aan de ruime verhandelbaarheid van NV-effecten.

De dubbele rol van de aandeelhouder lijkt zich in de praktijk ook te manifesteren in de wijze waarop aandeelhouders zich gedragen en de wijze waarop hun positie wordt benaderd. De aandeelhouder kan worden gezien als een (rechts-) persoon die betrokken is bij de organisatie van de NV, nu hij deel uitmaakt van de AV als orgaan en als zodanig van de 'kring van kapitaalverschaffers'. Dit is het traditionele beeld van de aandeelhouder als vennoot. Aan de andere kant kan de aandeelhouder gezien worden als de individuele belegger die slechts rechten heeft en zijn aandelen vrij kan overdragen wanneer dat hem behaagt. Dit is de aandeelhouder als handelaar. Als de organisatie van de NV aanzienlijk is gegroeid, en met name als haar aandelen ter beurze genoteerd worden, zal in de praktijk het beeld van de aandeelhouder als vennoot aan betekenis inboeten ten opzichte van het beeld van de aandeelhouder als handelaar. Aandeelhouders van beursvennootschappen zullen zich vaak ook meer *gedragen* als handelaren dan als vennoten. Vennootschapsrechtelijk blijft ten aanzien van de aandeelhouder het tweeledig karakter van vennoot en handelaar behouden.

3.1.4 Het bestendige succes en de langetermijnwaardecreatie

De heersende leer in de literatuur is dat de NV in beginsel een winstoogmerk heeft.[54] Dat is ook het uitgangspunt van de wetgever, nu artikel 2:105 lid 1 BW ervan uitgaat dat de winst van de NV de aandeelhouders ten goede komt[55] en artikel 2:105 lid 9 BW bepaalt dat geen van die aandeelhouders geheel kan worden uitgesloten van het delen in de winst. De NV is uiteraard niet verplicht om winst te maken, de wet kent aandeelhouders geen algemeen "recht op winst" toe; winst wordt slechts uitgekeerd voor zover zij geoorloofd is.[56]

> Datzelfde geldt in de Verenigde Staten. Corporations kunnen ervoor kiezen geen winst uit te betalen op gewone aandelen. In Delaware kan de board of directors besluiten of en voor welk bedrag winst wordt uitgekeerd in de vorm van dividend. Het *certificate of corporation* kan aanvullende beperkingen bevatten voor het uitkeren van dividenden.[57]

NV's die niet gericht zijn op het maken van winst zijn niet louter om die reden verboden of vatbaar voor ontbinding op de grond van artikelen 2:20 of 21 BW;

Dit is niet meer mogelijk als gevolg van de inwerkingtreding Wet omzetting aandelen aan toonder (*Stb*. 2019, 107).

54. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/17.
55. Al wordt hier vaak statutair vanaf geweken in de zin dat de AV bevoegd is te besluiten over de bestemming van de winst, zie Oosterhoff 2017, par. 6.2.3. Bij beursvennootschappen kunnen het bestuur en de raad van commissarissen op grond van de statutaire regeling vaak al voorafgaand aan het moment dat de AV besluit over bestemming van de winst zodanige reserveringen doen als zij nodig achten.
56. Artikel 2:105 lid 3 BW.
57. §170 DGCL. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 214,

ook al niet omdat het maken van winst niet onder de wettelijke omschrijving van de NV valt.[58] Daarbij kan statutair worden afgeweken van de algemene regel dat de winst de aandeelhouders ten goede komt, zolang geen van de aandeelhouders geheel wordt uitgesloten van het delen in de winst.[59] Dat neemt niet weg dat het wettelijk uitgangspunt dat de winst ten goede komt aan de aandeelhouders moet worden geëerbiedigd. Dit betekent dat er onder omstandigheden reden kan zijn om te twijfelen aan een juist beleid indien een vennootschap, zonder dat het vennootschappelijk belang dat rechtvaardigt, al dan niet op grond van een statutaire bevoegdheid gedurende een aantal jaren geen of een relatief gering dividend uitkeert.[60] Aandeelhouders hebben in die zin in beginsel aanspraak op een redelijk dividend.[61] De rechter kan de vennootschap onder omstandigheden ook veroordelen tot betaling van dat dividend.[62] Daar zal echter niet snel sprake van zijn; als het bestuur op grond van een statutaire bevoegdheid besluit tot reservering van (een deel van of de gehele) winst en er voor dat besluit redelijke argumenten zijn, dan zal het bestuur het voordeel van de twijfel krijgen.[63] Onderdeel van een juist beleid zal wel kunnen zijn dat het bestuur een dividendbeleid vaststelt.[64]

In 2014 en 2016 hebben van het winstoogmerk afwijkende doelstellingen voor de beursvennootschap hun intrede gedaan, die een invulling beogen te geven aan het vennootschappelijk belang.[65] Het betreffen respectievelijk het in de *Cancun*-beschikkingen geformuleerde doel van het bevorderen van 'het bestendige succes van de onderneming' en de in de Corporate Governance Code opgenomen missie van 'langetermijnwaardecreatie'.[66] Ik ben geneigd te veronderstellen dat deze twee doelstellingen gelijkluidend moeten worden uitgelegd. Zij kleuren beiden het vennootschapsbelang (van in ieder geval de beursvennootschap) en daarmee het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en het is

58. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/17.
59. Artikel 2:105 lid 1 jo. lid 9 BW.
60. HR 9 juli 1990, *NJ* 1991/51, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Sluis*), r.o. 3.3.
61. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, *JOR* 2011/282, m.nt. Blanco Fernández (*Jeezet/Synpact*), r.o. 3.10. Zie ook: Oosterhoff 2017, par. 6.2.3.
62. Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993/182, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Uniwest*), r.o. 13.
63. Bier, *Ondernemingsrecht* 2013/123 bij HR 12 juli 2013 (*VEB/KLM*).
64. Vgl. Garcia Nelen & Schwarz 2016, par. 3.4.3 en 4.5.3 over houders van met medewerking uitgegeven aandelen. Zie voor meer verwijzingen naar literatuur en jurisprudentie over de vraag of aandeelhouders recht hebben op een redelijk dividend: Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:105 BW, aant. 8.
65. Vgl. Huizink 2020, par. 5: "Het brede uitgangspunt "winstgevendheid" als zojuist omschreven heeft, zo lijkt het, een geheel andere notie gekregen."
66. Zie voor de norm in de *Cancun*-beschikkingen o.a. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12. Zie voor de norm in de Corporate Governance Code: 'uitgangspunten' op p. 8 en principe 1.1 op p. 13 van de Corporate Governance Code.

niet waarschijnlijk dat de Monitoring Commissie Corporate Governance Code beoogd heeft om een nieuw criterium te scheppen. Bovendien worden de beide begrippen door de Ondernemingskamer kennelijk als inwisselbaar beschouwd. In de *AkzoNobel*-beschikking overweegt de Ondernemingskamer zowel dat het bestuur zich dient te richten naar het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming als dat het bestuur zich dient te richten op langetermijnwaardecreatie.[67] Dat laatste criterium wordt in de bewuste beschikking voorafgegaan door de zinsnede "in de termen van de Corporate Governance Code" wat suggereert dat het desbetreffende criterium vergelijkbaar is met het eerder door de Ondernemingskamer gebruikte criterium, maar dan in andere woorden weergegeven. Zijn deze onderling vergelijkbare normen van het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie dan ook weer vergelijkbaar met het winstoogmerk dat in de literatuur wordt genoemd? Wat mij betreft is dat niet het geval. De typologisch op winst gerichte NV is – in ieder geval voor wat betreft de beursvennootschap – in de loop der jaren langzaam geëvolueerd naar een volledig zelfstandige en open vennootschap die gericht is op het creëren van waarde op de lange termijn voor de NV en haar onderneming. De oude norm (het winstoogmerk) impliceert niet alleen dat de NV gericht is op het maken van winst, maar – gezien de opzet van de wettelijke regeling van de NV – ook dat die winst de aandeelhouders ten goede komt. Door het samenvoegen van die twee uitgangspunten zou men tot de conclusie kunnen komen dat de NV gericht is op het behalen van winst voor haar aandeelhouders. Die uitleg lijkt echter niet volledig, en is dat naar mijn mening ook al lang niet meer. De NV is weliswaar in het algemeen gericht op het realiseren van *waarde* (onder andere door het behalen van vermogensrechtelijk voordeel), maar niet zozeer slechts in de vorm van winst en niet noodzakelijkerwijs ten behoeve van alleen de aandeelhouders of zichzelf.[68] Die waarde moet toekomen aan allen die bij haar organisatie zijn betrokken. De Ondernemingskamer overwoog in lijn daarmee in de *AkzoNobel*-beschikking dat een besluit niet zonder meer onredelijk was omdat dat minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan een overnamevoorstel (op korte termijn).[69]

Onder 'normale' omstandigheden zouden de normen van het bestendige succes van de onderneming en de langetermijnwaardecreatie, bezien vanuit het perspectief van de aandeelhouder, niet tot een onredelijke uitkomst moeten

67. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12 en 3.34.
68. In vergelijkbare zin: Assink/Slagter 2013 (Deel 2), §2; Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 4. Ik ga in paragraaf 5.1 van dit proefschrift nader in op het richtsnoer voor het handelen van het bestuur van de beursvennootschap.
69. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.34.

leiden.[70] Als de NV succesvol is, dan zal zij veelal winst maken.[71] Die winst zal nog steeds ten goede komen aan de aandeelhouders en zij hebben dan ook recht op een redelijk dividend. Hun belang als kapitaalverschaffer is immers met name een financieel belang en daarmee moet het bestuur van de NV rekening houden. Wanneer dat financiële belang strijdig is met het belang van de NV, dan prevaleert in beginsel het belang van de NV. De zorgvuldigheidsverplichting van het bestuur om rekening te houden met het financiële belang van aandeelhouders kan echter meebrengen dat het bestuur bij het dienen van het belang van de NV ervoor zorgt dat de belangen van de aandeelhouders niet onnodig of onevenredig worden geschaad.[72] Er is dus sprake van een tweetrapsraket: het bestuur stelt bij het maken van een beslissing ten eerste vast wat het vennootschappelijk belang vergt (de 'richtinggevende' trap); ten tweede stelt het vast wat de gevolgen zijn voor de bij de vennootschap betrokkenen en gaat het hier zorgvuldig mee om, hetgeen ertoe kan leiden dat de beslissing wordt bijgesteld, maar dat hoeft niet (de 'corrigerende' trap).[73] Het kan in een bepaald geval ook zo zijn dat er voor het bestuur in een crisissituatie geen mogelijkheid is om het belang van de NV te dienen zonder dat de belangen van aandeelhouders (niet onnodig maar wel) onevenredig worden geschaad. Voor zover het mitigeren van de nadelige gevolgen of het kiezen van een beter strategisch alternatief niet mogelijk is, is het dan nog steeds de taak van het bestuur om het belang van de NV te dienen, ondanks dat de (financiële) belangen van de aandeelhouders of andere stakeholders mogelijk ernstig worden geschaad. Vandaar dat de zorgvuldigheid *kan* meebrengen dat het bestuur ervoor zorgt dat de belangen van stakeholders niet onnodig of onevenredig worden geschaad; onder (uitzonderlijke) omstandigheden kan dat ook anders zijn.[74] Het belang van de vennootschap hoeft in dergelijke crisissituaties overigens niet altijd mee

70. Sterker nog, er is onderzoek dat uitwijst dat een onderneming met een langtermijnvisie op lange termijn meer winst maakt dan een onderneming met een kortetermijnvisie. Zie hierover paragraaf 4.5.3 van dit proefschrift.
71. Dat zal veelal het geval zijn, maar dat hoeft niet. Er zijn ook succesvolle 'groeibedrijven', die weliswaar niet winstgevend zijn, maar een sterke omzetgroei kennen. Het economisch voordeel voor de aandeelhouders zit dan niet in dividenduitkeringen, maar in koersstijgingen van het aandeel.
72. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12.
73. Timmerman, *TvOB* 2018-1, p. 15 spreekt van een "tweeledig begrip vennootschappelijk belang". Van Solinge, *Ondernemingsrecht* 2019/44 spreekt van een "tweeledige regel". Assink, *WPNR* 2016/7112, par. 5 spreekt over de *diepte*werking en de *breedte*werking. Zie ook De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1. De term 'langtetermijnwaardecreatie', zoals opgenomen in de Corporate Governance Code, maakt (enkel) deel uit van de eerste trap, aangezien deze term een nadere duiding geeft van het bestendige succes van de onderneming, en daarmee van het vennootschapsbelang (zie ook eerder in deze paragraaf voor een nadere toelichting).
74. Vgl. De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1.

te brengen dat de vennootschap wordt 'gered' ten koste van de aandeelhouders. Voor het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming is niet in alle gevallen continuïteit van de NV vereist.[75] Denkbaar is dat het belang van de vennootschap onder omstandigheden vergt dat de onderneming wordt verkocht aan een strategische koper, welke transactie het bestendige succes van de onderneming zal bevorderen, waarna de lege NV wordt geliquideerd en de, na betaling van eventuele crediteuren, resterende baten worden uitgekeerd aan de aandeelhouders.

Het belang van een werkelijk besloten NV, met slechts enkele aandeelhouders en een blokkeringsregeling, zal veelal dichter liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een open NV.[76] Het belang van de vennootschap met een onderneming wordt volgens de Hoge Raad in de regel immers *vooral* bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Dat belang wordt bij een *joint venture*-vennootschap *voorts* bepaald door de aard en inhoud van de tussen de aandeelhouders overeengekomen samenwerking.[77] Die aard en inhoud van de overeengekomen samenwerking zal in besloten verhoudingen een grotere rol spelen, aangezien bij een beursvennootschap in beginsel geen sprake is van een overeengekomen samenwerking in de vorm van bijvoorbeeld een *joint venture*- of aandeelhoudersovereenkomst.[78] Ook in besloten verhoudingen is elke bestuurder gehouden zich te richten naar het belang van de NV en de met haar verbonden onderneming en om zorgvuldigheid te betrachten jegens al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.[79] Dat betekent ook dat voor bepaalde besluiten de belangen van relevante stakeholders zwaar kunnen meewegen, zeker wanneer de besloten NV functioneert als een groot concern. Dat is niet anders indien de aandeelhouders nauw betrokken zijn bij de NV of indien de statuten bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een ander orgaan van de vennootschap.[80] Dat wil naar

75. Idem.
76. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3 (MvT), p. 3 en Schwarz 2018.
77. Vgl. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1. Zie over het vennootschappelijk belang in besloten verhoudingen ook: Assink 2016.
78. Dit laatste kan anders zijn wanneer sprake is van een grootaandeelhouder, bijvoorbeeld wanneer deze partij is bij een *relationship agreement* met de beursvennootschap, zie Bijveld, *TOP* 2015/7.
79. Vgl. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.3.
80. Vgl. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.3, met daarin een verwijzing naar artikel 2:239 lid 4 BW en *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 91-92 (al geloof ik dat hier pagina 90 is bedoeld). Hetzelfde zou mijns inziens moeten gelden voor de besloten NV, zij het dat de statuten daar enkel kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap "die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen".

mijn mening zeggen dat bestuurders van een besloten NV nog steeds de 'tweetrapsraket' van de *Cancun*-beschikkingen dienen te volgen. Ten eerste moet worden vastgesteld wat het belang van de vennootschap is; dat is in de regel met name het belang van haar onderneming, hetwelk mede wordt ingekleurd door de aard en de inhoud van de afspraken tussen de aandeelhouders.[81] Ten tweede moet worden vastgesteld wie de betrokkenen zijn jegens wie het bestuur zorgvuldigheid dient te betrachten. Dat is bij een besloten NV veelal slechts een beperkte groep (rechts)personen en de belangen van aandeelhouders wegen daar zwaar, omdat zij nauw betrokken zullen zijn bij de onderneming en daarbij een groot belang zullen hebben. De belangen van aandeelhouders worden bij een besloten NV dus veelal – anders dan bij een open NV – in beide stappen van de besluitvorming verdisconteerd; in de eerste stap door de aard en inhoud van de tussen de aandeelhouders overeengekomen samenwerking en in de tweede stap vanwege hun belangen waar rekening mee gehouden dient te worden als onderdeel van de zorgvuldigheidsnorm. Bij een beursvennootschap waar geen sprake is van een overeengekomen samenwerking die mede het belang van de vennootschap bepaalt, worden belangen van aandeelhouders in beginsel enkel meegenomen in de afweging van stakeholderbelangen in de tweede stap. Dat laatste kan weer anders zijn wanneer uit andere feiten en omstandigheden, zoals de doelomschrijving in de statuten, blijkt dat de beursvennootschap (mede) is gericht op het bevorderen van de belangen van haar aandeelhouders.

3.2 De taken en bevoegdheden van het bestuur van de NV

De kerntaak van het bestuur is het besturen van de NV.[82] Die taak behelst zowel een *bevoegdheid* om zelfstandig te besturen, zonder de verplichting aandeelhouders daarbij te betrekken (tenzij dat in specifieke gevallen vereist is op grond van de wet of statuten), alsook een *verplichting* tot behoorlijk en actief bestuur en beheersing van de onderneming.[83] Onder de bestuurstaak valt onder andere de verantwoordelijkheid voor het dagelijks beleid, de dagelijkse leiding, het beleid en de strategie, het beheer van het vermogen, het beschikken over vennootschappelijke middelen, het bepalen van de vennootschappelijke activiteiten, het beheersen van risico's, de implementatie van beheers- en controlesystemen, de verhoudingen met stakeholders, de cultuur, alle handelingen die vallen onder de statutaire doelomschrijving en alle handelingen die daar, naar gebruik en redelijkheid en billijkheid, mee samenhangen.[84] Onder de

81. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1.
82. Artikel 2:129 lid 1 BW.
83. Zie voor dat laatste: Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.2.2.
84. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/231; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/135-149; artikel 2:141 lid 2 BW.

bestuurstaak vallen voorts de specifieke wettelijke verantwoordelijkheden en bevoegdheden die hieronder worden genoemd.

(a) *Uitvoerende bevoegdheden*: het vertegenwoordigen van de vennootschap,[85] het doen verlijden van een akte tot statutenwijziging,[86] het opstellen en ondertekenen van een voorstel tot fusie[87] of splitsing,[88] besluiten tot fusie voor een verkrijgende vennootschap en tot splitsing voor (1) een verkrijgende vennootschap of (2) een splitsende vennootschap mits (a) de verkrijgende vennootschappen bij de splitsing opgerichte NV's of BV's zijn waarvan de splitsende vennootschap enig aandeelhouder wordt of (b) de verkrijgende vennootschappen alle aandelen houden in de splitsende vennootschap.[89]

(b) *Informerende verantwoordelijkheden*: het bestuur heeft een raadgevende stem in de AV,[90] heeft een plicht tot het verstrekken van informatie aan de AV en de raad van commissarissen[91] en heeft een informatieplicht in geval van wijzigingen nadat een splitsingsvoorstel is ingediend.[92]

(c) *Financiële verantwoordelijkheden*: het opmaken en openbaar maken van de jaarrekening[93], het bestuursverslag,[94] en het ondertekenen van een beschrijving van inbreng op aandelen anders dan in geld,[95] een beschrijving bij een rechtshandeling die valt onder de Nachgründungsregeling,[96] en het bijeenroepen van een AV indien het bestuur blijkt van een slechte vermogenstoestand.[97]

(d) *Organisatorische verantwoordelijkheden*: het voeren van een deugdelijke administratie,[98] het inschrijven van de vennootschap in het handelsregister,[99] het bijhouden van een aandeelhoudersregister,[100] het bijeenroepen

85. Artikel 2:130 lid 1 BW.
86. Artikel 2:124 lid 2 BW.
87. Artikel 2:312 BW.
88. Artikel 2:334f BW.
89. Artikel 2:331 en 334ff BW. Zoals uit die artikelen blijkt kunnen de statuten anders bepalen en kunnen aandeelhouders een dergelijk besluit onder omstandigheden alsnog naar zich toetrekken door binnen de relevante termijn het bestuur te verzoeken de AV bijeen te roepen om over de fusie of splitsing te besluiten.
90. Artikel 2:117 lid 4 BW.
91. Artikel 2:107 lid 2 BW en artikel 2:141 BW.
92. Artikel 2:334i BW.
93. Artikelen 2:101 lid 1 en 394 BW. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/143.
94. Artikel 2:391 BW.
95. Artikel 2:94b BW.
96. Artikel 2:94c BW.
97. Artikel 2:108a BW.
98. Artikel 2:10 lid 1 BW.
99. Artikel 2:69 lid 1 BW.
100. Artikel 2:85 BW.

van een AV[101] en het deponeren van een authentiek afschrift van iedere akte van statutenwijziging.[102]

Onder de taak van het bestuur valt ook haar functioneren als initiërend orgaan van de vennootschap. Het bestuur heeft een voorbereidende taak bij vergaderingen van de raad van commissarissen en de AV en moet bevorderen dat de andere organen van de vennootschap goed functioneren.[103] Het bestuur kan ook een enquête verzoeken namens de vennootschap.[104] Voor zover besluiten bevoegdheden van de AV betreffen neemt het bestuur vaak het initiatief en doet voorstellen daartoe.[105]

Volgens de heersende leer valt in Nederland het bepalen van het beleid en de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming in beginsel binnen de bestuurstaak als geformuleerd in artikel 2:129 lid 1 BW.[106] Op het moment van schrijven is er een wetsvoorstel aanhangig die deze leer – enkel voor de beursvennootschap – beoogt te codificeren.[107] De raad van commissarissen houdt toezicht op het bepalen van het beleid en de strategie door het bestuur. De AV kan haar opvattingen terzake tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten. Dit laatste betekent dat het bestuur, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de AV vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is, ook niet bij wijze van consultatie of peiling.[108] Wel heeft het bestuur een verantwoordingsplicht jegens de AV over het gevoerde beleid (en naar ik aanneem ook over de gevoerde strategie).[109] Dit ziet ook op de wijze waarop het zijn

101. Artikel 2:109 BW.
102. Artikel 2:126 BW.
103. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/231.
104. Artikel 2:346 lid 1 sub d BW.
105. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/200.
106. Met de woorden "in beginsel" wordt mijns inziens bedoeld dat de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie beperkt kan worden door statutaire en wettelijke regelingen, zie hierover paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift. Zoals Assink, *MvO* 2018/7, par 5.8 opmerkt, heeft de Hoge Raad nooit bevestigd dat het bepalen van het beleid en de strategie inderdaad een onderdeel vormt van de bestuurstaak als omschreven in artikel 2:129 lid 1 BW.
107. Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap (*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3). Hierin is voorgesteld om aan artikel 2:129 lid 1 BW toe te voegen dat voor de beursvennootschap onder de bestuurstaak in ieder geval begrepen moet worden het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.
108. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3-4.4; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1; HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
109. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/6 en 238. Zie ook HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van

strategische doelstellingen al dan niet behaalt. Het bestuur is daarnaast verantwoording schuldig aan de raad van commissarissen en de ondernemingsraad[110] en iedere bestuurder dient zich te verantwoorden aan de overige leden van het bestuur.[111] De verantwoordingsplicht jegens de AV komt concreet tot uiting in de verplichting tot het opmaken van een jaarrekening en een bestuursverslag en de plicht om de AV op verzoek alle verlangde inlichtingen te verschaffen.[112] Elke bestuurder is tegenover de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn of haar taak.[113] Bij het vervullen van die taak dient het bestuur in de eerste plaats het vennootschappelijk belang te behartigen.[114] Hetzelfde geldt voor de raad van commissarissen.[115] De Hoge Raad heeft in lijn hiermee geoordeeld dat het bestuur bij het vervullen van zijn taak het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop dient te stellen en de belangen van alle betrokkenen bij zijn besluitvorming in aanmerking dient te nemen.[116] Bestuurders dienen zich jegens andere bij de vennootschap betrokkenen te gedragen overeenkomstig hetgeen vereist wordt op grond van de redelijkheid en billijkheid.[117] Door verantwoording af te leggen kunnen aandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen nagaan of het bestuur haar taak behoorlijk heeft vervuld.

De bevoegdheden van het bestuur kunnen statutair worden uitgebreid, voor zover dwingendrechtelijke wettelijke bepalingen zich daar niet tegen verzetten.[118] In de statuten kan de bestuurstaak van het bestuur ook worden beperkt en kunnen besluiten van het bestuur worden onderworpen aan de goedkeuring van een orgaan van de NV.[119] Dit is alleen anders voor zover het bevoegdheden betreft die dwingendrechtelijk aan het bestuur zijn toegekend.[120] De vraag kan opkomen hoever de statuten kunnen gaan in het beperken van de bestuurstaak en, in het verlengde daarvan, het beperken van de bevoegdheid van het bestuur om het beleid en de strategie te bepalen. Ik behandel dit in paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.

Ginneken (*ASMI*). Zie ook Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.9.

110. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/238.
111. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §3.
112. Artikel 2:101 lid 1 en artikel 107 lid 2 BW.
113. Artikel 2:9 BW.
114. Maeijer 1964, par. 4.
115. Maeijer 1964, par. 4. Zie ook: HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).
116. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*); Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/231. Zie uitgebreider over het richtsnoer voor het bestuur: paragrafen 3.1.4 en 5.1 van dit proefschrift.
117. Artikel 2:8 BW.
118. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/151. Zie uitgebreid: paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.
119. Artikel 2:129 lid 1 en 3 BW. Zie uitgebreid: paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.
120. Artikel 2:25 BW.

In Delaware is de board of directors in algemene zin verantwoordelijk voor het bestuur van en de gang van zaken binnen de onderneming.[121]

> Bij Amerikaanse beursvennootschappen vervulde de board of directors van een beursvennootschap traditioneel de bestuursrol, maar dit is in de laatste 30 jaar in organisatorische zin verschoven naar een meer toezichthoudende rol, waarbij het management het dagelijks bestuur waarneemt.[122] De taken van de board of directors zien met name op het selecteren en evalueren van de executives en het bepalen van hun remuneratie, het toezichthouden op de wijze waarop de onderneming wordt bestuurd en het beoordelen en goedkeuren van belangrijke plannen en het beleid zoals voorgesteld door het management.[123] De board of directors (en niet het management) wordt binnen de vennootschappelijke verhoudingen echter gezien als het bestuur, in die zin dat daar de voornaamste vennootschapsrechtelijke bevoegdheden liggen.[124] De meerderheid van de directors is in de praktijk onafhankelijk van de executives. De beursreglementen van de New York Stock Exchange (NYSE) en Nasdaq vereisen dit ook.[125] Wanneer de CEO tevens de voorzitter van de board of directors is, dan kent die vaak tevens een *lead independent director*.[126] Dit is een soort vice-voorzitter die veelal een grote rol heeft bij de interne gang van zaken binnen de board of directors en de externe communicatie met grootaandeelhouders.

De board of directors heeft bij het uitvoeren van de bestuurstaak een grote beleidsvrijheid dankzij de *business judgement rule*. De *business judgement rule* is gegrondvest op de aanname dat onder het recht van Delaware de aandeelhouders de verantwoordelijkheid voor het besturen van de onderneming hebben "toebedeeld" aan de board of directors.[127] Deze verdeling van machten brengt met zich mee dat aandeelhouders niet elke bestuurshandeling steeds volledig moeten kunnen laten toetsen door de rechter en dat de board of directors een bepaalde mate van discretionaire bevoegdheid toekomt bij het uitoefenen van zijn bestuurstaak. Kortgezegd betreft de regel een vermoeden dat de board of directors bij het nemen van een besluit handelde op geïnformeerde basis, te goeder trouw en in de oprechte overtuiging dat de handeling in het belang van

121. §141(a) DGCL.
122. Eisenberg & Cox 2014, p. 329.
123. Eisenberg & Cox 2014, p. 329.
124. Eisenberg & Cox 2014, p. 293.
125. Section 303A.01 van de NYSE Listed Company Manual en Rule 5605(b)(1) van de Nasdaq Stock Market Listing Rules.
126. Eisenberg & Cox 2014, p. 329-330.
127. Delaware Supreme Court, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

de vennootschap was.[128] Ten grondslag aan de *business judgement rule* liggen drie fiduciaire gedragsnormen waarnaar directors dienen te handelen:[129]

(a) de *duty of loyalty*. Deze verplichting houdt in dat directors dienen te handelen in het belang van de vennootschap en haar aandeelhouders en niet in hun eigen belang.[130] Bij invulling van deze verplichting spelen gedachten over ongeoorloofde tegenstrijdige belangen en de onafhankelijkheid en objectiviteit van directors een belangrijke rol.[131]

(b) de *duty of good faith*. Deze verplichting houdt in dat de directors te goeder trouw dienen te handelen.[132] Dat wil in algemene zin zeggen dat zij naar beste eer en geweten handelen en niet met opzet schade toebrengen of hun verplichtingen verzaken. Tegenwoordig wordt de *duty of good faith* als onderdeel beschouwd van de hierboven genoemde *duty of loyalty*.[133]

(c) de *duty of care*. Deze verplichting tot zorgvuldigheid ziet op de taken van de board of directors om goed geïnformeerde besluiten te nemen[134]

---

128. Delaware Supreme Court, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984) en Delaware Supreme Court, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993). Zie uitgebreid over de *business judgement rule*: Assink 2007, nrs. 16-22.

129. Zie uitgebreider over deze deze '*triad of fiduciary duties*': Delaware Supreme Court, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993). Zie ook: Assink 2007, nrs. 8 en 10–14 en par. 3.10 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

130. Er zijn in de praktijk grofweg twee categorieën van gevallen waarin sprake is van strijd met de *duty of loyalty*. De eerste categorie betreft gevallen waarin directors transacties aangaan namens de vennootschap terwijl zij duidelijke tegenstrijdige belangen hebben, bijvoorbeeld wanneer zij zelf de wederpartij zijn bij die transactie. De tweede categorie betreft gevallen waarin directors een *corporate opportunity* ontnemen aan de vennootschap door (al dan niet door middel van een rechtspersoon die zij controleren) in concurrentie te gaan met de vennootschap. Zie hierover: Blair & Stout 1999, p. 298-299.

131. Delaware Court of Chancery, *Orman v. Cullman*, 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002). Zie ook: Assink 2007, nr. 11.

132. De *duty of good faith* is minder duidelijk omlijnd, en wordt met name benaderd vanuit het perspectief van een '*lack of good faith*', of simpelweg '*bad faith*', zie Delaware Court of Chancery, *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) en Eisenberg & Cox 2014, p. 675.

133. De Delaware Supreme Court heeft in *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006) bepaald dat de *duty of good faith* een subsidiair element en een voorwaarde is voor de fundmantele *duty of loyalty*. Deze verplichting werd traditioneel echter veelal weergegeven als een zelfstandig te onderscheiden onderdeel van de *triad of fiduciary duties*, zie Delaware Supreme Court, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993). Zie hierover uitgebreid: Assink 2007, nrs. 8 en 13.

134. Zie Delaware Supreme Court, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984): "…directors have a duty to inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties." Zie ook: Delaware Supreme Court, *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985) en de analyse in Assink 2007, nr. 12.b.

> en toezicht te houden op de gang van zaken binnen de vennootschap, inclusief het zorgdragen voor een adequate interne controlestructuur.[135]

Indien een aandeelhouder een besluit van de board of directors wil aanvechten of schade wil verhalen op een of meer (oud-)directors, dan dient hij eerst te bewijzen dat de board of directors strijdig heeft gehandeld met een of meer van de hierboven genoemde gedragsnormen.[136] Indien het de aandeelhouder niet lukt te bewijzen dat er inderdaad sprake was van strijd met de *duty of care*, de *duty of loyalty* of de *duty of good faith*, dan genieten de directors de bescherming van de *business judgement rule* en treedt de rechter niet in de beoordeling van het bestuursbeleid.[137] Indien de board of directors strijdig heeft gehandeld met een of meer van de genoemde gedragsnormen, dan verschuift de bewijslast naar het bestuur om de inhoudelijke billijkheid van het besluit aan te tonen (de *entire fairness*-test).[138]

> Aan het einde van de jaren 1970 wilde meerderheidsaandeelhouder The Signal Companies, Inc. de resterende aandelen in UOP, Inc. verkrijgen door een *cash-out merger*. Dit is een zogenaamde *freezeout technique* waarbij een fusie tot stand wordt gebracht tussen de doelvennootschap en een nieuw opgerichte vennootschap, als gevolg waarvan de meerderheidsaandeelhouder alle aandelen verkrijgt in de gecombineerde vennootschap en de minderheidsaandeelhouders een prijs in contanten voor hun aandelen ontvangen.[139] Vaak wordt deze structuur gebruikt om minderheidsaandeelhouders uit te kopen na een openbaar bod.[140] Nadat minderheidsaandeelhouders een procedure aanspanden om de afspraken in de fusieovereenkomst aan te vechten, overwoog de Delaware Supreme Court dat in dergelijke gevallen de *entire fairness*-test moet worden toegepast. Volgens hem houdt die test het volgende in: "The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were

135. Delaware Court of Chancery, *In Re Caremark Intern. Inc. Deriv. Lit.,* 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996). Zie hierover ook: Assink 2007, nr. 12.a.
136. Assink 2007, nr. 17.
137. Eisenberg & Cox 2014, p. 623. Zie ook: Assink 2007, nr. 17.
138. Eisenberg & Cox 2014, p. 623. Zie ook: par. 3.10 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). In het geval van een transactie moeten de directors onder de *entire fairness*-test aantonen dat de transactie het resultaat was van *fair dealing* en *fair price*. Zie Delaware Supreme Court, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).
139. Eisenberg & Cox 2014, p. 1189.
140. In de Nederlandse praktijk zijn soortgelijke structuren ontwikkeld voor het geval een openbaar bod gestand wordt gedaan maar de bieder minder dan 95% van de aandelen verkrijgt en dus niet de bevoegdheid toekomt een uitkoopprocedure te initiëren. Zie hierover uitgebreid: De Brauw 2017, par. 15.3 e.v.

> obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. […] However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. Here, we address the two basic aspects of fairness separately because we find reversible error as to both."[141]

Kortgezegd, indien duidelijk is dat de board of directors objectief zorgvuldig heeft gehandeld – er was geen sprake van objectieve gebreken zoals tegenstrijdig belang, of zodanig ongeïnformeerd handelen dat sprake was van grove nalatigheid[142] – dan treedt de rechter niet in de subjectieve beoordeling van de besluitvorming. Als de board of directors objectief onzorgvuldig heeft gehandeld, dan zal de rechter naar alle omstandigheden van het geval kijken, waaronder het proces, de structuur, transparantie en voorwaarden van een transactie. Ook in dat laatste geval kan een rechter overigens nog tot de conclusie komen dat geen sprake is van aansprakelijkheid omdat het onzorgvuldig handelen niet tot schade heeft geleid.[143]

De concrete taken en bevoegdheden van de board of directors van een Delaware corporation verschillen op onderdelen aanzienlijk van die van het bestuur van een NV. De board of directors is in Delaware bevoegd te besluiten tot uitgifte van (rechten tot het nemen van) aandelen tot aan het maatschappelijk kapitaal, behoudens beperkingen die kunnen zijn opgenomen in het *certificate of incorporation*.[144] Wel kunnen aandeelhouders de uitgifte verbieden wanneer deze niet pro rata wordt gedaan.[145] Ook verplicht het beursreglement van de NYSE vennootschappen in sommige gevallen aandeelhoudersgoedkeuring te vragen voor de uitgifte van (rechten tot het nemen van) aandelen.[146]

---

141. Delaware Supreme Court, *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).
142. Van dat laatste was bijvoorbeeld sprake in Delaware Supreme Court, *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), waardoor een inbreuk op de *duty of care* werd aangenomen.
143. Assink 2007, nr. 18.a.
144. §102(a)(4) en 151 DGCL. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 212.
145. Eisenberg & Cox 2014, p. 212.
146. Bijvoorbeeld een publieke aanbieding van meer dan 20% tegen een storting anders dan in contanten, zie par. 312.03 van de NYSE Listed Company Manual.

3.3 De taken en bevoegdheden van aandeelhouders van de NV

Wat de wettelijke bevoegdheden van aandeelhouders betreft dient onderscheid gemaakt te worden tussen enerzijds de bevoegdheden van aandeelhouders langs de band van de AV en anderzijds de bevoegdheden van individuele aandeelhouders. De bevoegdheden van de AV zijn in te delen in de drie categorieën die hieronder zijn genoemd.[147] De indeling wordt daaronder nader toegelicht.

(a) *Kernbevoegdheden*: hieronder vallen in ieder geval de besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van alle bestuurders en ten minste twee derden van het totale aantal commissarissen,[148] het instellen van een bezoldigingsbeleid voor bestuurders,[149] het vaststellen van de bezoldiging van commissarissen,[150] het vaststellen of wijzigen van de jaarrekening en het verlenen van decharge,[151] statutenwijziging, omzetting, ontbinding, fusie

147. Een vergelijkbare categorisering is te vinden in *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/3-5, al verschilt de inhoudelijke indeling van bevoegdheden daar van de indeling die ik hier gebruik. Ik heb de bevoegdheden zo ingedeeld, dat onder 'kernbevoegdheden' die bevoegdheden vallen die niet aan een ander dan de AV kunnen worden toegekend en onder 'overige wettelijke bevoegdheden' de bevoegdheden die tijdelijk of permanent kunnen worden toegekend aan andere organen dan de AV. In het overzicht zijn alleen wettelijke bevoegdheden opgenomen en geen overige mogelijke statutaire bevoegdheden van de AV, zoals een statutair instructierecht ten aanzien van de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen als bedoeld in artikel 2:129 lid 4 BW.

148. Zie ten aanzien van bestuurders: artikelen 2:132 en 134 BW. Zie ten aanzien van commissarissen: artikelen 2:142 en 144 BW. Bij statuten kan worden bepaald dat deze benoeming geschiedt uit een voordracht, zie artikelen 2:133 BW en 142 lid 2 BW, of dat ten hoogste een derde van het totale aantal commissarissen zullen worden benoemd door anderen dan de AV, zie artikel 2:143 BW.

149. Artikel 2:135 lid 1 BW.

150. Artikel 2:145 BW.

151. Zie voor het vaststellen van de jaarrekening: artikel 2:101 lid 3 BW. De bevoegdheid tot wijziging vloeit voort uit de vaststellingsbevoegdheid van de AV, zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43 en Van der Zanden, *GS Rechtspersonen* 2012, Titel 9 Boek 2 BW, aant. 2.3.2 en 2.3.3. Het zal dan praktisch moeten gaan om gewijzigde vaststelling, waarbij de AV het bestuur opdraagt de opgemaakte jaarrekening te herzien alvorens een besluit tot vaststelling te nemen, nu de AV niet zelfstandig wijzigingen in de opgemaakte jaarrekening kan aanbrengen, zie *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/563. Ik zou willen aannemen dat de AV in dit soort gevallen ook de bevoegdheid toekomt om een besluit tot vaststelling te nemen dat voorwaardelijk is aan het aanbrengen van de door de AV gewenste wijziging door het bestuur. Het bestuur kan zich tegen een door de AV gewenste wijziging verzetten omdat het deze strijdig acht met de wet of omdat het meer in het algemeen de wijziging niet verenigbaar acht met zijn bestuursverantwoordelijkheid, zie Van der Zanden, *GS Rechtspersonen* 2012, Titel 9 Boek 2 BW, aant. 2.3.2 en 2.3.3. De bevoegdheid van de AV tot het verlenen van decharge (ook wel: kwijting) wordt algemeen aangenomen, zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43 en *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/565. De vraag kan worden gesteld of onder omstandigheden ook een ander orgaan dan de AV bevoegd kan zijn tot dechargeverlening. Die vraag wordt verschillend beantwoord. Zie bevestigend: Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:9 BW aant. 22.2.3. Zie ontkennend: Bulten & Kreileman 2017, par. 19.3.1 en 19.3.2, met verwijzingen naar overige bronnen in de literatuur. Ik sluit mij bij

en splitsing.[152] In aanvulling hierop gelden ook als kernbevoegdheden de besluiten tot verhoging van het bedrag van de aandelen of van het maatschappelijk kapitaal en tot vermindering van het kapitaal door intrekking van aandelen of vermindering van het nominale bedrag van aandelen.[153] Verder valt onder de kernbevoegdheden de goedkeuringsbevoegdheid van de AV bij besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering of identiteit of het karakter van de NV of haar onderneming als bedoeld in artikel 2:107a BW.[154] Tot slot gelden ook het recht op inlichtingen (tenzij een zwaarwichtig belang van de NV zich daartegen verzet), het verlenen van de opdracht tot onderzoek van de jaarrekening en het intrekken van die opdracht als kernbevoegdheden van de AV.[155]

(b) *Overige wettelijke bevoegdheden*: onder de wettelijke bevoegdheden van de AV die niet kernbevoegdheden betreffen vallen (1) het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders,[156] (2) (aanwijzing tot) uitgifte van (rechten tot het nemen van) aandelen, beperking of uitsluiting van voorkeursrechten en machtiging tot inkoop,[157] (3) het geven van een opdracht tot

---

de laatste zienswijze aan, met name omdat ik meen dat voor de bevoegdheid tot decharge moet worden aangeknoopt bij de bevoegdheid van de AV tot het vaststellen van de jaarrekening en deze bevoegdheid niet kan worden gedelegeerd.

152. Zie voor statutenwijziging: artikel 2:121 BW. Zie voor omzetting: artikel 2:18 BW. Zie voor ontbinding: artikel 2:19 BW. Zie voor fusie en splitsing: artikelen 2:317 en 334m BW. Tot fusie kan, tenzij de statuten anders bepalen, ook bij bestuursbesluit worden besloten (1) door de verkrijgende vennootschap, mits voldaan wordt aan de wettelijke vereisten, waarbij aandeelhouders het besluit onder omstandigheden alsnog naar zich toe kunnen trekken door binnen de relevante termijn het bestuur te verzoeken de AV bijeen te roepen om over de fusie te besluiten, of (2) door de verdwijnende vennootschap bij een moeder-dochterfusie, zie artikel 2:331 BW. Tot splitsing kan, tenzij de statuten anders bepalen, ook bij bestuursbesluit worden besloten (1) door de verkrijgende vennootschap en (2) door de splitsende vennootschap, mits (a) alle verkrijgende rechtspersonen bij de splitsing opgerichte NV's of BV's zijn waarvan de splitsende vennootschap enig aandeelhouder wordt of (b) de verkrijgende vennootschappen alle aandelen houden in de splitsende vennootschap. Voldaan moet worden aan de wettelijke vereisten en de aandeelhouders kunnen dit besluit onder omstandigheden alsnog naar zich toetrekken door binnen de relevante termijn het bestuur te verzoeken de AV bijeen te roepen om over de splitsing te besluiten, zie artikel 2:334ff BW.
153. Artikelen 2:99 lid 1 en 121a lid 1 BW.
154. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/62. Zie hierover uitgebreid paragraaf 6.3 van dit proefschrift.
155. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verplicht de gevraagde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de NV zich daartegen verzet, zie artikel 2:107 lid 2 BW. Zie ook voetnoot 205 van dit hoofdstuk over het recht op inlichten van individuele aandeelhouders. Zie artikel 2:393 lid 2 BW voor het verlenen van de opdracht tot onderzoek van de jaarrekening en het intrekken van die opdracht.
156. Artikel 2:135 lid 4 BW. Dit gebeurt met inachtneming van het bezoldigingsbeleid dat dient te worden vastgesteld door de AV, zie artikel 2:135 lid 1 BW.
157. Zie voor uitgifte van (rechten tot het nemen van) aandelen: artikel 2:96 BW. Zie voor beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht: artikel 2:96a lid 6 BW. Zie voor machtiging tot inkoop: artikel 2:98 lid 4 BW.

faillietverklaring door het bestuur[158] en (4) besluitvorming bij tegenstrijdig belang wanneer hierdoor geen bestuursbesluit kan worden genomen (omdat zowel alle leden van het bestuur als van de raad van commissarissen een tegenstrijdig belang hebben) of bij het ontbreken van een raad van commissarissen.[159]

(c) *Restbevoegdheid*: artikel 2:107 lid 1 BW kent aan de AV, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheid toe die niet aan het bestuur of anderen is toegekend.

Onder de hierboven onder (a) genoemde 'kernbevoegdheden' van de AV moeten worden begrepen de besluiten die nimmer kunnen worden overgedragen aan het bestuur of andere organen.[160] Zij kunnen in bepaalde gevallen wel aan beperkingen (zoals oligarchische regelingen) worden onderworpen, maar nooit buiten de AV om worden genomen. In paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift beschrijf ik hoe ver dergelijke beperkingen kunnen gaan, en op welke wijze de bevoegdheden van de AV kunnen worden uitgebreid.

Ik merk hier voor de volledigheid nog op dat indien het volledig structuurregime wordt toegepast, de benoeming, het ontslag en de schorsing van bestuurders voorbehouden is aan de raad van commissarissen.[161] In het geval dat het structuurregime van toepassing is, zal ook de benoeming van commissarissen door de AV enkel kunnen geschieden op voordracht van de raad van commissarissen, tenzij de AV deze voordracht afwijst bij volstrekte meerderheid van uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatst kapitaal.[162] De AV is in dat geval ook niet bevoegd om individuele commissarissen te ontslaan; zij kan enkel het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen opzeggen bij volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatst kapitaal.[163]

---

158. Artikel 2:136 BW. Het bestuur is ondanks het ontbreken van een dergelijke opdracht wel vertegenwoordigingsbevoegd bij het aanvragen van een faillissement; het blijft tot aan het faillissement immers onbeperkt en onvoorwaardelijk bevoegd de NV te vertegenwoordigen. Het in strijd met artikel 2:136 BW overgaan tot het aanvragen van faillissement kan echter grond zijn voor aansprakelijkheid jegens de NV op grond van artikel 2:9 BW of, indien in de omstandigheden van het geval de belangen van de gezamenlijke schuldeisers worden geschaad, kennelijk onbehoorlijke taakvervulling als bedoeld in artikel 2:138 BW. Zie hierover (voor de BV): HR 21 december 2018, *NJ* 2019/31, *JOR* 2019/74, m.nt. U.B. Verboom (*Geocopter*), r.o. 3.3.2.
159. Artikel 2:129 lid 6 BW.
160. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/20.
161. Artikel 2:162 BW.
162. Artikel 2:158 lid 4 jo. lid 9 BW.
163. Artikelen 2:161 en 161a BW. Volgens de Ondernemingskamer dienen aandeelhouders zich voor de uitoefening van, en dreiging met, deze collectieve ontslagbevoegdheid te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, waarbij een krachtens de wet geldende regel niet van toepassing is voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn (artikel 2:8 lid 2 BW).

Ik meen dat het juist is om de benoeming, het ontslag en de schorsing van bestuurders en commissarissen in algemene zin toch als kernbevoegdheid van de AV te karakteriseren. De betekenis van het structuurregime is in de praktijk voor beursvennootschappen namelijk beperkt.[164] Wanneer het structuurregime wordt toegepast zal de NV zich moeten conformeren aan de wettelijk voorgeschreven governanceregels die dat met zich meebrengt; het is dus niet primair een keuzemogelijkheid.[165]

De overige wettelijke bevoegdheden die onder (b) worden genoemd zijn geen kernbevoegdheden van de AV, in die zin dat zij in beginsel aan de AV toekomen maar in bepaalde gevallen tijdelijk of permanent toe kunnen komen aan een ander vennootschapsorgaan. De beloning van bestuurders kan statutair worden toegekend aan een ander orgaan dan de AV.[166] Voor uitgifte van aandelen geldt dat de AV of de statuten een ander vennootschapsorgaan kunnen aanwijzen dat voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaar bevoegd is een bepaalde hoeveelheid aandelen uit te geven.[167] De statuten kunnen voorzien in een afwijkende regeling voor het doen van aangifte tot faillietverklaring door het bestuur.[168]

De betekenis van de 'restbevoegdheid' van de AV die onder (c) werd genoemd is niet goed duidelijk.[169] Raaijmakers meent dat de hierboven genoemde kernbevoegdheden van de AV onder deze restbevoegdheid vallen.[170] Dat lijkt mij niet het geval, aangezien voor elk van die kernbevoegdheden al een specifieke wettelijke grondslag bestaat. Gelet op de tekst van artikel 2:107 lid 1 BW en de structuur van de wet, lijkt het artikel mij oorspronkelijk bedoeld als vangnetbepaling voor de allocatie van bevoegdheden die niet aan enig orgaan zijn toebedeeld (of daaraan inherente bevoegdheden).[171] In die gedachte komen de bevoegdheden die zijn toegekend aan organen anders dan de AV (of daaraan

---

Zie: Hof Amsterdam (OK) 18 juli 2018, *JOR* 2018/303, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Eneco*), r.o. 3.13.

164. Zie paragraaf 3.4.3 van dit proefschrift.
165. Behoudens de specifieke mogelijkheden tot statutaire afwijking op basis van artikel 2:158 lid 12 BW. Zie hierover Schwarz, *Ondernemingsrecht* 2006/135. De bevoegdheid tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders kan bij toepassing van het volledig structuurregime in ieder geval niet vrijelijk worden toegekend aan een ander orgaan dan de raad van commissarissen, zie artikel 2:162 BW.
166. Artikel 2:135 lid 4 BW.
167. Artikel 2:96 lid 1 BW.
168. Artikel 2:136 BW.
169. Zie in dezelfde zin: Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 2 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/203.
170. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.5.3.
171. Zie ook Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 2, spreekt over "rechtshandelingen die wettelijk noch statutair aan een bepaald orgaan zijn toegekend, en die (kunnen) raken aan structuur en inrichting van de vennootschap of aan de (machts)positie van aandeelhouders."

inherente bevoegdheden) toe aan de desbetreffende organen en komen alle andere bevoegdheden toe aan de AV. Volgens Van Solinge en Nieuwe Weme betekent artikel 2:107 lid 1 BW dat de bevoegdheden die door de wetgever niet dwingendrechtelijk aan een ander vennootschappelijk orgaan zijn toebedeeld, en ook niet duidelijk inherent zijn aan het besturen, in de statuten vrijelijk aan de AV kunnen worden toegekend.[172] Dat kan uiteraard, maar ik zou willen aannemen dat dergelijke ongealloceerde bevoegdheden alleen al op grond van de tekst van artikel 2:107 lid 1 BW – dus ook zonder statutaire inbedding – aan de AV toekomen.[173] Deze visie wordt ondersteund door de memorie van toelichting bij (het toenmalige) artikel 45 in het wetsontwerp voor de Wet van 1929, dat uiteindelijk als artikel 43 in de Wet van 1929 terecht is gekomen en vrijwel geheel overeenkomt met ons huidige artikel 2:107 lid 1 BW. De bewuste memorie van toelichting laat zien dat dit artikel gestoeld is op de 'hoogste macht'-gedachte.[174] Deze gedachte werd in de jaren 1950 losgelaten,[175] wat eveneens gevolgen had voor de betekenis van artikel 43 van de Wet van 1929. Zoals De Jongh opmerkt: "Zo werd art. 43 WvK, ooit bedoeld om de oppermacht van de AVA te benadrukken, uitgekleed tot een restbepaling."[176] Dit doet de vraag opkomen wat in de huidige tijd nog de betekenis is van die restbepaling.

In de literatuur is wel opgemerkt dat de 'hoogste macht'-gedachte terecht verlaten is, gezien de institutionalisering van de vennootschap, maar dat de AV nog altijd de 'uiteindelijke macht' of, zo men wil, de 'meeste macht' heeft, welke verklaring tevens zou kunnen gelden als verdediging van een restbevoegdheid van de AV.[177] De term 'uiteindelijke macht' heeft mijns inziens nog altijd een te normatieve lading, met name waar het gaat om de beursvennootschap. De macht van aandeelhouders is in zeer grote mate afhankelijk van de inrichting van de organisatie van de NV, hun positie ten opzichte van de NV en de belangen van de overige bij de NV betrokkenen. Bij een beursvennootschap kunnen die bevoegdheden zowel feitelijk als juridisch dusdanig beperkt worden door middel van voordrachts-, voorstel of goedkeuringsrechten, dat van een 'uiteindelijke macht' in de praktijk nauwelijks of geen sprake zal zijn. In een besloten NV of BV zal de AV veelal wel de uiteindelijke macht vormen, in die zin dat zij over

172. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/5.
173. Zie anders: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/5, die menen dat wanneer de wet en statuten zwijgen over aan welk orgaan de bevoegdheid toekomt, de bevoegdheid van zowel het bestuur als de AV kan worden bepleit.
174. Zie ook voetnoten 214 en 250.
175. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 62. Zie hierover ook paragraaf 2.4 van dit proefschrift.
176. De Jongh 2014, nr. 149.
177. Kemp 2015, par. 1.1; Abma e.a. 2017, par. 1.2; Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 62.

omvangrijke bevoegdheden beschikt die zij in die constellatie ook zelfstandig kan effectueren.

De machtsverhoudingen tussen de organen zijn communicerende vaten. Waar een groot deel van de bevoegdheden is toegekend aan het bestuur (dat kan in de statuten, maar ook door uitbreiding van de bestuurstaak in rechtspraak en governanceregels) zal de restbevoegdheid van de AV beperkt of zelfs non-existent zijn. Terecht merken Van Solinge en Nieuwe Weme dan ook op dat de vraag aan welk orgaan 'restbevoegdheden' toekomen tevens beantwoord kan worden door uitleg van de algemene bestuurstaak van artikel 2:129 BW.[178] Indien die uitleg ertoe strekt dat de bevoegdheid inderdaad omvat wordt door de bestuurstaak, is er strikt genomen geen sprake van een ongealloceerde restbevoegdheid, aangezien de bevoegdheid kennelijk valt onder de bestuurstaak of daaraan inherent is. Assink meent dat voor het beoordelen of een bepaalde bevoegdheid in een concreet geval toekomt aan de AV relevant is of het relevante onderwerp "voorzienbaar verstrekkende implicaties heeft voor de structuur van de vennootschap en/of de daarmee verbonden onderneming."[179]

In de praktijk lijken onderwerpen die niet in wet of statuten aan een orgaan worden toegekend, door de rechter veelal onder de begrippen 'beleid' en 'strategie' te worden geschaard en als zodanig onder de bestuurstaak.[180] Naarmate deze begrippen ruimer worden uitgelegd vallen meer zaken onder de bevoegdheid van het bestuur en minder onder de bevoegdheid van de AV.[181] Uiteraard dienen bepaalde besluiten aan de AV te worden voorgelegd als de wet of de statuten dat vereisen, maar de restbevoegdheid zoals die geformuleerd is in artikel 2:107 lid 1 BW suggereert nu juist dat bepaalde besluiten aan de AV zouden moeten worden voorgelegd als hierover *niets* in de wet of de statuten is bepaald. Ik heb geen duidelijke voorbeelden van dergelijke ongealloceerde onderwerpen kunnen ontdekken.[182] Het omgekeerde lijkt eerder het geval te zijn: als over

178. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/5. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43 stelt dat artikel 2:107 BW "dient te worden gelezen in samenhang met" artikelen 2:129-192a BW. In dezelfde zin als Assink: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/203.
179. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.
180. Zie hierover ook paragrafen 3.2 en 5.1.3.
181. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a.
182. Ook de literatuur biedt weinig houvast op dit punt. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/203 merkt slechts op dat de restbevoegdheid van de AV "niet een veelomvattend karakter" heeft. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a, geeft aan dat het lastig is voorbeelden ("laat staan niet-buitenissige voorbeelden") te verzinnen van restbevoegdheden die (in het kader van de ruimere uitleg van de bestuursbevoegdheden) nog overblijven voor de AV. Hij verwijst in voetnoot 60 van genoemd artikel naar par. 3.11 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2018, *JOR* 2018/268, m.nt. E.C.H.J. Lokin (*Imeko Holding*), waarin Timmerman opmerkt dat de bevoegdheid tot bezoldiging van een tijdelijk bestuurder op grond van artikel 2:107 lid 1 BW aan de AV kan toekomen. Ik zou echter menen dat die bezoldiging op grond van artikel 2:135 lid 4 BW wordt vastgesteld door de AV, net als voor andere bestuurders

een onderwerp niets is bepaald in de wet en statuten dan valt dat veelal onder het beleid en de strategie en daarmee onder de bevoegdheid van het bestuur.[183] Ik zie dan ook geen reden om, met name bij beursvennootschappen, aan artikel 2:107 lid 1 BW nog waarde toe te kennen binnen de huidige rechtspraktijk.[184]

Assink heeft nog gewezen op de situatie dat op grond van een statutaire regeling ex artikel 2:129 BW de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie wordt ontnomen aan het bestuur zonder dat deze wordt toebedeeld aan een ander orgaan, zoals de AV.[185] In een dergelijk geval zou de ontnomen bevoegdheid van rechtswege toevallen aan de AV op grond van artikel 2:107 lid 1 BW. Ik kan deze redenering wel volgen. Deze situatie zou zich in de praktijk alleen voordoen wanneer aangenomen wordt dat statutaire afwijkingen van de wettelijke bestuurstaak slechts beperkingen kunnen inhouden, zonder dat het mogelijk is die ontnomen bevoegdheden te verleggen naar een ander orgaan.[186] In een andere – mijns inziens juiste – visie ligt het voor de hand dat, wanneer de bevoegdheid tot strategiebepaling statutair aan het bestuur wordt ontnomen, tevens statutair wordt bepaald welk ander orgaan bevoegd is de desbetreffende bestuurstaak uit te oefenen. Het voorbeeld van Assink toont aan dat niet vaststaat dat artikel 2:107 lid 1 BW principieel zinledig is. Dit neemt niet weg dat de bepaling in de praktijk mijns inziens geen duidelijke waarde heeft. Overigens kan in de geschetste situatie ook een oplossing gevonden worden door aan te nemen dat, wanneer de statutaire regeling geen uitsluitsel biedt, teruggevallen wordt op de wettelijke regeling. Een statutaire bepaling waarin de bevoegdheid tot

---

en met inachtneming van het bezoldigingsbeleid, tenzij bij de statuten een ander orgaan is aangewezen. Bulten & Kreileman 2017, par. 19.3.2, noemen artikel 2:107 lid 1 BW als mogelijke grondslag voor de dechargebevoegdheid van de AV. Zij menen echter primair dat die dechargebevoegdheid voortvloeit uit het feit dat het verlenen van decharge neerkomt op het beschikken over een vermogensrecht van de rechtspersoon dat uiteindelijk toekomt aan de aandeelhouders. Secundair menen zij dat die dechargebevoegdheid voortvloeit uit het feit dat de wet (artikelen 2:101 lid 3, 2:210 lid 3 en 210 lid 5 BW) voor het verlenen van decharge aanknoopt bij vaststelling van de jaarrekening, waartoe de AV bevoegd is (met andere woorden: kennelijk is het nodig dat de wet bepaalt dat vaststelling van de jaarrekening niet strekt tot kwijting, wat betekent dat dit zonder een dergelijke bepaling mogelijk wel het geval zou zijn en dat de AV dus bevoegd is tot het verlenen van die kwijting). Ik kan mij overigens niet vinden in het primaire argument, nu een vermogensrecht van de rechtspersoon niet toekomt aan de aandeelhouders, maar aan de rechtspersoon, die onder leiding staat van het bestuur. Ik sluit mij aan bij het secundaire argument. In die visie is artikel 2:107 lid 1 BW overbodig als mogelijke grondslag voor de dechargebevoegdheid van de AV.

183. Zie uitgebreid over beleid en strategie: paragraaf 5.1.3 van dit proefschrift.

184. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a, meent dat als de vraag welke restbevoegdheden er onder artikel 2:107 lid 1 BW overblijven voor de AV moet worden beantwoord met 'geen', dit deze bepaling zinledig zou maken, maar geeft aan dat dit niet voor de hand ligt en dat dit artikel zijns inziens altijd wel een functie behoudt.

185. Assink 2019, par. 9.

186. Zie over deze discussie uitgebreid paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.

strategiebepaling wordt ontnomen aan het bestuur is dan zonder effect wanneer niet tevens wordt bepaald aan welk ander orgaan deze bevoegdheid wordt toebedeeld.

Naast de bevoegdheden van de AV als orgaan van de NV, hebben ook individuele houders van aandelen in het kapitaal van een NV rechten en bevoegdheden die zij alleen of tezamen met anderen kunnen uitoefenen.[187] Deze worden hieronder genoemd.[188]

(a) *Economische rechten*: aandeelhouders hebben een recht op de eventuele winst van de NV[189] en het recht om te delen in het liquidatiesaldo na ontbinding en vereffening van de NV.[190] Ter bescherming van hun belang hebben aandeelhouders een voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen (ter voorkoming van verwatering).[191] Aandeelhouders van een als gevolg van een grensoverschrijdende fusie verdwijnende vennootschap hebben onder omstandigheden recht op schadeloosstelling.[192]

(b) *Lidmaatschapsrechten*: aandeelhouders hebben *vergaderrecht*, dat wil zeggen, het recht om, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, de AV bij te wonen en daarin het woord te voeren, en *stemrecht*, dat aan hun aandelen is verbonden en dat zij kunnen uitoefenen in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde.[193] Zij hebben daarnaast het recht om een vergadering bijeen te (laten) roepen en onderwerpen ter behandeling te agenderen wanneer zij voldoen aan de voorwaarden die de wet en statuten daaraan verbinden.[194] Voorts heeft iedere aandeelhouder het recht om behandeld te worden zoals andere aandeelhouders in gelijke gevallen behandeld worden[195] en zoals de redelijkheid en billijkheid vorderen, door degenen die krachten de wet en statuten bij de vennootschap zijn betrokken.[196]

(c) *Procedurele rechten*: aandeelhouders hebben het recht om een verzoek tot enquête in te stellen wanneer zij voldoen aan de voorwaarden die de wet daaraan verbindt.[197] Verder zijn er bijzondere procedures die aandeelhouders

187. Zie voor een opsomming van rechten van individuele aandeelhouders ook *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/28 en Abma e.a. 2017, hfdst. 3.
188. Andere indelingen zijn denkbaar. Zo hanteert Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §46.2 een indeling aan de hand van ongeclausuleerde en geclausuleerde rechten.
189. Artikel 2:105 BW. Zie paragraaf 3.1.4 van dit proefschrift voor een behandeling van dit recht.
190. Artikel 2:23b lid 1 BW.
191. Artikel 2:96a BW.
192. Artikel 2:333h lid 1 BW.
193. Artikel 2:117 BW. Zie ook Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §45.1.
194. Artikelen 2:110 e.v. en 114a BW. Zie hierover uitgebreid paragraaf 6.2 van dit proefschrift.
195. Artikel 2:92 BW.
196. Artikel 2:8 BW.
197. Artikel 2:346 lid 1 sub b en c BW.

onder omstandigheden kunnen initiëren: de jaarrekeningprocedure,[198] de uitkoopprocedure (al dan niet na een openbaar bod)[199] en de verkoopprocedure na openbaar bod.[200] Aandeelhouders van een besloten NV kunnen een beroep doen op de geschillenregeling.[201] Aandeelhouders van een beursvennootschap kunnen bij de Ondernemingskamer een verplicht bod afdwingen wanneer een partij met overwegende zeggenschap niet zelf een dergelijk bod aankondigt.[202]

(d) *Informatierechten*: iedere aandeelhouder heeft recht op een kosteloos uittreksel uit het aandeelhoudersregister[203] en op inzage in, en kosteloos afschrift van, de opgemaakte jaarrekening, inclusief het bestuursverslag en andere gegevens vanaf de oproeping voor de AV.[204] Ook wordt aangenomen dat individuele aandeelhouders bevoegd zijn ter vergadering om inlichtingen te vragen.[205]

---

198. Artikel 2:447 e.a. BW.
199. Artikel 2:92a en 359c BW.
200. Artikel 2:359d BW.
201. Artikel 2:335-343c BW.
202. Artikel 5:73 jo. 5:70 Wft.
203. Artikel 2:85 BW.
204. Artikel 2:102 BW.
205. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 15, waarin de minister opmerkt dat aangenomen wordt dat artikel 2:107 lid 2 BW ook betrekking heeft op de bevoegdheid van de AV om inlichtingen te verzoeken ter vergadering. Dit is in lijn met artikel 9 lid 1 van de Aandeelhoudersrichtlijn: "Iedere aandeelhouder heeft het recht om vragen te stellen met betrekking tot punten op de agenda van de algemene vergadering. De vennootschap beantwoordt de vragen die aandeelhouders haar stellen." Een dergelijk verzoek kan door het bestuur worden geweigerd indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Die beperking dient dezelfde belangen als artikel 9 lid 2 van de Aandeelhoudersrichtlijn. Het recht op inlichtingen geldt ter vergadering, maar in de literatuur wordt aangenomen dat aan individuele aandeelhouders op grond van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW onder bijzonder omstandigheden ook buiten vergadering het recht toekomt om inlichtingen te verzoeken en te ontvangen, zie: Vletter-van Dort 2001, par. 3.3.3a e.v. en HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.6. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 64 menen – mijns inziens ten onrechte – dat artikel 2:107 lid 2 BW het bestuur niet verplicht om op verzoek van individuele aandeelhouders inlichtingen te verstrekken, ook niet wanneer dat verzoek ter vergadering wordt gedaan. Schwarz neemt aan dat een individuele aandeelhouder de *mogelijkheid* heeft op ieder moment inlichtingen te vragen, maar dat hij de *bevoegdheid* slechts heeft ter vergadering, zie Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 5. Assink wil niet uitsluiten dat aan een individuele aandeelhouder ook het recht toekomt om inlichtingen te verzoeken buiten vergadering, zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.2. De Hoge Raad overwoog in de hiervoor genoemde *ASMI*-beschikking dat aandeelhouders buiten de AV geen recht hebben op het verstrekken van door hen afzonderlijk verlangde informatie. Op dit uitgangspunt heeft de Ondernemingskamer uitzonderingen gemaakt in situaties waar een BV een zorgplicht had jegens minderheidsaandeelhouders. In de bedoelde uitzonderingsgevallen betrof het in essentie de verplichting tot informatieverstrekking, ook buiten de AV, zowel uit eigen beweging als op verzoek, aan minderheidsaandeelhouders door een vennootschap die (mede) bestuurd

In de literatuur worden in algemene zin slechts twee plichten van aandeelhouders van NV's genoemd.[206] Ten eerste is dat de plicht tot het (vol)storten het nominale bedrag van de door hem genomen aandelen alsmede het bedongen agio.[207] Ten tweede is dat de plicht om zich te gedragen naar, of zich van bepaalde gedragingen te onthouden indien dat gevergd wordt door, de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Onder omstandigheden kan dat laatste leiden tot een verwatering van het belang van een aandeelhouder indien het belang en de financiële toestand van de vennootschap vergen dat aandelen worden uitgegeven met uitsluiting van het voorkeursrecht van de verwaterende aandeelhouder (de zogenaamde 'noodzaakfinanciering').[208]

In de Verenigde Staten vormen het *certificate of incorporation* (vergelijkbaar met de statuten) en de *bylaws* (vergelijkbaar met de reglementen) het samenstel van regels dat de interne verhoudingen en besluitvormingsprocedures binnen de vennootschap bepaalt in aanvulling op de algemeen geldende wetgeving. Wanneer het *certificate of incorporation* en de *bylaws* met elkaar in tegenspraak zijn, prevaleert het *certificate of incorporation*.[209] De AV is in Delaware in beginsel bevoegd tot het aannemen, wijzigen of intrekken van de *bylaws*, maar het *certificate of incorporation* bepaalt veelal dat de board of directors hiertoe ook bevoegd is.[210] De bevoegdheid van de AV om de *bylaws* te wijzigen wordt voorts beperkt door de algemene bevoegdheid van de board of directors tot het besturen van de onderneming en de gang van zaken.[211] De AV is, na een

werd door de meerderheidsaandeelhouders. Dergelijke uitzonderingsgevallen zullen zich in mijn optiek niet snel voordoen in open verhoudingen. Zie Hof Amsterdam (OK) 27 februari 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:717 (*Fuelplants*), r.o. 3.15 en Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3921 (*Bosal*), r.o. 3.18. Zie ook eerder in deze paragraaf 3.3 van dit proefschrift voor het recht op inlichtingen als kernbevoegdheid van de AV als orgaan.

206. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4. Zie ook artikel 2:81 BW. Dit kan anders zijn bij de BV, zie artikel 2:192 BW.
207. Artikel 2:80 lid 1 BW. Anders dan bij de BV is bij de NV bepaald dat naast de nominale waarde ook het verschil tussen het bedrag waarvoor het aandeel wordt genomen en de nominale waarde van het aandeel (het bedongen agio) moet worden gestort. Zie: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/116.
208. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §46.3. Zie in de rechtspraak onder andere: HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002/92, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2002/5, m.nt. F.J.P. van den Ingh (*Skygate*); Hof Amsterdam (OK) 15 november 2001, *JOR* 2002/6, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Decidewise*); Hof Amsterdam (OK) 29 november 2002, *JOR* 2003/8, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Alcas*); HR 25 februari 2011, *NJ* 2011/335, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2011/115, m.nt. A. Doorman (*Inter Access*); Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, *JOR* 2011/288, m.nt. A. Doorman (*Rhodes*); Hof Amsterdam (OK) 27 oktober 2015, *JOR* 2016/60, m.nt. S.C.M. van Thiel (*Cunico*).
209. Eisenberg & Cox 2014, p. 282.
210. §109(a) van de DGCL. Zie hierover ook de uitspraak van de Delaware Supreme Court, *CA, Inc. v. AFSCME Emples. Pension Plan* 953 A.2d 227 (Del. 2008).
211. §141(a) DGCL. Zie ook Delaware Supreme Court, *CA, Inc. v. AFSCME Emples. Pension Plan* 953 A.2d 227 (Del. 2008).

voorstel daartoe van de board of directors, bevoegd tot het wijzigen van het *certificate of incorporation*.[212] De AV heeft in de Verenigde Staten veelal ook de bevoegdheid tot goedkeuring van bepaalde belangrijke besluiten (*fundamental changes*).[213] Zie hierover paragraaf 6.3.1 van dit proefschrift.

De AV van een Delaware corporation heeft de bevoegdheid directors te benoemen en te ontslaan. In Delaware wordt in beginsel ieder jaar in een AV gestemd over de leden van de board of directors.[214] Directors worden gebruikelijk voorgedragen voor benoeming door (de *nomination committee* van) de board of directors. De voorgedragen directors komen dan op het *proxy statement* van de vennootschap dat aan de aandeelhouders ter beschikking wordt gesteld.[215] Indien aandeelhouders hun eigen kandidaten willen voordragen, dan dienen zij zelf *proxy materials* met de door hen voorgestelde personen aan de aandeelhouders ter beschikking te stellen. Aandeelhouders kunnen in een dergelijke benoemingsstrijd ('*contested election*') stemmen voor de personen die zijn voorgedragen door de board of directors of voor de personen die zijn voorgedragen door de 'opstandige' aandeelhouder(s).[216] In beginsel (tenzij anders bepaald in het *certificate of incorporation* of de *bylaws*) worden bestuurders benoemd bij *plurality vote*, wat wil zeggen dat de kandidaat die de meeste stemmen heeft, benoemd wordt in de positie waarvoor hij was voorgedragen.[217] Dit betekent in de praktijk dat, indien er geen sprake is van een *contested election*, de kandidaat-directors worden benoemd met elk willekeurig aantal stemmen.[218] Er is in dat geval immers slechts één kandidaat voor elke positie, en de kandidaat met een willekeurig aantal stemmen heeft dan de meeste stemmen voor de desbetreffende positie. Aandeelhouders kunnen niet tegen stemmen, maar zich slechts onthouden van stemming, hetgeen ertoe leidt dat de kandidaat-directors worden benoemd, mits zij ten minste één stem hebben. In Delaware zijn de meeste grote beursvennootschappen inmiddels (in sommige gevallen onder druk of op initiatief van aandeelhouders) afgestapt van de standaardregel en overgestapt op *majority voting*, inhoudende dat voor benoeming een gewone meerderheid van uitgebrachte stemmen vereist is.[219]

212. §242 DGCL.
213. Eisenberg & Cox 2014, p. 299. Zie: §271 (verkoop van activa), 275 (ontbinding) en 251(c) en (f) (belangrijke fusies) DGCL. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 299.
214. §211(b) DGCL.
215. Eisenberg & Cox 2014, p. 372.
216. Eisenberg & Cox 2014, p. 372.
217. §216(3) DGCL. Zie ook: Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.1.
218. Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.1. Dan moet wel voldaan zijn aan het quorum, wat onder de standaardregel een gewone meerderheid van de stemgerechtigde aandelen betreft. Het *certificate of incorporation* of de *bylaws* kunnen deze drempel verlagen, zolang deze ten minste een derde van de stemgerechtigde aandelen betreft. Zie: §216(1) DGCL.
219. Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.1.

Directors kunnen worden ontslagen door de meerderheid van de stemgerechtigde aandeelhouders op de AV.[220] Bij veel beursvennootschappen uit Delaware kunnen de aandeelhouders echter niet zelf een AV bijeenroepen. Wel wordt ieder jaar over alle directors gestemd. In de praktijk is het daarom veel gebruikelijker dat directors niet worden herbenoemd, dan dat zij worden ontslagen.[221] Bij een eventueel ontslag is niet relevant of daarvoor gegronde redenen zijn, tenzij sprake is van een uitzonderingsgeval. Een eerste uitzonderingsgeval bestaat eruit dat directors enkel mogen worden ontslagen vanwege gegronde redenen indien de vennootschap een systeem van '*classified boards*' of '*staggered boards*' heeft ingevoerd.[222] Dit houdt in dat de board of directors wordt opgedeeld in twee of meer klassen bestuurders, waarbij ieder jaar slechts over één klasse bestuurders wordt gestemd.[223] Als er negen directors zijn, verdeeld over 3 klassen, dan wordt dus ieder jaar slechts over drie directors gestemd.[224] In de Verenigde Staten wordt dit gezien als een beschermingsmaatregel, aangezien een partij die een geslaagd vijandig openbaar bod heeft gedaan pas na verloop van tijd controle kan krijgen over de board of directors. Vanwege het controversiële karakter van *staggered boards* zijn deze in de afgelopen jaren (sinds begin jaren 2000) grotendeels afgebouwd in Amerikaanse beursvennootschappen.[225] Een tweede uitzondering op het uitgangspunt dat directors ook zonder gegronde reden mogen worden ontslagen, bestaat indien de vennootschap *cumulative voting* toepast en minder dan de hele board of directors wordt ontslagen.[226] De statuten van een Delaware vennootschap kunnen bepalen dat *cumulative voting* is toegestaan. Dit houdt in dat iedere aandeelhouder evenzoveel stemmen mag uitbrengen als zijn aandelentotaal, vermenigvuldigd met het aantal directors waarover wordt gestemd.[227] Dit betekent dat wanneer een houder van 100 aandelen mag stemmen op zeven bestuurders, hij er ook voor mag kiezen om zijn 700 stemmen uit te brengen op één bestuurder.[228] *Staggered boards* in combinatie met *cumulative voting* wordt als controversieel gezien, aangezien aandeelhouders in die situatie meer aandelen nodig hebben om de director benoemd te krijgen waarvoor zij een voorkeur hebben.[229] De Delaware Court of Chancery bepaalde in 2010 echter dat deze combinatie van

220. §141(k) DGCL.
221. Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.2.
222. §141(k) DGCL.
223. §141(d) DGCL.
224. Eisenberg & Cox 2014, p. 234.
225. Eisenberg & Cox 2014, p. 235.
226. Dat is alleen anders als het aantal stemmen dat wordt uitgebracht tegen het ontslag van de director voldoende zou zijn om die director te benoemen in een AV waar door middel van *cumulative voting* gestemd wordt over de hele board of directors. Zie: §141(k) DGCL.
227. §214 DGCL.
228. Eisenberg & Cox 2014, p. 236-238.
229. Eisenberg & Cox 2014, p. 238.

benoemingsmechanismen in Delaware geldig is omdat beide mechanismen expliciet zijn toegestaan onder het recht van Delaware.[230]

Aandeelhouders van een Delaware corporation hebben de bevoegdheid om de *books and records* in te zien en daar kopieën en samenvattingen van te maken.[231] De aandeelhouder moet dan wel een *proper purpose* hebben die in redelijk verband staat met zijn belang als aandeelhouder.[232] Dit kan het geval zijn wanneer een aandeelhouder de financiële positie van de vennootschap of de waarde van zijn aandelen wil bepalen, maar niet wanneer de informatie door een concurrerende onderneming gebruikt zal worden.[233] Indien er een *proper purpose* is, dan kunnen aandeelhouders toegang krijgen tot alle documenten die de vennootschap in haar bezit heeft en die nodig zijn om dat doel te dienen.[234]

In Delaware hebben aandeelhouders die niet instemmen met een fusie *appraisal rights*. Dit houdt in dat zij een contant bedrag kunnen ontvangen voor hun aandelen in plaats van dat zij verplicht worden als aandeelhouder te gaan deelnemen in de gecombineerde entiteit.[235] Dit recht bestaat in Delaware zowel bij *mergers* (fusies tussen bestaande vennootschappen) als *consolidations* (fusies van bestaande vennootschappen in een nieuwe entiteit).[236] De aandeelhouders krijgen de *fair value* voor hun aandelen, zoals vastgesteld door de Delaware Court of Chancery.[237] Zoals blijkt uit recente uitspraken die gedaan zijn door de Delaware Court of Chancery en de Delaware Supreme Court, zal die *fair value* bij strategische transacties vaak lager liggen dan de waarde die geboden wordt in de transactie zelf (op grond van de vastgestelde ruilverhoudingen). De *fair value* wordt in de *appraisal rights*-procedure namelijk bepaald op de zelfstandige waarde van de vennootschap voorafgaand aan de fusie, waarbij de waarde die voortvloeit uit synergiën (welke waarde is verdisconteerd in de ruilverhouding) buiten beschouwing wordt gelaten.[238]

---

230. Delaware Court of Chancery, *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010).
231. §220(b) DGCL.
232. §220(b)-(c) DGCL.
233. Eisenberg & Cox 2014, p. 241.
234. Delaware Supreme Court, *Saito v. McKesson HBOC, Inc.*, 806 A.2d 113 (Del. 2002).
235. §262(a) DGCL.
236. §262(b) DGCL.
237. §262(e) DGCL.
238. Zie voor een analyse van deze recente jurisprudentie, inclusief verdere verwijzingen: T.N. Mirvis, W. Savitt & R.A. McLeod, 'The New Regime in Delaware Appraisal Law', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 30 oktober 2019, corpgov.law.harvard.edu.

3.4 Het karakter en de structuur van de beursvennootschap

In deze paragraaf 3.4 ga ik in op enkele karaktertrekken van de beursvennootschap die relevant zijn voor een goed begrip van de omstandigheden die invloed hebben op haar organisatie. De beursvennootschap behandel ik in dit proefschrift primair als een bijzondere verschijningsvorm van de reguliere NV.[239] Zij in de basis een NV en hetgeen daarover vermeld is in de voorgaande onderdelen van dit hoofdstuk is in beginsel ook op haar van toepassing.

3.4.1 Onafhankelijk opererend concern met centrale leiding

In de regel staat een beursvennootschap aan het hoofd van een complexe en internationaal vertakte groep van ondernemingen, ook wel aangeduid als een concern.[240] De beursvennootschap zal in haar financiële rapportages de activiteiten die binnen dat concern vallen consolideren en zich naar de buitenwereld presenteren als één economische en organisatorische groep in plaats van een samenraapsel van losse vennootschappen.[241] In de economische werkelijkheid zal de beursvennootschap als één onderneming opereren, hoewel zij in die situatie de houdstermaatschappij is van de 'onderneming' als som van de activa en passiva (dat wil zeggen: het concern). Daarmee vervaagt het belang van de rechtspersoon die (men zou soms zelfs kunnen zeggen: toevalligerwijs) organisatorisch bovenaan de structuur prijkt. In het NV-recht ontbreekt het aan een systematische regeling van het concernrecht,[242] en overigens ook aan het begrip onderneming als afzonderlijk van de vennootschap bestaand rechtssubject.[243] Ik ga in dit proefschrift niet verder in op het concernrecht (voor zover dat bestaat), maar het is van belang te onderkennen dat de beursvennootschap over het algemeen als hoofd van een concern fungeert. Van een concern wordt wel gesproken "indien meerdere in juridisch opzicht zelfstandig georganiseerde ondernemingen binnen een grotere economische ondernemingseenheid zijn onderworpen aan een centrale leiding".[244] De wet spreekt van een 'groep': een economische eenheid waarin rechtspersonen en vennootschappen organisatorisch zijn verbonden.[245] Binnen die groep vallen veelal binnenlandse en buitenlandse werkmaatschappijen, participaties in *joint ventures* en andere

239. Zie paragraaf 1.3.2 van dit proefschrift voor een uitgebreide uitleg over de afbakening van het onderzoek en het gebruik van het woord 'beursvennootschap'.
240. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.2.1.
241. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.2.1.
242. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/26, 30 en 31. Anders dan bijvoorbeeld in Duitsland dat het *Konzernrecht* kent, zie Kraakman e.a. 2017, par. 1.3.2.
243. Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 8.1.
244. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/30.
245. Artikel 2:24b BW. Onder 'vennootschap' wordt hier iedere vennootschapsvorm bedoeld, dat wil zeggen NV, BV, vennootschap onder firma en de commanditaire vennootschap. Onder 'rechtspersoon' wordt hier ook een buitenlandse rechtspersoon begrepen. Zie *Kamerstukken II* 1969/1970, 10 751, nr. 3 (MvT), p. 14.

deelnemingen, vastgoedmaatschappijen, onderzoeks- en ontwikkelingsfaciliteiten en merk- en octrooivennootschappen, die vaak weer onderverdeeld zijn in verschillende *business units* of regionale afdelingen met eigen houdstermaatschappijen en staffuncties.[246] Aangezien het bestuur verplicht is om de activa en activiteiten van de beursvennootschap behoorlijk te besturen, dient zij ook actief leiding te geven aan het concern en haar activiteiten en risico's te beheersen, waaronder het coördineren van de organisatie en financiering van die activiteiten.[247]

Aandeelhouders spelen individueel en in hun hoedanigheid als lid van de AV een minder grote rol bij de beursvennootschap dan in besloten verhoudingen. Doordat de aandelen veelal wijdverspreid zijn, staan aandeelhouders meer op afstand van de onderneming en krijgt het bestuur een grotere vrijheid en verantwoordelijkheid om de onderneming als zelfstandige organisatie te leiden.[248] Die grotere beleidsvrijheid van het bestuur is bij een beursvennootschap ook bij uitstek van belang, omdat het grote aantal aandeelhouders de onderneming niet daadkrachtig zou kunnen controleren.[249] Dit kenmerk van de beursvennootschap wordt wel aangeduid als de scheiding tussen bestuur en kapitaalverschaffing of, in de Verenigde Staten, '*separation of ownership and control*'.[250] Dat brengt met zich mee dat de leiding over een beursvennootschap niet alleen formeel, maar ook materieel gecentraliseerd is bij het bestuur.[251] Verdam duidt het bestuur ook wel aan als het "centrale punt" binnen de beursvennootschap.[252]

3.4.2 Invloed van de kapitaalmarkt

Vanaf het moment dat (certificaten van) aandelen van de beursvennootschap toegelaten worden tot de beurshandel, wordt zij onderworpen aan de invloed van de kapitaalmarkt. Die invloed wordt bepaald door een grote groep onbekende

246. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.2.1.
247. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.2.2 & 4.2.3.
248. Vgl. Frentrop 2013, p. 17.
249. Van Ginneken 2010, §1.1.
250. *Kamerstukken II* 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 8 en *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 11. Zie over de oorsprong van de Engelstalige term ook voetnoot 130 in hoofdstuk 2 van dit proefschrift.
251. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.1. Dat de leiding van de beursvennootschap bij het bestuur is gecentraliseerd, neemt niet weg dat in het geval de beursvennootschap een aandeelhouder met overwegende zeggenschap heeft, de leiding niet effectief kan worden uitgevoerd zonder de steun en medewerking van die grootaandeelhouder. Overwegende zeggenschap wordt bij een beursvennootschap aangenomen bij het kunnen uitoefenen van ten minste 30 procent van de stemrechten in een AV. Voorbeelden van beursvennootschappen met een grootaandeelhouder die overwegende zeggenschap kan uitoefenen zijn Heineken en Randstad.
252. Verdam 2015, par. 7.

en voortdurend wisselende beleggers.[253] Op de belangrijkste aandelenbeurzen was een aandeel rond 2011 gemiddeld acht maanden in dezelfde handen.[254] De invloed van de kapitaalmarkt op beursvennootschappen is niet beperkt tot enkel het afleggen van rekening en verantwoording aan een grote groep beleggers. In de praktijk betekent dit ook dat de NV onder een vergrootglas komt te liggen en dat haar prestaties en prognoses nauwlettend gevolgd zullen worden door beleggers en analisten. Daarnaast bepaalt de kapitaalmarkt de beurskoers van de aandelen van de beursvennootschap. Naarmate de vraag naar het aandeel toeneemt, zal de beurskoers stijgen. Het 'succes' van (de strategie van) een beursvennootschap wordt doorgaans mede afgemeten aan de hoogte van de beurskoers.[255] Een hoge beurskoers is ook een positief gegeven vanuit het perspectief van een beursvennootschap die zelfstandig haar strategie wil uitvoeren, omdat daarmee gemakkelijker kapitaal kan worden opgehaald; er hoeven immers minder nieuwe aandelen te worden uitgegeven om in een kapitaalbehoefte te voorzien. Daarnaast verkleint een hoge beurskoers de kans dat een onderneming wordt geconfronteerd met een (ongewenst) overnamebod, omdat de prijs per aandeel die de bieder zou moeten betalen bestaat uit de koers van dat aandeel vermeerderd met een overnamepremie.

Aandeelhouders in beursvennootschappen zijn veelal betrokken als passieve (financiële) belegger, maar dit hoeft niet altijd het geval te zijn. Aandeelhoudersactivisten kunnen een belang nemen om door middel van zeggenschapsrechten en andere (juridische en niet-juridische) middelen invloed uit te oefenen op het bestuur van de beursvennootschap, teneinde het bestuur te dwingen zijn strategie te wijzigen en meer aandeelhouderswaarde te creëren.[256] Om de invloed van aandeelhouders op de gang van zaken binnen de beursvennootschap te beperken wordt regelmatig gebruik gemaakt van beschermingsconstructies, die ook het karakter kunnen hebben van oligarchische regelingen.[257] Deze constructies kunnen de beursvennootschap beschermen tegen zowel activistische aandeelhouders als tegen vijandige overnamepogingen. Op het gebruik van beschermingsconstructies kom ik uitgebreid terug in paragraaf 6.1 van dit proefschrift.

Het feit dat de AV van een beursvennootschap wordt gevormd door een grote groep onbekende en steeds wisselende beleggers heeft invloed op haar functioneren. Een besluit genomen door de AV van een beursvennootschap komt veelal niet tot stand "als vrucht van onderling overleg" tussen aandeelhouders.[258]

---

253. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.5.1.
254. EU Groenboek 2011, p. 13.
255. Zelfs door de Ondernemingskamer, zie in dit verband Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.16.
256. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.5.1.
257. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 62.
258. Vgl. HR 15 juli 1968, *NJ* 1969/101, m.nt. G.J. Scholten (*Wijsmuller*). Zie illustratief hierover Schuit 2008, par. 3: "In de meeste gevallen is de aandeelhoudersvergadering verworden

In het verleden had dat, zo wordt aangenomen, te maken met de beperkte deelname door aandeelhouders aan de AV.[259] Tegenwoordig is de participatiegraad substantieel hoger dan in het verleden,[260] maar nog altijd komt de besluitvorming door de AV niet wezenlijk tot stand als vrucht van onderling overleg tussen aandeelhouders.[261] Dit heeft veelal met drie aspecten te maken. Ten eerste zijn de aandeelhouders die stemmen op de AV niet noodzakelijkerwijs ook degenen die aandeelhouder zijn op de dag van die AV. Beursvennootschappen zijn immers verplicht om te werken met een registratiedatum, welke valt op de achtentwintigste dag voorafgaand aan de AV.[262] Degene die op die datum rechthebbende van aandelen is, kan in de AV het aan die aandelen verbonden stemrecht of vergaderrecht uitoefenen.[263]

Ook in de Verenigde Staten wordt gewerkt met een *record date*. In Delaware wordt deze datum bepaald door de board of directors, op maximaal 60 en minimaal 10 dagen voor de AV.[264] Sinds de wijziging van deze regeling in 2009 kan de board of directors er onder het recht van Delaware voor kiezen twee verschillende registratiedata vast te stellen, één die bepaalt welke aandeelhouders recht hebben op een oproeping voor de AV en één die bepaalt welke aandeelhouders recht hebben om daar te stemmen. Deze wetswijziging is bedoeld om het fenomeen '*empty voting*' tegen te gaan, het verschijnsel dat een partij een groter aantal aandelen (en daarmee stemrechten) bezit dan zijn economische belang.[265] De tweede registratiedatum

---

tot een farce, waarbij de dames en heren achter de bestuurstafel het aan de voorzitter overlaten om op welwillende en vaderlijke wijze de kleine aandeelhouders wat zielenrust te geven."

259. De hiervoor genoemde oligarchische regelingen, die de zeggenschap van aandeelhouders beknotten, waren voor dit aandeelhoudersabsenteïsme waarschijnlijk deels verantwoordelijk (vgl. Overkleeft, *V&O* 2013/2). Voorafgaand aan invoering van de registratiedatum waren veel aandeelhouders ook niet bereid volmachten te verstrekken, aangezien hun aandelen in dat geval geblokkeerd werden ter zekerheid dat de volmachtverlener daadwerkelijk gerechtigd was tot de aandelen ten tijde van de AV. Dit vormde voor veel (institutionele) beleggers een belemmering om een volmacht te verlenen, omdat dit met zich meebracht dat hun aandelen niet verhandeld konden worden tot het einde van de AV. Zie hierover: Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:119 BW, aant. 1.
260. Gemiddeld was de participatiegraad bij de AEX- en AMX-vennootschappen in het jaar 2005 ongeveer 35-40%. In het jaar 2019 lag die participatiegraad gemiddeld op 73% bij de vennootschappen in de AEX-index en 66% bij de vennootschappen in de AMX-index. Zie hierover Abma, *Ondernemingsrecht* 2018/111 en Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 2.
261. Vgl. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 2 en Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45, par. 5.
262. Artikel 2:119 lid 1 en 2 BW.
263. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/45.
264. §213 DGCL.
265. Eisenberg & Cox 2014, p. 233 en 296-299. Zie over *empty voting*: Oosterhoff 2017, par. 3.3.4.

kan op elke dag voor of op de dag van de AV worden bepaald, waardoor de mogelijkheid tot het nemen van short posities wordt beperkt.[266]

De personen die op de registratiedatum aandeelhouder zijn, gelden als vergader- en stemgerechtigd in de AV. Wanneer het aandeel na de registratiedatum maar vóór de AV wordt overgedragen, kan de verkrijgende aandeelhouder geen aanspraak maken op het vergader- en stemrecht op die AV.

Een tweede reden voor het disfunctioneren van de AV als overlegplatform is dat aandeelhouders van beursvennootschappen hun stem veelal niet uitbrengen gedurende de AV, maar voorafgaand aan de AV, door middel van een schriftelijke volmacht of elektronische steminstructie.[267] Beursvennootschappen zijn verplicht om stemgerechtigde aandeelhouders een volmachtformulier te verstrekken.[268] Zij zijn niet verplicht, maar hebben wel de mogelijkheid, om aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om hun stem voorafgaand aan de vergadering via een elektronisch communicatiemiddel of bij brief uit te brengen.[269] Volmachten of steminstructies worden veelal verleend via een bank aan een notaris of *proxy voting provider*.

In de Verenigde Staten is het gebruikelijk dat aandeelhouders een gemachtigde aanwijzen om op basis van een volmacht (*proxy*) namens hen te stemmen in een AV.[270] Voorafgaand aan een AV worden aan aandeelhouders proxy materialen verstrekt, waarin de relevante informatie voor de AV is opgenomen, waaronder een *proxy statement* met de te behandelen punten in de AV en een steminstructieformulier.[271] De SEC heeft proxy regels ingevoerd die onder andere bepalen dat deze materialen in de meeste gevallen eerst ter beoordeling bij de SEC worden ingediend.[272] Zowel andere aandeelhouders als beursvennootschappen zelf kunnen proxy materialen publiceren en

266. Met short posities wordt gedoeld op het in bezit hebben van geleende aandelen met het doel die te verkopen en na een daling van de koers opnieuw te kopen en terug te leveren aan de uitlener.
267. In het jaar 2018 vertegenwoordigde een notaris bijvoorbeeld 99,3%, 99,1% en 87,2% van de uitgebrachte stemmen tijdens de AV's van respectievelijk ING Groep, NN Group en DSM, zie Abma, *Ondernemingsrecht* 2018/111. Zie ook de kamerbrief van de minister van Justitie van 9 december 2016 getiteld 'Voortgang modernisering ondernemingsrecht', *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 12. De minister merkt hierin op dat de commissie vennootschapsrecht heeft gesignaleerd dat de fysieke AV haar betekenis als overlegplatform goeddeels heeft verloren, doordat bij tal van beursvennootschappen de meeste stemmen voorafgaand aan de AV op afstand worden uitgebracht.
268. Artikel 5:25k lid 4 sub c en 5:25ka lid 1 sub e Wft.
269. Artikel 2:117 BW.
270. §212(b) DGCL.
271. Het proxy statement wordt bij de SEC ingediend als een DEF 14A formulier, wat verwijst naar section 14(a) van de Securities Exchange Act.
272. Securities Exchange Act Rule 14a-6 e.v. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 353, 356 en 359.

proxies werven (*proxy solicitation*).[273] Ook kunnen aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden voorstellen laten opnemen in de proxy statement van de vennootschap via de *shareholder proposal rule*.[274] Daarnaast kunnen ontevreden aandeelhouders zelf een proxy solicitation initiëren waarbij zij (deels) andere directors voor benoeming voordragen dan degenen die de beursvennootschap voordraagt.[275] Wanneer de beursvennootschap een strijd voert tegen aandeelhouders om voldoende stemvolmachten te verwerven om een stempunt (zoals een benoeming van directors) aangenomen te krijgen, spreekt men wel van een *proxy contest*.[276] Overigens wordt bij Amerikaanse beursvennootschappen ook nog wel gestemd door *written consent*, buiten vergadering, hetgeen is toegestaan tenzij het certificate of incorporation anders bepaalt.[277] Het besluit is dan genomen indien er zoveel schriftelijke stemmen vóór zijn ontvangen als nodig zouden zijn geweest om het besluit aangenomen te krijgen in een AV.[278]

Een derde reden voor het gebrekkig functioneren van de AV als overlegplatform bestaat erin dat veel institutionele beleggers hun stem uitbrengen in overeenstemming met het advies van stemadviseurs of *proxy advisors* zoals Glass Lewis en ISS.[279] Deze praktijk komt voort uit de wens van institutionele beleggers om een geïnformeerde stem uit te brengen zonder dat (kostbaar) onderzoek hoeft te worden gedaan naar iedere vennootschap waarin zij investeren. De stemadviseurs baseren hun advies in eerste instantie met name op openbare bronnen, zoals de stukken die de beursvennootschap gepubliceerd heeft en andere openbaar gemaakte documenten.[280] Daarnaast kunnen stemadviseurs zich laten informeren door de beursvennootschap.[281] Overigens bieden Glass Lewis en ISS ook stemadviezen aan die zijn afgestemd op het stembeleid van

273. Eisenberg & Cox 2014, p. 347 en 356-357.
274. Securities Exchange Act Rule 14a-8. Zie hierover paragraaf 6.2.1 van dit proefschrift.
275. Eisenberg & Cox 2014, p. 356-357.
276. Eisenberg & Cox 2014, p. 347.
277. §228(a) DGCL.
278. Eisenberg & Cox 2014, p. 349.
279. Zie hierover Abma e.a. 2017, par. 5.4.1. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/49 en S.B. Buijn & M.G. Dudink, 'Eindelijk een dwingendrechtelijk kader voor stemadviseurs: dit smaakt naar meer', *Bb* 2018/51.
280. Abma e.a. 2017, par. 5.4.1.
281. Niet altijd is duidelijk op welke wijze de adviezen van stemadviseurs tot stand komen. De Wet implementatie EU richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid beoogt hierin verandering te brengen, door stemadviseurs onder andere te verplichten ten minste eenmaal per boekjaar specifieke informatie over de totstandkoming van hun onderzoek, advies en stemadviezen op hun website te publiceren. Zie het nieuwe artikel 5:87f lid 3 Wft, ingevoerd bij de Wet van 6 november 2019 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132) (*Stb*. 2019, 436).

hun cliënten en wordt onder bijzondere omstandigheden door hun cliënten ook nog wel eens afgeweken van de afgegeven stemadviezen.[282]

De voorgaande ontwikkelingen resulteren erin dat een relatief hoog percentage aandeelhouders het stemrecht uitoefent in de AV (als orgaan van de beursvennootschap),[283] maar dat slechts een klein percentage aandeelhouders daadwerkelijk fysiek aanwezig is op de AV (als bijeenkomst van aandeelhouders). Institutionele aandeelhouders zijn zelden of nooit aanwezig bij een AV.[284] De besluitvorming op de AV is dus niet (langer) de vrucht van onderling overleg op de vergadering, maar wordt veel meer bepaald door de periode voorafgaand aan de AV, in de dialoog tussen de beursvennootschap, institutionele beleggers, andere grootaandeelhouders, stemadviseurs en analisten.[285] Voorgenomen agendapunten kunnen in *road shows* worden voorbesproken met de belangrijkste (groot)aandeelhouders en stemadviseurs en de agenda van de AV kan worden aangepast door de beursvennootschap wanneer voorafgaand aan de AV blijkt dat sommige punten controversieel zijn.[286] Uitgebreide presentaties, met cijfermatige onderbouwing en uitgebreide gelegenheid tot het stellen van vragen, vinden steeds vaker plaats tijdens *investor days* of *capital market days* in plaats van tijdens de AV.[287] Er is dus wel degelijk sprake van overleg tussen het bestuur en de aandeelhouders, alleen wordt de AV daarvoor bij beursvennootschappen meestal niet als het primaire platform gebruikt. Dat is mijns inziens ook wel begrijpelijk. Door de sterk verspreide, geïnternationaliseerde en gedifferentieerde aandeelhoudersbasis, waar zich vaak gespecialiseerde investeerders tussen bevinden, worden in de praktijk soms wel honderden (telefonische en fysieke) besprekingen per jaar gevoerd tussen de NV en haar aandeelhouders.[288] Het zou te ver voeren om die informatie-uitwisseling

282. Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 2.
283. Het woord 'relatief' verwijst in deze zin naar het feit dat de participatiegraad van aandeelhouders in de AV als bijeenkomst van aandeelhouders historisch vrij laag was maar recent substantieel hoger ligt, zie de overwegingen hiervoor.
284. Van der Krans, *O&F* 2016-3, par. 2.1.
285. Van der Krans, *O&F* 2016-3, par. 2.1.
286. Vgl. ook Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45, par. 5.
287. Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4, par. 1. De Ondernemingskamer overwoog in Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.16, zelfs dat "…een Investor Day zich beter leent voor gedetailleerde (cijfermatige) beantwoording van vragen dan een algemene vergadering van aandeelhouders."
288. Het staat de beursvennootschap in beginsel vrij om regelmatig gesprekken met haar aandeelhouders te hebben. Uiteraard kan in dit soort reguliere gesprekken geen voorwetenschap worden gedeeld als bedoeld in artikel 7 van de Verordening Marktmisbruik. Voorgestelde agendapunten voor een AV zullen over het algemeen niet kwalificeren als voorwetenschap omdat zij vrij standaard zijn en geen significante invloed zullen hebben op de koers. Zie ook Abma e.a. 2017, par. 5.4.1. Dat kan voor bepaalde onderwerpen anders zijn, bijvoorbeeld bij een ingrijpende wijziging in de samenstelling van het bestuur van de beursvennootschap (zie Stevens 2018, par. 7.5.3a). In sommige specifieke gevallen is wel sprake van voorwetenschap, maar kan deze informatie toch gedeeld worden met bepaalde aandeelhouders.

volledig binnen de AV te laten plaatsvinden. De AV wordt op deze manier meer een periodiek 'peilmoment' waarin over bepaalde specifieke punten gestemd of gesproken kan worden dan een platform van overleg waarin allerlei soorten onderwerpen ter tafel komen. De verhouding met aandeelhouders wordt in die zin voor het bestuur ook meer een relatie met de kapitaalmarkt die voortdurend wordt onderhouden, dan een traditionele relatie met kapitaalverschaffers waarbij ter vergadering rekening en verantwoording wordt afgelegd en informatie wordt verstrekt.

> Die bredere relatie met de kapitaalmarkt, buiten de context van de AV, wordt ook erkend door de Hoge Raad. In de *HBG*-beschikking overwoog hij dat bij de beantwoording van de vraag in welke mate de beursvennootschap verplicht is de aandeelhouders bij de besluitvorming te betrekken en hen dienaangaande te informeren, betekenis toekomt aan de omstandigheid dat aandelen daarvan aan de beurs zijn genoteerd. Die omstandigheid brengt mee dat niet slechts de AV maar ook het beleggend publiek belang heeft bij (informatie over) de besluitvorming met betrekking tot het te voeren beleid.[289]

3.4.3 Een veelheid aan stakeholders

Zoals wij hiervoor zagen staat een beursvennootschap veelal aan het hoofd van een concern dat internationaal actief is. De beursvennootschap drijft (met haar groepsmaatschappijen) een onderneming die op zijn minst al een eerste groeifase heeft doorgemaakt en enige omvang heeft gekregen. Dit maakt dat bij een beursvennootschap vaak een ruime groep stakeholders is betrokken. Onder het begrip stakeholders vallen in ieder geval aandeelhouders, crediteuren, werknemers, afnemers, klanten,[290] toeleveranciers en financiers.[291] Voor een verzekeringsmaatschappij kunnen verzekerden en polishouders belangrijke

---

Dit is het geval bij marktpeilingen, dat wil zeggen de communicatie van informatie, voorafgaand aan de bekendmaking van een transactie, teneinde de belangstelling van (potentiele) beleggers te polsen (artikel 11 lid 1 Verordening Marktmisbruik). Voorafgaand aan het aankondigen van een openbaar bod worden veelal substantiële aandeelhouders benaderd om hun bereidheid te polsen om op het bod in te gaan en zich al voor aankondiging te verbinden tot het aanmelden van hun aandelen onder het bod en op de AV tijdens de aanmeldingsperiode te stemmen vóór de besluiten die nodig zijn om de afspraken tussen bieder en doelvennootschap te effectueren (een zogenaamde '*irrevocable undertaking*'). In dit soort gevallen kan ook gebruik worden gemaakt van de regeling die is genoemd in artikel 9 lid 4 van de Verordening Marktmisbruik. Zie over deze materie uitgebreid: De Brauw 2017, par. 7.2.2 en 13.2.4.

289. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), r.o. 6.2.
290. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 6-7.
291. Schuit 2008, par. 2.

stakeholders zijn.[292] Stakeholders kunnen door hun handelen effect hebben op de onderneming van de beursvennootschap en haar blootstellen aan reputatie- en andere soorten schade (bijvoorbeeld doordat werknemers staken of klanten minder producten afnemen), waardoor zij een merkbare invloed kunnen uitoefenen op het bestuur van de beursvennootschap en door dat bestuur nadrukkelijk in de besluitvorming betrokken dienen te worden. Dit concept is met name van belang in deze paragraaf. Om dit verder toe te lichten ga ik hieronder kort in op de rol van werknemers. In paragraaf 5.3 van dit proefschrift ga ik in op welke actoren als stakeholders kunnen worden beschouwd en wat hun rol is in de machtsverhoudingen binnen de organisatie van de beursvennootschap.

De factor arbeid heeft in de vennootschappelijke verhoudingen in beginsel geen grote plaats.[293] De rechten van werknemers kunnen tot op zekere hoogte wel doorwerken in de belangensfeer van de NV. Zo hebben werknemers in de eerste plaats rechten die voortvloeien uit hun arbeidsovereenkomst. Ten tweede bestaat er voor een onderneming waar ten minste 50 personen werkzaam zijn de verplichting om een ondernemingsraad in te stellen.[294] De ondernemingsraad heeft een adviesrecht voor belangrijke besluiten van de ondernemer op grond van artikel 25 WOR. Algemeen wordt aangenomen dat een ondernemingsraad niet als orgaan van de vennootschap kwalificeert als bedoeld in de artikelen 2:14 en 15 BW.[295] Wel kan de ondernemingsraad sinds 2010 zijn standpunt kenbaar maken over bepaalde in de wet aangemerkte belangrijke voorgestelde besluiten van de AV.[296] In de literatuur zijn overigens bezwaren gerezen tegen de uitleg van de minister van de relevante wettelijke bepalingen waarin het recht van de ondernemingsraad om zijn standpunt te bepalen is opgenomen, en met name de toevoeging in die wettelijke bepalingen dat het ontbreken van dat standpunt de besluitvorming van de AV in die gevallen niet aantast. De minister merkt daarover op dat die wettelijke *disclaimer* ertoe leidt dat alle vormen van nietigheid en vernietigbaarheid zijn uitgesloten, zowel op grond van artikel 2:14 als artikel 2:15 BW.[297] Nowak, Kroeze en Van Schilfgaarde bestrijden de visie van de minister en menen dat in die gevallen vernietigbaarheid nog altijd open staat op grond van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.[298]

---

292. Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.7.
293. In vergelijkbare zin: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/21.
294. Artikel 2 WOR.
295. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/224; Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 74 en 94 en Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:14 BW, aant. 3.3.
296. Zie paragraaf 2.5 van dit proefschrift.
297. *Kamerstukken I* 2009-10, 31 877, C (MvA), p. 4 en 5.
298. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2009/59 (overigens nog voorafgaand aan de bewuste stelling van de minister in memorie van antwoord waarnaar in de vorige voetnoot wordt verwezen); *Asser/Maeijer & Kroeze* 2-I* 2015/302 en Van Schilfgaarde 2016, par. 79. Zie in gelijke zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/98.

Die mening deel ik. De heersende leer is ook dat de ondernemingsraad gerekend moet worden tot de kring van bij de rechtspersoon betrokkenen als bedoeld in artikel 2:8 BW.[299] Dat lijkt mij juist, in ieder geval sinds de ondernemingsraad in 2010 het recht kreeg om zijn standpunt te bepalen over bepaalde besluiten van de AV, aangezien zij daarmee zelfs in de meer enge uitleg krachtens de wet bij de organisatie van de rechtspersoon is betrokken. Dit geldt al helemaal bij structuurvennootschappen gezien de rol van de ondernemingsraad bij de benoeming van commissarissen. Dit betekent dat de overige bij de NV betrokken (rechts)personen zich jegens de ondernemingsraad dienen te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd (en die verplichting geldt wederzijds). Los daarvan zal de ondernemingsraad een redelijk belang kunnen hebben om vernietiging van een besluit van een vennootschapsorgaan te vorderen op grond van artikel 2:15 lid 3 sub a BW.[300] Of dat daadwerkelijk

299. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/224. Hierin wordt onder meer verwezen naar Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4, maar Dortmond lijkt in de desbetreffende bron terzijde in voetnoot 202 op te merken dat artikel 2:8 BW in het algemeen niet geldt voor de verhouding van de ondernemingsraad tot de rechtspersoon. Zie echter in dezelfde zin als *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/224: Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:8 BW, aant. 6.2; Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/74; M.L. Lennarts, *T&C Ondernemingsrecht Effectenrecht*, artikel 8 BW, aant. 2. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/74 merken nog op dat de ondernemingsraad en *de ondernemer* zich jegens elkander moeten gedragen volgens hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Voor zover met 'de ondernemer' gedoeld is op het in de WOR gebezigde begrip, dat niet per definitie gelijkloopt met het rechtspersoonsbegrip, moet mijns inziens in ieder geval ook de rechtspersoon in die redelijkheid en billijkheids-verhouding worden betrokken. Zie al eerder over deze materie: Hof Amsterdam (OK) 26 november 1987, *NJ* 1989/271, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Ikon*) en Rb. Rotterdam 4 november 1994, *NJ* 1996/311, r.o. 5.1. In laatstgenoemde uitspraak werd overwogen dat de ondernemingsraad behoort tot de kring van artikel 2:8 BW en "om die reden" ontvankelijk is in een op artikel 2:15 BW gebaseerde vordering. Die redenering is wat mij betreft niet zuiver, omdat het niet vanzelfsprekend is dat een institutioneel betrokkene ook belanghebbende is op grond van artikel 2:15 lid 3 sub a BW; dat moet van geval tot geval en per besluit worden beoordeeld. Overigens brengt de institutionele betrokkenheid van de ondernemingsraad wat mij betreft met zich mee dat ook de individuele leden van de ondernemingsraad (in die hoedanigheid; niet in hun hoedanigheid als werknemer) vallen onder de werking van artikel 2:8 BW.

300. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/316. Net zoals andere derden dat zouden kunnen, al zal daar niet snel sprake van zijn, zie: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/226 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §17.6. In Hof Den Bosch 8 april 1992, *NJ* 1992/701 werd aangenomen dat individuele werknemers (in dit geval dus niet de ondernemingsraad) als belanghebbenden vernietiging van een besluit konden vorderen, waarbij werd overwogen: "Wanneer bovendien dit ontslagbesluit niet lijkt te sporen met de door de onderneming in acht te nemen goede trouw, valt niet in te zien waarom Gilissen c.s. [de werknemers, SBGN] geen belang zouden hebben bij vernietiging van dat besluit." Dit lijkt mij te vergaand, aangezien individuele werknemers niet behoren tot de kring van artikel 2:8 BW en daarom geen vernietiging kunnen verzoeken op grond van strijd met de redelijkheid en billijkheid (onder oud recht de "goede trouw"). Zie in dezelfde zin: Oosterhoff 2017, par. 5.2.3. Het lijkt mij overigens in theorie wel correct – maar in de praktijk zeldzaam – dat individuele

het geval is, zal van geval tot geval beoordeeld moeten worden. Als voor de ondernemingsraad de weg open staat voor een procedure op grond van de WOR, dan lijkt de toegang tot een procedure op grond van artikel 2:15 lid 3 sub a BW uitgesloten.[301] In beginsel hebben werknemers in dienst van een NV geen individuele vennootschapsrechtelijke zeggenschapsrechten jegens de NV, maar slechts de contractuele rechten.[302] Naast de ondernemingsraad kan ook een eventueel betrokken werknemersvereniging (een vakbond) invloed uitoefenen op de vennootschapsrechtelijke verhoudingen. Zo kan een werknemersvereniging een enquête bij de NV verzoeken (artikel 2:347 BW). Een ondernemingsraad kan dit niet, tenzij deze bevoegdheid haar contractueel of statutair is toegekend op grond van artikel 2:346 lid 1 sub e BW.[303]

De wet verplicht grote NV's om zich te onderwerpen aan het structuurregime. Het structuurregime is ontstaan vanuit de wens om de factor arbeid (vertegenwoordigd door de ondernemingsraad) een grotere rol te geven in de organisatie van grote vennootschappen met een gespreid aandelenkapitaal en had tevens ten doel de gevaren van aandeelhoudersabsenteïsme te bestrijden.[304] Het structuurregime is van toepassing op NV's die gedurende drie aaneengesloten jaren opgave hebben gedaan aan het handelsregister dat zij voldoen aan de volgende drie cumulatieve criteria: (1) de NV heeft een geplaatst kapitaal plus reserves van ten minste € 16 miljoen, (2) de NV of een afhankelijke maatschappij heeft krachtens wettelijke verplichting een ondernemingsraad ingesteld en (3) bij de NV en haar afhankelijke maatschappijen gezamenlijk werken ten minste 100 werknemers.[305] Als een NV onder het structuurregime valt dan heeft dat – kort gezegd – tot gevolg dat de invloed van de AV wordt beperkt en de invloed van de ondernemingsraad en de raad van commissarissen wordt uitgebreid.[306] De vennootschap is dan verplicht om een raad van commissarissen in te stellen van ten minste drie personen, die bevoegd is de bestuurders van de NV te benoemen

werknemers belanghebbende kunnen zijn als bedoeld in artikel 2:15 lid 3 sub a BW en onder omstandigheden vernietiging van besluiten kunnen vorderen. Ik zou me dat bijvoorbeeld kunnen voorstellen wanneer de statuten of reglementen bepalen dat voorafgaand aan een bestuursbesluit tot ontslag van x% van de werknemers overleg gevoerd wordt met de desbetreffende werknemers. Wanneer het bestuursbesluit wordt genomen zonder dat de desbetreffende regeling wordt gevolgd, zou het in theorie denkbaar zijn dat de desbetreffende werknemers vernietiging van het bestuursbesluit kunnen vorderen.

301. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/83; *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/316.
302. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/21.
303. De ondernemingsraad kan zich wel als belanghebbende voegen in de enquêteprocedure en een verweerschrift indienen, zie *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/65.
304. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/22 en Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:107 BW, aant. 3 en art. 2:119 BW, aant. 2.
305. Artikel 2:153 lid 2 BW.
306. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/22.

en te ontslaan.[307] De ondernemingsraad heeft in deze gevallen een versterkt aanbevelingsrecht ten aanzien van de voordracht van een derde van de leden van de raad van commissarissen.[308]

Het structuurregime blijkt in de praktijk veelal niet te worden toegepast op beursvennootschappen.[309] Van de 50 grootste Nederlandse beursvennootschappen pasten in 2018 slechts zeven daarvan het volledig structuurregime toe.[310] Nog drie beursvennootschappen past het zogenaamde gemitigeerd structuurregime toe (hierbij gelden de regels van het volledig regime, met de uitzondering dat de AV de bestuurders mag benoemen).[311] Ook voor NV's in het algemeen geldt dat er eind 2016 slechts ongeveer 100 van de 4.100 NV's het structuurregime toepasten.[312] Dat weinig NV's de structuurregeling toepassen kan verschillende oorzaken hebben. Ten eerste zullen veel NV's niet aan de drie cumulatieve voorwaarden voor verplichte toepassing van het regime voldoen. Dit kan zelfs gelden voor beursvennootschappen, hoewel die vaak aan het hoofd staan van een groot concern. Ook bij een groot concern kan het zo zijn dat het geplaatst kapitaal met reserves niet minimaal € 16 miljoen bedraagt, bijvoorbeeld omdat de aandelen een lage nominale waarde kennen en de reserves niet in de houdstervennootschap worden aangehouden omdat zij worden uitgekeerd of op lager niveau worden aangehouden. Daarnaast kan het zijn dat de Nederlandse beursvennootschap als houdstervennootschap fungeert voor een (grotendeels buitenlands) concern dat haar onderneming drijft zonder naar Nederlands recht verplicht ingestelde ondernemingsraad of met minder dan 100 in Nederland werkzame werknemers.[313] Tot slot kunnen beursvennootschappen in voorkomende gevallen gebruik maken van de vrijstellingen die genoemd worden in artikel 2:153 lid 3 BW. Voor houdstervennootschappen van internationale concerns geldt de houdstervrijstelling, die van toepassing is wanneer de werkzaamheden van de NV zich (nagenoeg) uitsluitend beperken tot het

307. Artikel 2:158 lid 1 en 2 BW.
308. Artikel 2:158 lid 6 BW. Dit 'versterkt aanbevelingsrecht' houdt in dat voor een derde van de leden van de raad van commissarissen geldt dat de raad van commissarissen een door de ondernemingsraad aanbevolen persoon op de voordracht plaatst, tenzij de raad van commissarissen bezwaar maakt tegen de aanbeveling op de gronden genoemd in de wet. Dit versterkt aanbevelingsrecht kan statutair worden uitgesloten op grond van artikel 2:158 lid 12 BW, mits de raad van commissarissen en de ondernemingsraad hiermee hebben ingestemd.
309. In dezelfde zin: Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.4.
310. Per augustus 2018 waren dit ABN Amro Group N.V., ASML Holding N.V., Koninklijke Boskalis Westminster N.V., Koninklijke KPN N.V., PostNL N.V., Sligro Food Group N.V. en Van Lanschot N.V.
311. Per augustus 2018 waren dit NN Group N.V., Koninklijke BAM Groep N.V. en TKH Group N.V.
312. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 19.
313. Hoewel ook buitenlandse rechtspersonen afhankelijke maatschappijen kunnen zijn, wordt voor de toepassing van het structuurregime alleen rekening gehouden met een naar Nederlands recht verplicht ingestelde ondernemingsraad en met werknemers die in Nederland werkzaam zijn, zie Bartman, Dorresteijn & Olaerts 2016, par. IV.5.1.

beheer en de financiering van groepsmaatschappijen en waarvan de werknemers in dienst van de NV en haar groepsmaatschappijen in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn.[314]

Al met al kan worden gezegd dat de juridische zeggenschap van werknemers binnen de beursvennootschap juridisch gezien beperkt is. In de praktijk speelt de factor arbeid op kritieke momenten, zoals in overnamesituaties, vaak wel degelijk een prominente rol, al was het maar in de beeldvorming.[315] Werknemers zullen in veel gevallen kwalificeren als relevante stakeholders en hun belangen zullen daarom – net als die van andere stakeholders – moeten worden meegewogen in de besluitvorming door het bestuur van de beursvennootschap. Dat bestuur dient zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al diegenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders er bij het dienen van het vennootschapsbelang voor moeten zorgen dat de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken, waaronder die van werknemers, niet onnodig of onevenredig worden geschaad.[316] Indien dat wel het geval zou zijn is denkbaar dat de ondernemingsraad een besluit van het bestuur aantast op grond van artikel 2:15 BW.

3.4.4 Een sterk gereguleerd kader voor transparantie en gedragstoezicht

De beursvennootschap onderscheidt zich mede van gewone NV's omdat zij onderworpen is aan aanvullende vennootschapsrechtelijke regelingen, aan het effectenrecht, maar ook andere nationale en Europese regelgeving.[317] Zij staat voor wat betreft de naleving van onderdelen van het effectenrecht, voor zover haar aandelen zijn toegelaten tot Euronext Amsterdam, in beginsel onder toezicht van de AFM.[318] Van belang is hier om op te merken dat niet op elke beursvennootschap dezelfde regelgeving van toepassing is.[319] Met name in het effectenrecht kunnen verschillende regelingen van toepassing zijn op verschillende beursvennootschappen, afhankelijk van de vraag of die beursvennootschap (slechts) aan Euronext Amsterdam of (mede) aan een buitenlandse beurs

314. Artikel 2:153 lid 3 sub b BW.
315. Zie hierover bijvoorbeeld: 'Het Stork-scenario herhaalt zich bij AkzoNobel', *Het Financieele Dagblad* 1 mei 2017.
316. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12.
317. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.1.
318. Als de beursvennootschap haar aandelen ook in andere landen heeft laten noteren, dan kunnen onderdelen van het toezicht mede of slechts worden uitgeoefend door een andere toezichthouder.
319. Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15, par. 2.

genoteerd is, wat de lidstaat van herkomst is en waar de statutaire zetel van de beursvennootschap is gevestigd.[320]

Omdat het aandeelhouderschap in een beursvennootschap over het algemeen geen strategische investering is, maar een belegging, nemen aandeelhouders genoegen met minder controle over de gang van zaken binnen de onderneming, maar vertrouwen zij daarbij wel op de doorlopende en transparante informatievoorziening door het bestuur van de vennootschap.[321] Dit begint al bij de beursgang zelf, waarvoor een prospectus dient te worden opgesteld dat goedkeuring behoeft van de relevante toezichthouder. Het prospectus dient te worden gepubliceerd voor het aanbieden van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt. Potentiële beleggers dienen goed geïnformeerd te worden over de onderneming zodat zij met kennis van zaken een beleggingsbeslissing kunnen nemen.[322] Na de beursgang valt de beursvennootschap onder het toepassingsbereik van de Verordening Marktmisbruik wanneer haar aandelen of certificaten daarvan genoteerd zijn aan een beurs in de Europese Unie.[323] Dit brengt onder andere met zich dat de beursvennootschap verplicht is om informatie die van materieel belang is voor beleggers ('voorwetenschap')[324] zo snel mogelijk openbaar te maken.[325] Zij kan die openbaarmaking slechts uitstellen indien aan de volgende drie cumulatieve

320. Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15, par. 2. Zie ook paragraaf 3.4.4 van dit proefschrift.
321. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.2.
322. Overweging (7) en (2) van de Prospectusverordening.
323. De Verordening Marktmisbruik is van toepassing op: (a) financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of waarvoor toelating tot de handel op een gereglementeerde markt is aangevraagd; (b) financiële instrumenten die worden verhandeld op een multilaterale handelsfaciliteit, die zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of waarvoor toelating tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit is aangevraagd; (c) financiële instrumenten die worden verhandeld op een *organised trading facility*; of (d) financiële instrumenten die niet onder (a), (b) of (c) vallen en waarvan de koers of de waarde afhankelijk is van, of van invloed is op, de koers of de waarde van een in die punten bedoeld financieel instrument, zie artikel 2(1) van de Verordening Marktmisbruik. Dit betekent concreet dat de Verordening Marktmisbruik van toepassing is op beursvennootschappen waarvan de aandelen of certificaten van aandelen genoteerd zijn aan een beurs (met een vergunning als gereglementeerde markt) in een lidstaat van de Europese Unie. Voor de volledigheid (en buiten het bestek van dit proefschrift) is het goed om op te merken dat ook entiteiten die zijn opgericht naar het recht van een staat die geen lid is van de Europese Unie, maar waarvan aandelen, certificaten van aandelen, obligaties of andere schuldinstrumenten genoteerd zijn op de hiervoor in de voetnoot genoemde handelsplatforms in de Europese Unie, onderworpen zijn aan de Verordening Marktmisbruik.
324. Meer specifiek is voorwetenschap: niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten (artikel 7 lid 1 sub a Verordening Marktmisbruik).
325. Artikel 17 lid 1 van de Verordening Marktmisbruik.

voorwaarden is voldaan: (1) onmiddellijke openbaarmaking zou schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de NV, (2) het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking wordt misleid en (3) de NV is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.[326] Rechtmatige belangen kunnen onder meer betrekking hebben op lopende onderhandelingen of door het bestuur van de NV genomen besluiten die nog door een ander orgaan moeten worden goedgekeurd.[327] Daarnaast bevat de Verordening Marktmisbruik verbodsbepalingen voor handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap (het 'tipverbod') en marktmanipulatie.[328] Die verbodsbepalingen zijn niet van toepassing op de handel in eigen aandelen in het kader van terugkoopprogramma's indien aan de voorwaarden wordt voldaan die genoemd staan in artikel 5 van de Verordening Marktmisbruik. Sinds de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik heeft de Europese Commissie verschillende verordeningen aangenomen die tot aanvulling of verduidelijking daarvan dienen, onder andere over de voorwaarden van de zojuist genoemde terugkoopprogramma's.[329] Een andere Europese regeling die (deels) direct van toepassing is op beursvennootschappen is de Auditverordening.[330] Deze stelt aanvullende eisen aan de samenstelling en bevoegdheden van auditcommissies welke door beursvennootschappen zijn ingesteld.[331] Ook dienen bepaalde beursvennootschappen volgens de IAS-verordening hun jaarrekening in te richten in overeenstemming met de door de Europese Commissie goedgekeurde IFRS-richtlijnen.[332]

De Europese regelingen worden aangevuld door nationale wetgeving, die voor wat het 'gedragstoezicht' betreft haar basis vindt in hoofdstuk 5 van de Wft. Hierin zijn regels te vinden voor informatievoorziening door uitgevende instellingen (hoofdstuk 5.1a), toegang tot de Nederlandse financiële markten voor marktexploitanten en voor het exploiteren of beheren van een gereglementeerde markt (hoofdstuk 5.2), het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen (hoofdstuk 5.3), het optreden op markten in financiële instrumenten (hoofdstuk 5.4), het openbaar bod op

326. Artikel 17 lid 4 van de Verordening Marktmisbruik.
327. Overweging 50 van de Verordening Marktmisbruik.
328. Artikelen 14 en 15 van de Verordening Marktmisbruik.
329. Gedelegeerde verordening (EU) 2016/1052 van de Commissie van 8 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor de voorwaarden voor terugkoopprogramma's en stabilisatiemaatregelen.
330. Verordening (EU) nr. 537/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten van organisaties van openbaar belang en tot intrekking van Besluit 2005/909/EG van de Commissie.
331. Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146.
332. Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (*PbEU*, L 234).

effecten (hoofdstuk 5.5), het toepassen van een gedragscode door institutionele beleggers (hoofdstuk 5.6), de toegang tot betalingssystemen (hoofdstuk 5.7) en het toezicht op ratingbureaus (hoofdstuk 5.8).[333] Als gevolg van de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik op 3 juli 2016 zijn de afdelingen 5.4.1 en 5.4.2 van de Wft en het Besluit marktmisbruik Wft vervallen. Op 21 juli 2019 zijn ook de bepalingen die zien op het aanbieden van effecten in hoofdstuk 5.1 van de Wft vervallen als gevolg van de inwerkingtreding van de Prospectusverordening en is er een nieuw (zeer beperkt) hoofdstuk 5.1 ingevoerd.[334] In aanvulling op het voorgaande, biedt ook Boek 2 BW verschillende afwijkende of aanvullende regelingen voor beursvennootschappen en beursgenoteerde effecten.[335]

Het recht van Delaware kent geen verplichting om periodiek of op verzoek financiële informatie te verstrekken aan aandeelhouders, wat uniek is in de Verenigde Staten.[336] In de praktijk is dit gegeven voor grote vennootschappen irrelevant, aangezien de Securities Exchange Act verplichtingen bevat om ieder kwartaal en jaar omvangrijke financiële en niet-financiële informatie te deponeren.[337] Deze verplichtingen gelden voor bij de SEC registreerde aandelen. De verplichting tot registratie bij de SEC geldt kort gezegd voor *corporations* waarvan (a) aandelen genoteerd zijn aan een nationale beurs of (b) de activa meer dan $10,000,000 bedragen en die ten minste 2.000 aandeelhouders of 500 niet-professionele investeerders hebben.[338] De informatie die wordt gedeponeerd bij de SEC is openbaar toegankelijk via een online database (EDGAR).[339] *Corporations* die aandelen geregistreerd hebben bij de SEC moeten jaarlijks een Form 10-K, per kwartaal een Form 10-Q en bij bijzondere gebeurtenissen (hieronder vallen onder andere een wijziging van zeggenschap over de vennootschap, het

333. Zie ook Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146.
334. Zie hierover ook paragraaf 2.6 van dit proefschrift.
335. Zie de artikelen 2:80a lid 3, 86c lid 1, 94a lid 3, 94b lid 8, 98 lid 2 en 4, 98c lid 5, 101 lid 1 en 7, 110 lid 1, 113 lid 6, 114 lid 1 sub d en lid 4, 115 lid 2, 117 lid 3, lid 6 en lid 7, 117a lid 5, 118a lid 1, 119 lid 1, 120 lid 5, 132 lid 3, 135 lid 1, 135a, 135b, 145 lid 2, afdeling 8 van titel 4, 187, 204b lid 3, 210 lid 1 en lid 8, 325 lid 1, 334x lid 1, 346 lid 1 sub c, afdeling 3 van titel 8, 362 lid 6, 371 lid 1, 383b, 394 lid 8, 398 lid 7 sub a, 408 lid 4, 452 lid 2 sub c en 454 lid 4 sub c BW.
336. Eisenberg & Cox 2014, p. 351.
337. Eisenberg & Cox 2014, p. 351.
338. Sections 12(a), (b) en (g) Securities Exchange Act. Deze verplichting gold eerst ook voor niet-beursgenoteerde vennootschappen die 500 aandeelhouders hadden, maar deze drempel is in 2016 door de SEC verhoogd. De definitie van professionele investeerder (*accredited investor*) wordt gegeven in §501 van SEC Regulation D.
339. Eisenberg & Cox 2014, p. 353.

verwerven of afstoten van belangrijke activa of de wijziging van accountant) een Form 8-K deponeren.[340]

Naast de direct werkende Europese verordeningen, de Wft en Boek 2 BW, bestaat er ook nog een hoeveelheid wetgeving die dient tot implementatie van Europese richtlijnen.[341] Hieronder vallen onder andere het Besluit artikel 10 Overnamerichtlijn,[342] het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen,[343] het Besluit openbare biedingen Wft,[344] het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen,[345] het Besluit instelling auditcommissies,[346] het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft,[347] het Besluit rapportage van betalingen aan overheden,[348] het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie,[349] de Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten Wet toezicht effectenverkeer 1995[350] en het Besluit Marktmisbruik Wft.[351] Onder toezichtregels vallen verder ook de twee Euronext Rulebooks,[352] waarvan de eerste de geharmoniseerde regels bevat voor verschillende onder Euronext ressorterende effectenbeurzen (Amsterdam, Brussel, Parijs

340. Eisenberg & Cox 2014, p. 354. Zie ook Section 13 Securities Exchange Act.
341. De in de zin hierna opgesomde regelingen zijn ontleend aan Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146.
342. Besluit van 5 april 2006 tot uitvoering van art. 10 van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (*Stb.* 2006, 191).
343. Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels ter uitvoering van hoofdstuk 5.3 van de Wet op het financieel toezicht voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen (*Stb.* 2006, 509).
344. Besluit van 12 september 2007, houdende implementatie van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (*PbEU*, L 142) en houdende modernisering van de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod (*Stb.* 2007, 329).
345. Besluit van 25 januari 2008, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 5:81, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht (*Stb.* 2008, 27).
346. Besluit van 26 juli 2008 (*Stb.* 2008, 323).
347. Besluit van 16 december 2008, houdende bepalingen tot implementatie van richtlijn nr. 2007/14/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (PbEU, L 69) (*Stb*. 2008, 578).
348. Besluit van 10 november 2015 (*Stb*. 2015, 439).
349. Besluit van 14 maart 2017 (*Stb*. 2017, 100).
350. Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten Wet toezicht effectenverkeer 1995 (*Stcr*. 1995, 250), p. 30.
351. Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht (*Stb*. 2006, 510).
352. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/37.

en Lissabon)[353] en de tweede een algemeen reglement bevat dat specifiek geldt voor Euronext Amsterdam.[354]

Ook voor de levering van beursgenoteerde aandelen gelden afwijkende regelingen. Voor de levering en administratie van genoteerde effecten wordt gebruik gemaakt van het stelsel van de Wet giraal effectenverkeer (de Wge).[355] De aandelen zijn dan ofwel beperkt gematerialiseerd in verzamelbewijzen (*global shares*) waarin alle toonderaandelen van een bepaalde soort of uitgifte zijn belichaamd, ofwel gedematerialiseerd door opname van aandelen op naam zonder aandelenbewijzen in het girale systeem.[356] Kopers en verkopers van aandelen houden effectenrekeningen aan bij intermediairs (aangesloten instellingen, beleggingsondernemingen of banken) die zijn aangesloten bij Euroclear Nederland, dat door de Minister is aangewezen als het centraal instituut als bedoeld in de Wge.[357] Een beursgenoteerd aandeel wordt geleverd zonder fysieke bezitsverschaffing, door een afschrijving van de effectenrekening van de verkoper en een bijschrijving op de effectenrekening van de koper.[358] Een effectenrekeninghouder is juridisch deelgenoot in een gemeenschap (in de zin van Titel 7 van Boek 3 BW) van ongenummerde en niet individualiseerbare aandelen van een bepaalde soort (het 'verzameldepot').[359] De aangesloten instellingen die de effectenrekeningen beheren hebben zelf een rekening bij Euroclear Nederland dat voor elke soort effect een 'girodepot' aanhoudt.[360] De effectenrekeninghouders zijn als deelgenoten gezamenlijk gerechtigd tot de aandelen (in de zin van aandelen in een gemeenschap) in het verzameldepot en indirect tot de aandelen (in de zin van aandelen in een gemeenschap) in het girodepot.[361] De intermediair dient er zorg voor te dragen dat de deelgenoten het aan de effecten verbonden stemrecht kunnen uitoefenen.[362] De uitbetaling van dividend geschiedt ook giraal en wordt in de praktijk uitgevoerd door een bank die als betaalkantoor opereert (de *paying agent*). De wettelijke beheersopdracht van Euroclear Nederland houdt niet in dat zij de aandeelhoudersrechten uitoefent; die kunnen worden uitgeoefend door de effectenhouders.[363]

---

353. *Euronext Rulebook, Book I: Geharmoniseerde regels* van 21 december 2017, euronext.com.
354. *Euronext Rulebook, Book II: Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Effectenmarkt* van 23 november 2017, euronext.com.
355. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/375.
356. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/314.
357. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/37.
358. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/378.
359. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/313 en Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/37.
360. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/37.
361. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/37.
362. Artikel 15 Wge en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/201.
363. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.3.11.

Op beursvennootschappen is de Corporate Governance Code van toepassing, die inkleurt op welke wijze de vennootschap bestuurt dient te worden en hoe het interne toezicht daarop dient te worden vormgegeven.[364] Over corporate governance en de rol van de Corporate Governance Code schrijf ik uitgebreid in hoofdstuk 4.

Door Hijink is betoogd dat de beursvennootschap (enkel) onderworpen zou moeten worden aan een nieuw uit te vaardigen Wet op de Beursvennootschap die de bepalingen omtrent de beursvennootschap van niet alleen Deel 5 Wft maar tevens boek 2 BW zou moeten vervangen.[365] Ik zie zelf wel enige voordelen bij een dergelijke wet op de beursvennootschap, maar enkel als aanvulling op het reguliere NV-recht en niet als vervanging daarvan.[366] De verschillende wetten en regels zouden dan over twee wetten (boek 2 BW en de Wet op de Beursvennootschap) verspreid zijn in plaats van over een veelheid van wetten en regelingen. Het voornaamste voordeel van een dergelijke oplossing is dat de NV (of BV) haar vennootschapsrechtelijke basis in boek 2 BW behoudt en voorkomt dat er een hoop regels moeten worden 'overgeschreven' in de nieuwe wet op de beursvennootschap. De beursvennootschap is per slot van rekening een species van de NV (of BV) en niet een zelfstandige rechtsvorm.[367] Steeds meer regelingen die relevant zijn voor beursvennootschappen worden overigens opgenomen in Europese verordeningen en daarmee niet langer voorgeschreven in het nationale recht, welke ontwikkeling afdoet aan het nut en de noodzaak van een eventuele Wet op de Beursvennootschap.[368]

3.4.5 Internationalisering van de beursvennootschap

De 'traditionele' beursvennootschap, met statutaire zetel en hoofdkantoor in Nederland en (certificaten van) aandelen toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam, maakt steeds meer plaats voor een beursvennootschap die georganiseerd is in een internationale context.[369] In de literatuur wordt dit verschijnsel ook wel aangeduid als de multinationale onderneming of *multinational* (wat overigens ook in de literatuur geen vaststaand begrip is).[370] Hiermee wordt over het algemeen gedoeld op een concern dat haar

364. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32.
365. Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146.
366. Zie echter ook paragrafen 7.3 en 7.4 over mogelijke aanpassingen die kunnen worden aangebracht in boek 2 BW.
367. Dat laatste is voor Timmerman doorslaggevend voor het afwijzen van een wet op de beursvennootschap, zie Timmerman 2018, par. 2.4.2.
368. Zie paragrafen 2.6 en 7.3 van dit proefschrift.
369. Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15; Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120; Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146, par. 6; De Brauw 2016, par. 2.
370. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §147.6.

activiteiten uitoefent door middel van entiteiten in verschillende landen. De globalisering en liberalisering van de westerse economieën heeft ertoe geleid dat de economische activiteiten van de ondernemingen minder gebonden zijn aan het land van herkomst. Dit vertaalt zich in het feit dat de hoofdkantoren en overige belangrijke locaties (zoals voor productie-, onderzoeks- en ontwikkelingsactiviteiten) van Nederlandse beursvennootschappen, anders dan vroeger, tegenwoordig vaak niet meer in Nederland zijn gevestigd. Over de internationalisering van het aandeelhoudersbestand van AEX-genoteerde beursvennootschappen schreef ik al in paragraaf 1.3 van dit proefschrift. Het bedrijfsleven is geïnternationaliseerd en het bestuur van een beursvennootschap dient in zijn besluitvorming ook rekening te houden met de belangen van haar niet-Nederlandse stakeholders. In die zin is de internationalisering van de beursvennootschap een ontwikkeling die bijdraagt aan de economische groei van de beursvennootschappen, maar die ook voor aanvullende uitdagingen zorgt, omdat daarmee het besluitvormingsproces voor het bestuur verder wordt gecompliceerd en de beursvennootschap verder wordt blootgesteld aan bedreigingen door vijandige overnamepogingen en aandeelhoudersactivisme door buitenlandse partijen.[371]

Een bijzondere internationaliseringsontwikkeling is merkbaar op het gebied van beursnoteringen. Onderzoek laat zien dat relatief steeds meer beursvennootschappen genoteerd zijn aan een buitenlandse beurs. Eind 2003 waren er 188 beursvennootschappen, waarvan 160 hun primaire notering hadden aan Euronext Amsterdam en 28 aan een buitenlandse beurs (ook wel: beurs-NV's in den vreemde).[372] Op 30 september 2017 waren er 163 beursvennootschappen, waarvan 99 hun primaire notering hadden aan Euronext Amsterdam en 64 aan een buitenlandse beurs.[373] Deze gegevens zijn onderdeel van een duidelijke trend, zoals de tabel hieronder laat zien.[374]

371. Zie ook paragraaf 6.1 van dit proefschrift over bescherming tegen dergelijke dreigingen.
372. IvO/ICGF Working Paper 'De beurs-NV in den vreemde' van A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink van 14 januari 2014, p. 39; Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146, par. 6.
373. Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146, par. 6.
374. Deze cijfers zijn ontleend aan het IvO/ICGF Working Paper 'De beurs-NV in den vreemde' van A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink van 14 januari 2014, p. 39; Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15; Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120; en Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146, par. 6. Zie hierover ook De Brauw 2016, par. 2. Met name valt binnen het bestek van dit proefschrift de NV naar Nederlands recht en een statutaire zetel in Nederland, maar met een notering aan een beurs (en mogelijk ook een hoofdkantoor) buiten Nederland.

	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2015	2017
Totaal aantal beursvennootschappen[375]	188	177	195	179	167	145	155	163
Beursvennootschappen met primaire notering aan Euronext Amsterdam	160	143	134	118	105	98	99	99
Beursvennootschappen met primaire notering in den vreemde	28	34	61	61	62	47	56	64

Het staat een NV in beginsel vrij om haar (certificaten van) aandelen toe te doen laten tot de handel aan een buitenlandse beurs.[376] Zelfs als een dergelijke NV naast een buitenlandse beursnotering ook haar hoofdkantoor buiten Nederland heeft valt zij juridisch nog altijd te kwalificeren als beursvennootschap met een Nederlandse 'nationaliteit', zolang zij is opgericht naar Nederlands recht en haar statutaire zetel in Nederland heeft.[377] Overigens

375. De afname van het absolute aantal beursvennootschappen betekent niet per definitie dat de aandelenmarkt aan belang verliest, zoals blijkt uit een interessant onderzoek dat is opgenomen in Rajan & Zingales 2003, par. 2. Tussen 1913 en 1999 nam het aantal beursvennootschappen in Nederland af van 65,87 per miljoen inwoners (het op één na hoogste aantal van de 24 landen die in het onderzoek betrokken werd) tot 15,14 per miljoen inwoners (iets boven het gemiddelde in die 24 landen, dat ongeveer op 10 ligt). Dit is overigens ook een absolute afname als gecorrigeerd wordt voor de bevolkingstoename. De totale gezamenlijke marktwaarde van die beursvennootschappen gedeeld door het bruto binnenlands product (een vaker gebruikte ratio voor het meten van financiële ontwikkeling, zie Doidge e.a. 2018, par. 2) groeide in Nederland in diezelfde periode van 0,56 naar 2,03 (één van de hoogste aantallen van de 24 betrokken landen). Het absolute aantal beursvennootschappen en het relatieve aantal ten opzichte van het aantal inwoners namen dus weliswaar af, maar de omvang van de beursvennootschappen ten opzichte van het bruto binnenlands product nam in diezelfde periode toe. Die relatieve groei in omvang werd in grote mate in de jaren 1990 gerealiseerd. Franks & Mayer 2017, par. 2, verklaart de relatieve afname van het aantal beursvennootschappen in onder andere Nederland door de zwakke bescherming van beleggers in verhouding tot *common law* jurisdicties. Uit Doidge e.a. 2018, par. 1, blijkt echter dat de trend van een afname van het aantal beursvennootschappen ook in de Verenigde Staten waarneembaar is en dat de Verenigde Staten relatief gezien zelfs minder beursvennootschappen hebben dan andere landen met vergelijkbare kenmerken. Zij beschrijven dat er in 1997 in totaal 7.509 vennootschappen waren gevestigd in de Verenigde Staten die aldaar een beursnotering hadden en dat dat aantal tegen eind 2016 was afgenomen tot 3.618 vennootschappen. Ook signaleren zij dat er wel een toename is van de marktwaarde van grote (met name technologische) beursvennootschappen en verklaren zij de afname van het totale aantal beursvennootschappen doordat de aandelenmarkten in de Verenigde Staten niet geschikt zijn voor de financieringsbehoeften van jonge bedrijven met vooral immateriële activa. De laatste 15 jaar en met name sinds de financiële crisis komen er jaarlijks steeds minder nieuwe beursnoteringen bij in de Verenigde Staten. Zie Doidge e.a. 2018, par. 1-3. Wel neemt ook daar de marktkapitalisatie van beursvennootschappen toe (Cheffins 2019, p. 356).
376. Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15, par. 1.
377. Zie artikel 10:118 BW en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/81.

kan de NV niet naar Nederlands recht worden opgericht als zij haar statutaire zetel niet in Nederland heeft.[378] Wel kan zij een (hoofd)kantooradres in het buitenland hebben. Het gevolg van het hebben van de Nederlandse nationaliteit is onder andere dat de interne organisatie van de NV wordt beheerst door Nederlands recht.[379]

Er zijn diverse redenen voor bedrijven om te incorporeren als een Nederlandse NV, maar toch in het buitenland genoteerd te willen zijn. Het kan gaan om Nederlandse ondernemingen die liever geld op willen halen op de Amerikaanse kapitaalmarkt dan de Nederlandse, maar ook om buitenlandse ondernemingen die om strategische, fiscale of ondernemingsrechtelijke redenen kiezen voor een juridische herplaatsing naar Nederland zonder de buitenlandse beursnotering te wijzigen.[380] Een dergelijke herplaatsing kan onderdeel zijn van een strategische transactie, bijvoorbeeld bij de oprichting van een gezamenlijke houdstervennootschap op neutraal grondgebied bij een fusie van gelijken, of kan zijn ingegeven door de wens de belastingdruk te verlagen (dit is veelal het geval bij zogenaamde *inversions*) of om als buitenlandse vennootschap te herincorporeren als een NV om op die manier gebruik te kunnen maken van vormen van bescherming tegen vijandige overnames die mogelijk zijn onder Nederlands recht.[381]

Tot slot merk ik nog op dat ook een andere internationale faciliteit relevant kan zijn in het Nederlandse beurslandschap. Een Europese vennootschap of Societas Europaea (SE) kan het karakter hebben van een beurs-NV indien zij haar zetel heeft in Nederland.[382] De Nederlandse regels die gelden voor een beursgang en het doorlopend toezicht daarna alsook de aanvullende eisen voor het jaarverslag, waaronder de rapportage over de Corporate Governance Code, gelden ook voor dergelijke SE's.[383] Voorts gelden voor SE's mede de wettelijke voorschriften van de lidstaten welke zouden gelden voor een naamloze vennootschap die is opgericht overeenkomstig het recht van de lidstaat waar de SE haar statutaire zetel heeft.[384] Wanneer de SE haar statutaire zetel in Nederland heeft geldt dus mede het Nederlandse NV-recht. In Nederland zijn de SE en overige Europese rechtsvormen vooralsnog niet populair.[385] Ik laat ze in deze dissertatie grotendeels buiten beschouwing.

---

378. Artikel 2:66 lid 3 BW. Zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/79.
379. Artikel 2:119 BW.
380. De Brauw 2016, par. 2.
381. De Brauw 2016, par. 2.
382. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.9.1.
383. Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.9.2.
384. Artikel 9 van Verordening (EG) Nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE).
385. Per mei 2019 waren er 37 SE's met statutaire zetel in Nederland ingeschreven in het handelsregister. Bekende voorbeelden met een Nederlandse link zijn Airbus Group SE (met zetel

3.5 Conclusie

De NV functioneert als een zelfstandig rechtssubject waarin het bestuur en AV autonoom opereren, elk op hun eigen bevoegdheidsterrein. Deze organen bevinden zich in een redelijkheid- en billijkheidsverhouding ten opzichte van de institutioneel betrokkenen als bedoeld in artikel 2:8 BW. De aandeelhouders hebben in de organisatie van de NV een dubbele rol: zij vormen gezamenlijk een orgaan (de AV) en hebben daarnaast als individuele aandeelhouders een verhouding tot de NV. Die dubbele rol vertaalt zich in verschillende uitingen: aandeelhouders kunnen gezien worden als vennoot en als belegger.

Aandeelhouders hebben geen recht op de winst van de NV. Zij kunnen doorgaans wel aanspraak maken op een redelijk dividend. De NV is als vennootschapsvorm ook typologisch niet langer (slechts) gericht op het maken van winst, maar op het bevorderen van haar eigen bestendige succes en het creëren van waarde op de lange termijn voor de NV en haar onderneming. Om dit doel te realiseren wordt door het bestuur een beleid en een strategie bepaald. De AV heeft hierop geen invloed, behalve voor zover haar die aan haar is toegekend in de wet en de statuten van de NV. Het bestuur hoeft de AV hierin vooraf ook niet te betrekken, maar dient wel achteraf verantwoording af te leggen aan de AV. De AV heeft een wettelijke restbevoegdheid die haar alle macht toekent die niet aan andere organen is toebedeeld. Gezien de uitdijende bestuurstaak is het begrip 'strategie en beleid' als restbevoegdheid gaan fungeren en komt de AV in de praktijk geen restbevoegdheid meer toe.

Voor de beursvennootschap zijn enkele voor de interne machtsverhoudingen relevante kenmerken te ontwaren. Ten eerste functioneert de beursvennootschap in de praktijk als hoofd van een concern dat grotendeels onafhankelijk van haar aandeelhouders opereert met het bestuur als centrale leiding. De bestuursautonomie is bij de beursvennootschap nadrukkelijker aanwezig dan bij de niet-beursgenoteerde NV omdat veelal sprake is van een wijdverspreid aandeelhoudersbestand dat grotendeels bestaat uit slechts marginaal bij de onderneming betrokken beleggers. De beursvennootschap heeft in die zin dan ook een voortdurende relatie met de kapitaalmarkt in het algemeen en enkele grootaandeelhouders in het bijzonder. De AV als bijeenkomst van aandeelhouders speelt bij de beursvennootschap inhoudelijk geen grote rol bij de totstandkoming van besluitvorming, nu de voorgestelde besluiten veelal vooraf worden besproken tussen de relevante aandeelhouders en het bestuur en daarover ook vooraf wordt gestemd. De beursvennootschap heeft een wijdvertakte organisatie met verantwoordelijkheden naar een grote verscheidenheid aan stakeholders, wier

in Nederland, maar beursnoteringen buiten Nederland) en Unibail-Rodamco-Westfield SE (met zetel buiten Nederland, maar beursnotering mede in Nederland). Zie ook: Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120, par. 3.1.

belangen worden meegewogen in de besluitvorming van het bestuur over de organisatie en strategie van de beursvennootschap. Ook uitgebreide en veelomvattende regelgeving en vergaande internationalisering hebben nadrukkelijke invloed op het speelveld waarin de beursvennootschap opereert.

Opmerkelijk is dat in de Verenigde Staten de AV en aandeelhouders betrekkelijk weinig rechten hebben in vergelijking met de AV en aandeelhouders in Nederland. Mogelijk is dat het geval omdat in de Verenigde Staten de board of directors zich al richt op de belangen van aandeelhouders, terwijl dat in Nederland primair niet het geval is.[386] In Nederland zullen aandeelhouders om die reden meer behoefte kunnen hebben aan bevoegdheden die hen in staat stellen hun eigen belangen te beschermen. Aan de andere kant kan dit verschil historisch gezien niet de reden zijn geweest voor de totstandkoming van de divergentie in aandeelhoudersbevoegdheden tussen Nederland en de Verenigde Staten. Het Nederlandse vennootschapsrecht kent al sinds de Wet van 1929 belangrijke bevoegdheden toe aan aandeelhouders (al dan niet via de AV), terwijl de wet destijds impliciet ervan uitging dat het handelen van bestuurders moest zijn gericht op het belang van de (gezamenlijke) aandeelhouders.[387] Het is dus niet zo dat aandeelhouders meer rechten toegekend hebben gekregen nadat (of omdat) de bestuurders zich moesten gaan richten op het vennootschappelijk belang. Wel kan het feit dat aandeelhouders over deze rechten beschikken er mede toe hebben geleid dat aandeelhouders accepteerden dat bestuurders zich op enig moment gingen richten op het vennootschappelijk belang. Daarmee bedoel ik dat die belangenverbreding aandeelhouders er niet van heeft weerhouden te investeren in Nederland, omdat zij over bevoegdheden bleven beschikken die het mogelijk maakten om aan de 'noodrem' te trekken wanneer dat nodig mocht zijn. Oorzakelijkheid is hier echter lastig te duiden. Ook regulering door de SEC en het gemak waarmee aandeelhouders over kunnen gaan tot het starten van juridische procedures, kunnen in de Verenigde Staten een belangrijke rol spelen als instrumenten tot het controleren van het bestuur.

386. Zie in dezelfde zin: par. 3.6 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Timmerman merkt hier terecht op: "In die filosofie is er weinig behoefte aan dwingende bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering."
387. De Jongh 2019, par. 4.

Hoofdstuk 4. Corporate governance: de ontwikkeling van theorieën en codes

4.1 Een inleiding tot corporate governance

Corporate governance is wel omschreven als het geheel van regels betreffende het bestuur van vennootschappen, het toezicht daarop en de wijze waarop deze regels worden toegepast en nageleefd,[1] of ook wel als het systeem waarmee een vennootschap wordt geleid en gecontroleerd.[2] Eenvoudig vertaald is corporate governance de wijze waarop een onderneming wordt bestuurd. Een meer economische (of kapitalistische) visie is dat corporate governance gaat over de wijze waarop kapitaalverschaffers kunnen verzekeren dat hun investeringen op een verstandige manier worden aangewend.[3] In de kern gaat corporate governance over het in goede banen leiden van ondernemingen.[4] Als juridisch onderzoeksgebied houdt corporate governance zich bezig met het onderzoeken en beschrijven van de bevoegdheden van, en de verhoudingen tussen, de organen van de vennootschap en de wijze waarop zij elkaar controleren en corrigeren.[5] Daaronder vallen de rolverdeling tussen en gedragsnormen voor organen, beloningen van functionarissen en financiële verslaggeving.[6] Van belang zijn begrippen als transparantie, verantwoording, onafhankelijkheid, deskundigheid en integriteit.[7] Als zodanig zou men kunnen stellen dat corporate governance al een rol speelde in de tijd van de VOC.[8] De term 'corporate governance' werd echter pas gemeengoed in de jaren 1970 in de Verenigde Staten.[9] In Nederland wordt vanaf de jaren 1990 brede aandacht besteed aan corporate governance.[10] Meer dan vroeger wordt in recentere jaren corporate governance ook gebruikt als methode om sociaal-maatschappelijke thema's

1. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32.
2. Zie ook EU Actieplan 2012, p. 3.
3. Shleifer & Vishny 1996, p. 2; Hermalin & Weisbach 2017, p. 1.
4. Frentrop 2013, p. 1.
5. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32.
6. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.3.
7. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.3.
8. Cheffins 2013, p. 1. Zie over corporate governance-aspecten van de VOC ook paragraaf 2.1 van dit proefschrift.
9. Cheffins 2013, p. 1 en Cheffins 2019, p. 126.
10. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32.

te adresseren, waarbij onderwerpen als diversiteit, milieu en mensenrechten worden betrokken bij de inrichting van en besluitvorming binnen de vennootschap.[11]

Er zijn in de loop der jaren verschillende corporate governance-systemen ontwikkeld. Veelal wordt een onderscheid gemaakt tussen het Angelsaksische of marktgeoriënteerde systeem, dat zich in beginsel richt op de belangen van aandeelhouders, en het continentale of netwerkgeoriënteerde systeem, waarin rekening gehouden wordt met de belangen van een veelheid aan stakeholders.[12] Binnen het continentale systeem wordt ook weer onderscheid gemaakt tussen meerdere subsystemen. Zo wordt wel gesproken over het Rijnlandse systeem, waarin een belangrijke rol is toegekend aan werknemers en banken, terwijl in het Latijnse systeem ondernemingsnetwerken en families met controlerende aandelenbelangen een belangrijke rol spelen.[13] Vaak geven verschillende systemen aanleiding tot verschillende soorten corporate governance-vraagstukken. Zo was er halverwege de jaren 1990 veelal sprake van een gespreid aandelenbezit bij beursvennootschappen in de Verenigde Staten, hetgeen leidde tot een focus op bescherming van beleggers tegen (vermeend) soevereine bestuurders, terwijl in continentaal Europa meer behoefte bestond aan bescherming van kleine aandeelhouders tegen grote aandeelhouders.[14] Tegenwoordig kent Nederland overigens een behoorlijk gespreid aandelenbezit: in 2016 werd gemiddeld 24,1% van de aandelen van aan Euronext Amsterdam genoteerde beursvennootschappen gehouden door aandeelhouders die minimaal een belang van 5% hielden; de rest werd door kleinere aandeelhouders gehouden.[15]

In Nederland wordt het juridisch kader van corporate governance met name bepaald door de regels in Boek 2 BW, de Corporate Governance Code en de rechtspraak.[16] In het vorige hoofdstuk ben ik al ingegaan op de wettelijke regelingen die de verhouding tussen het bestuur en de AV bepalen. In dit hoofdstuk ga ik in op de overige regels van corporate governance. Uiteindelijk vormen deze verschillende bronnen één normerend kader en kunnen zij niet geheel los van elkaar worden gezien. Voor vennootschappen in specifieke branches kunnen nog aanvullende regels gelden die voortvloeien uit sectorcodes, zoals

11. Pargendler 2016, p. 5-7, 29.
12. *Kamerstukken II* 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 3-4.
13. *Kamerstukken II* 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 3-4. De minister stelt hier dat Rijnlandse ondernemingen hun hoofdzetel hebben in Duitsland, Nederland, Zwitserland of Oostenrijk en dat Latijnse ondernemingen hun hoofdzetel hebben in Frankrijk, België, Italië, Spanje of Portugal. Dat is wat kort door de bocht omdat de corporate governance per vennootschap kan verschillen en (binnen de grenzen van de wet) naar smaak kan worden ingericht.
14. Westerhuis & De Jong 2015, p. 18.
15. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Slotdocument*, december 2017, p. 29.
16. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32.

de Code Banken of de Code Verzekeraars.[17] Ik ga op dergelijke specifieke regelingen niet nader in, maar richt mij in mijn analyse op het 'normaaltype' beursvennootschap.

4.2 De ontwikkeling van corporate governance tot aan de jaren 1990

4.2.1 De ontstaansgeschiedenis van corporate governance in de Verenigde Staten

Rond de jaren 1930 was het in de Verenigde Staten bij vennootschappen met een wijdverspreide aandeelhoudersbasis (zoals beursvennootschappen) de praktijk dat het management de beslissingen nam en dat de board of directors het management daarin volgde.[18] De aandeelhouders stonden op afstand en konden of wilden weinig invloed uitoefenen.[19] Het management was een autonoom en dominant orgaan in de vennootschappelijke orde van de grote, open vennootschap. Dit verschijnsel werd wel aangeduid als het *manager-oriented model*.[20] Over het algemeen werd het management (dat ook sterke invloed had op de selectie van kandidaten voor de board of directors) gesteund door de board of directors en waren aandeelhouders passief, behalve waar het ging om financiële zaken, zoals dividenden en de aandelenkoers.[21] Het management van beursvennootschappen richtte zich niet alleen op het realiseren van aandeelhouderswaarde, maar had ook andere doelstellingen, zoals het produceren van zo goed mogelijke producten voor klanten, het zorgdragen voor werknemers en het bijdragen aan de sociale gemeenschap.[22] Na de Tweede Wereldoorlog was er in de Verenigde Staten sprake van een economische hoogconjunctuur die een enorme groei van grote ondernemingen tot gevolg had, waardoor de grote macht van het management in de bestaande governancestructuur na enige tijd onder druk kwam te staan.[23] Vanaf de jaren 1970 verloor het *manager-oriented model* langzaam aan betekenis[24] en kwam de gedachte op dat

17. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32. Zie voor een opsomming: Raaijmakers & Buma, *TvOB* 2019-2, par. 1.3.
18. Cheffins 2013, p. 2.
19. Cheffins 2013, p. 2.
20. Ook wel: *managerial corporation*, *managerial model* of *managerial capitalism*. Zie: Hansmann & Kraakman 2000, p. 4; Cheffins 2013, p. 17; Cheffins 2015, p. 4; Cheffins 2019, p. 41.
21. Cheffins 2013, p. 2. Al is het verschijnsel nooit geheel verdwenen, met name bij beursvennootschappen, zie Blair & Stout 1999: "The notion that responsibility for governing a publicly held corporation ultimately rests in the hands of its directors is a defining feature of American corporate law […]."
22. Stout 2012, p. 3 en 17.
23. Cheffins 2013, p. 2.
24. Hansmann & Kraakman 2000, p. 4; Kraakman e.a. 2017, par. 3.5.

managers in Amerikaanse beursvennootschappen zich moeten richten naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.[25] Deze gedachte hing samen met de sinds de jaren 1970 opgekomen visie dat bestuurders gezien moesten worden als lasthebber (*agent*) van de kapitaalverschaffer (*principal*) en dus in het belang van die kaptaalverschaffer moest handelen.[26] De SEC ging zich vanaf halverwege de jaren 1970 specifiek bezighouden met corporate governance en was de verantwoording door management hierover gaan zien als onderdeel van haar toezichthoudende taak.[27] Deze aandacht voor corporate governance (die zich mede uitte in aandacht voor aandeelhoudersbelangen) was een reactie op verschillende misstanden, waaronder omkoping- en fraudegevallen door managers waarvan de passieve boards of directors niet op de hoogte bleken te zijn.[28] Als gevolg hiervan nam de NYSE in haar noteringsvoorwaarden op dat elke aldaar genoteerde beursvennootschap een auditcommissie moest hebben die voor de meerderheid bestond uit onafhankelijke directors.[29] Verdere inspanningen van de SEC en andere organisaties waren met name gericht op het versterken van aandeelhoudersrechten en een strenger toezicht door een zo onafhankelijk mogelijke board of directors, wat resulteerde in het beteugelen van de vrijheid van het management.[30] In het begin van de jaren 1980 vertraagde de beoogde bestendiging van corporate governance door regulering in de Verenigde Staten, mede vanwege de afkeer van overheidsbemoeienis binnen de rechts-liberale regering van Reagan.[31] Ook kwam destijds de *law & economics*-beweging op, die geen directe noodzaak zag voor meer rechten van aandeelhouders omdat de *market for corporate control* en andere marktmechanismen de belangen van managers voldoende in lijn zouden brengen met die van aandeelhouders.[32]

De bredere acceptatie van corporate governance als praktijk- en onderzoeksgebied door investeerders, ondernemingen en wetenschappers in de jaren 1990 werd mede gedreven door de groeiende activiteiten van institutionele investeerders.[33] Het toepassen van wat men zag als goede corporate governance, werd

25. Bower & Paine 2017, p. 51; Palladino & Karlsson 2018; Stout 2012, p. 18.
26. Overkleeft 2017, par. 4.4.3. Deze rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht heeft een grote mate van indirecte invloed gehad op de Nederlandse rechtswetenschap, zie Overkleeft 2017, par. 4.6.4.
27. Cheffins 2013, p. 2; Cheffins 2015, p. 15.
28. Monks & Minow 2011, p. 631; Cheffins 2013, p. 2-3; Pargendler 2016, p. 7.
29. Monks & Minow 2011, p. 632; Cheffins 2013, p. 3; Pargendler 2016, p. 16.
30. Cheffins 2013, p. 3-5.
31. Cheffins 2013, p. 7; Pargendler 2016, p. 17. Ronald Reagan had overigens Milton Friedman als economisch adviseur benoemd. Zie over Milton Friedman en zijn theorieën ook paragraaf 2.5 van dit proefschrift.
32. Cheffins 2013, p. 10.
33. Cheffins 2013, p. 17.

essentieel om toegang te krijgen tot de wereldwijde kapitaalmarkt.[34] Ook in de rechtseconomische wetenschap leefde de opvatting dat corporate governance invloed had op de aantrekkingskracht van een onderneming vanuit de kapitaalmarkt, en daarmee op de beurskoers van de aandelen.[35] Corporate governance werd gezien als een systeem om (vermeende) *agency*-kosten te beperken en aandeelhouderswaarde te maximaliseren, waardoor het vakgebied ook aandacht kreeg van economen, die over diezelfde onderwerpen nadachten.[36] Corporate governance werd in de visie van deze economen beschouwd als een van de mechanismen om kapitaalverschaffers een voldoende risicogewogen rendement op hun investering te verschaffen.[37] Zodoende werd in de jaren 1970 tot 1990 in de Verenigde Staten de basis gelegd voor een aandeelhoudersgeoriënteerd model van corporate governance.

4.2.2 Ondertussen in Nederland

Zoals ik in hoofdstuk 2.5 beschreef, kreeg het bestuur na de Tweede Wereldoorlog in Nederland steeds meer een eigen rol als autonoom orgaan van een geïnstitutionaliseerde NV. Dit viel samen met de 'vermaatschappelijking' van de grote, open NV, waardoor steeds nadrukkelijker aandacht besteed werd aan de medezeggenschap van werknemers en, in ruimere zin, aan het eigen belang van de vennootschap en de belangen van de daarbij betrokken stakeholders. De overtuiging leefde dat de grote NV niet alleen gericht moest zijn op winst voor aandeelhouders, maar een bredere sociaal-maatschappelijke functie had, met het bestuur in een centrale rol. In feite ontstond in Nederland in de jaren 1950 en 1960 een *manager-oriented model* zoals dat in de Verenigde Staten de praktijk was. Die ontwikkeling kan mede verklaard worden door het feit dat vennootschappen in de periode na de Tweede Wereldoorlog vanwege de gunstige economische omstandigheden grotendeels gefinancierd werden met ingehouden winsten en bancaire kredieten, en maar nauwelijks een beroep hoefden te doen op de kapitaalmarkt.[38] Die markt dwong beursvennootschappen dan ook niet om concessies te doen door macht prijs te geven aan aandeelhouders in ruil voor het gemakkelijker kunnen aantrekken van kapitaal.

Gezegd kan worden dat waar in eerste instantie sprake was van institutionalisering van de *vennootschap*, vanaf het begin van de jaren 1970 sprake was van de institutionalisering van de *onderneming*.[39] Met dat laatste wordt bedoeld dat de onderneming (met onder meer de werknemers) vervlochten raakte in

34. Rapport van de Business Sector Advisory Group on Corporate Governance aan de OECD, april 1998, p. 7.
35. Overkleeft 2017, par. 4.5.3.
36. Cheffins 2013, p. 17.
37. Cheffins 2013, p. 17.
38. De Jongh 2014, nr. 168; Westerhuis & De Jong 2015, p. 142.
39. De Jongh 2014, nr. 164.

de organisatie van de NV, onder leiding van het bestuur, die losstond van de directe macht van kapitaalverschaffers.[40] Daarmee werden organisatorische verhoudingen duidelijker gescheiden. Deze ontwikkeling werd met name gedreven door de verbreding en bestendiging van het belang van de vennootschap *en de daarmee verbonden onderneming* als richtsnoer voor de vennootschapsleiding.[41] Hierdoor kreeg het bestuur nadrukkelijker de controle over de onderneming, waarbij de belangen van de daarbij betrokken stakeholders een plaats kregen in de vennootschappelijke orde. Daarmee nam de invloed van aandeelhouders en de rol van de AV in betekenis af.[42] Deze ontwikkelingen legden mijns inziens de basis voor het Nederlandse corporate governance-systeem zoals dat in de huidige tijd wordt toegepast op de beursvennootschap.

Zoals ik eerder beschreef kwam gedurende de jaren 1970 een einde aan de gunstige economische omstandigheden en daarmee aan het rooskleurige vennootschapsideaal. Het maatschappelijk debat werd in die periode steeds meer bepaald door bedrijfseconomische motieven. Waar de zeggenschapspositie van aandeelhouders in de jaren na de Tweede Wereldoorlog tot en met de jaren 1970 steeds verder was uitgehold, kwamen in de loop van de jaren 1980 initiatieven om Nederland internationaal concurrerend en aantrekkelijk te maken voor (buitenlandse) investeringen. Vanaf het einde van de jaren 1980 groeide de overtuiging dat het machtsevenwicht in de vennootschappelijke verhoudingen zoek was en dat de zeggenschapspositie van aandeelhouders moest worden versterkt.[43] In de rechtswetenschap werd deze overtuiging mede beïnvloed door opvattingen die ontleend waren aan de hiervoor al genoemde *law & economics*-beweging.[44] In de loop van de jaren 1980 en 1990 was er tevens sprake van een toename van kapitaalverschaffing door Amerikaanse en Britse institutionele investeerders,[45] die van effectenuitgevende ondernemingen eisten dat zij zich bedienden van een 'goede' corporate governance (lees: onafhankelijk toezicht en voldoende rechten voor aandeelhouders).[46] Deze kanteling in de algemene opvattingen over de verhoudingen binnen de vennootschap in de jaren 1990 vormen mede de achtergrond waartegen de opkomst van corporate governance als aandachtsgebied in het bedrijfsleven, de wetenschap en de maatschappij in Nederland kan worden gezien.

---

40. Dit werd gerealiseerd door invoering van de structuurwet, zie De Jongh 2014, nr. 164, die aangeeft dat er vóór invoering van de structuurwet nog niet zo'n duidelijke erkenning was geweest dat de groei van een onderneming invloed kan hebben op de vennootschappelijke verhoudingen.
41. Bij invoering van de structuurregeling in 1971 werd het richtsnoer van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming geïntroduceerd. Ik beschrijf dit uitgebreider in paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift.
42. De Jongh 2014, nr. 170.
43. Honée 1996, par. 21; De Jongh 2014, nr. 190; Overkleeft 2017, par. 3.6.1.
44. Overkleeft 2017, par. 4.1 en 4.6.2.
45. Zie ook paragraaf 2.5 van dit proefschrift.
46. Cheffins 2013, p. 20.

4.3 De ontwikkeling van corporate governance vanaf de jaren 1990

4.3.1 De Veertig Aanbevelingen van de commissie Peters

Vanaf eind jaren 1980 groeide er in Nederland discussie over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen en de noodzaak tot versterking daarvan. Deze discussie werd onder andere gevoerd tussen de Vereniging voor de Effectenhandel (hierna: VvdE) en de VEUO.[47] Zij waren in 1989 gezamenlijk tot de samenstelling van een Bijlage X bij het Fondsenreglement gekomen, dat (kort gezegd) de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies regelde. Ook in de jaren daarna gaven deze twee partijen vorm aan zelfregulering ten aanzien van vijandige overnames en beschermingsconstructies.[48] Over die onderwerpen sloten de VvdE en de VEUO op 8 mei 1995 een 'beginselakkoord'.[49] In dit akkoord uitten beide partijen gezamenlijk het voornemen om het initiatief te nemen tot het opstellen van een code met *best practice*-normen.[50] Hiertoe zou een commissie van experts worden ingesteld.[51] Uiteindelijk is op 9 april 1996 de eerste Nederlandse commissie corporate governance ingesteld door de voorzitter van de VvdE.[52] Deze commissie werd voorgezeten door Jaap Peters, voormalig voorzitter van de raad van bestuur van Aegon. De reden voor het instellen van de Commissie Peters (zoals deze commissie doorgaans wordt aangeduid) was de toenemende internationalisering van de Nederlandse economie en de vergrote internationale aandacht voor de rol, positie en invloed van de aandeelhouder.[53] De Commissie Peters heeft zich bij haar werkzaamheden gericht op de aspecten van corporate governance die het samenspel van en het evenwicht tussen toezicht, leiding en kapitaalverschaffers binnen de vennootschap bepalen.[54] Zij presenteerde op 25 juni 1997 haar eindrapport, getiteld 'Corporate Governance in Nederland; De Veertig

47. Calkoen, *TVVS* 1996/182 en De Jongh 2014, nr. 190.
48. Overkleeft 2017, par. 3.3.3 en 3.5.3. Zie uitgebreid over beschermingsconstructies: paragraaf 6.1 van dit proefschrift.
49. Peters, *De NV* 1996/12 en Overkleeft 2017, par. 3.5.3.
50. Bijlage bij *Kamerstukken II* 1994/95, 23 900 IXB, nr. 25, aanhangsel 324 bij *Kamerstukken II* 1995/96, 21 038, nr. 22 en *Kamerstukken II* 1996/9, 10 631, nr. 10, p. 4.
51. Calkoen, *TVVS* 1996/182 en Overkleeft 2017, par. 3.5.3.
52. Overkleeft 2017, par. 3.5.4. Peters zei later dat de commissie mede was ingesteld op initiatief van toenmalig minister van Financiën Gerrit Zalm, zie het interview door Charles Honée met o.a. Jaap Peters van de governancecommissie uit 1996 in 'Twintig jaar goed bestuur', 14 september 2017, *Management Scope*, managementscope.nl. Zie voor andere bronnen over de ontstaansgeschiedenis: de bijlage bij *Kamerstukken II* 1994/95, 23 900 IXB, nr. 25, aanhangsel 324 bij *Kamerstukken II* 1995/96, 21 038, nr. 22 en *Kamerstukken II* 1996/9, 10 631, nr. 10, p. 4.
53. Peters, *De NV* 1996/12 en Veertig Aanbevelingen, par. 1.1, p. 9. Zie ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2.
54. Aanbiedingsbrief bij de Veertig Aanbevelingen van 25 juni 1997.

Aanbevelingen' (hierna: de Veertig Aanbevelingen).[55] De Veertig Aanbevelingen waren primair bedoeld voor beursvennootschappen[56] en met name gericht op meer zeggenschap voor aandeelhouders en meer transparantie en verantwoording door het bestuur.[57] Daarnaast werd ingezet op een serieuzere rol voor de raad van commissarissen.[58] Voor zover relevant wordt de inhoud van de Veertig Aanbevelingen hieronder samengevat.

(a) Dertien aanbevelingen hielden verband met de taak, het profiel, de samenstelling, de benoeming en de honorering van de raad van commissarissen. Onder andere is hierbij van belang dat de commissarissen onafhankelijk dienden te opereren, dat niet meer dan één voormalig bestuurder zitting diende te hebben in de raad van commissarissen, en dat commissarissen die op voordracht waren benoemd zich niet moesten laten leiden door de belangen van degenen op wiens voordracht zij waren benoemd. Overige aanbevelingen in deze categorie zijn nog herkenbaar in de actuele corporate governance, zoals de profielschets, het aandelenbezit op de lange termijn en de honorering die niet afhankelijk mag zijn van de resultaten van de vennootschap.
(b) Zeven aanbevelingen waren gericht op de werkwijze van de raad van commissarissen. Onder andere werd hierbij voorgeschreven dat de raad van commissarissen een reglement diende op te stellen, dat hij dient te overwegen om een selectie- en benoemingscommissie, een auditcommissie en een bezoldigingscommissie in te stellen en dat bepaalde onderwerpen tenminste eenmaal per jaar besproken dienden te worden met het bestuur.
(c) Vijf aanbevelingen zagen op het bestuur. Deze hadden onder andere betrekking op de rapportage door het bestuur aan de raad van commissarissen, het effectenbezit van bestuurders en belangenverstrengeling.
(d) Acht aanbevelingen zagen op het functioneren van de AV en de rol van kapitaalverschaffers. Deze hielden onder andere verband met een inventarisatie door de ondernemingsleiding van de invloed van kapitaalverschaffers, een agenderingsrecht voor kapitaalverschaffers, een systeem van *proxy solicitation* en een voornemen om verkrijgers van ten minste 50% van het aandelenkapitaal een bod op de overige aandelen uit te laten brengen.
(e) De overige aanbevelingen bevatten onder andere bepalingen over de rapportage in het jaarverslag over de corporate governance en naleving van de Veertig Aanbevelingen en de monitoring door de Commissie Peters.

55. Op 28 oktober 1996 had de Commissie Peters een conceptrapport gepubliceerd.
56. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/33.
57. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2.
58. Voogsgeerd 2006, par. 5.2. Volgens Voogsgeerd had het faillissement van DAF in 1994 een katalyserende werking voor met name de nadruk op de rol van de raad van commissarissen in de Veertig Aanbevelingen.

In de Veertig Aanbevelingen staan verschillende aandachtspunten voor de verhouding tussen het bestuur en de aandeelhouders. Volgens de Veertig Aanbevelingen is het bestuur verantwoordelijk voor de effectuering van de ondernemingsdoelstellingen, de strategie en het beleid en de daaruit voortvloeiende resultatenontwikkeling.[59] Het bestuur dient aan de raad van commissarissen en in het jaarverslag te rapporteren over de ondernemingsdoelstellingen, de strategie, de daaraan verbonden risico's en de mechanismen tot beheersing van risico's van financiële aard.[60] De vennootschapsleiding dient zich ten overstaan van de kapitaalverschaffers te verantwoorden over het gevoerde beleid. Daarop zouden kapitaalverschaffers ook invloed moeten kunnen uitoefenen. De vennootschapsleiding zou namelijk bij het toekomstige beleid "ernstig rekening" moeten houden met de mening van kapitaalverschaffers zoals die tot uitdrukking gebracht wordt bij de verantwoording door de vennootschapsleiding.[61] Kapitaalverschaffers moeten invloed kunnen uitoefenen die in verhouding staat met hun kapitaalbelang ('*one share, one vote*'). Daarvan kan in sommige gevallen worden afgeweken om de continuïteit in de besluitvorming te waarborgen of om tijd te kopen bij vijandige overnames, maar dit mag er nooit toe leiden dat de kapitaalverschaffers geen serieuze invloed meer kunnen uitoefenen.[62] Algemeen onder de kapitaalverschaffers levende opvattingen over onderwerpen die hen aangaan, mogen door de ondernemingsleiding niet langdurig genegeerd worden.[63] In de Veertig Aanbevelingen worden zes onderwerpen genoemd die de kapitaalverschaffers in het bijzonder aangaan en waarop zij invloed moeten kunnen uitoefenen: (1) het strategisch beleid van de vennootschap, (2) majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming, (3) het dividendbeleid, (4), de omvang en samenstelling van het aandelenkapitaal, (5) statutenwijziging en (6) vaststelling van de jaarrekening.[64] Wel geven de Veertig Aanbevelingen aan dat "het accent" bij de eerste twee punten zou moeten liggen op informatieverstrekking en "de nadruk" bij de laatste vier punten zou moeten liggen op de uit te oefenen invloed.[65] De Veertig Aanbevelingen bevatten suggesties over de wijze waarop regelingen die de zeggenschap van aandeelhouders beperken kunnen worden afgebouwd of aandeelhoudersvriendelijker kunnen worden gemaakt, met name ten aanzien van certificering, prioriteitsaandelen, financierings- en beschermingspreferente aandelen en de structuurregeling.[66] De Veertig Aanbevelingen bevatten ook een agenderingsrecht voor aandeelhouders, dat destijds nog niet wettelijk was vastgelegd. Dit hield in dat verzoeken

59. Veertig Aanbevelingen, par. 4.1, p. 17.
60. Veertig Aanbevelingen, par. 4.2 en 4.3, p. 17.
61. Veertig Aanbevelingen, par. 5.1, p. 19.
62. Veertig aanbevelingen, par. 5.1 en 5.4.1, p. 19-20.
63. Veertig Aanbevelingen, par. 5.4.1, p. 20-21.
64. Veertig Aanbevelingen, par. 5.4.2 en 5.5, p. 21-22.
65. Veertig Aanbevelingen, par. 5.5, p. 22.
66. Veertig Aanbevelingen, par. 5.6, p. 22-26. Zie ook: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/33.

om onderwerpen op de agenda voor de AV te plaatsen, van aandeelhouders die alleen of tezamen met anderen een belang hielden van 1% of ter waarde van *f* 500.000, moesten worden gehonoreerd als deze tenminste dertig dagen voor de datum van de AV bij het bestuur of de voorzitter van de raad van commissarissen waren ingediend, tenzij zwaarwichtige belangen van de vennootschap zich daartegen verzetten.[67]

Het ligt voor de hand om de verklaring voor deze op aandeelhoudersbelangen georiënteerde uitgangspunten te zoeken in Angelsaksische invloeden. De Jongh merkt op dat het rapport van de Commissie Peters onmiskenbaar was beïnvloed door de *agency*-theorie.[68] Met name had de Commissie Peters zich laten inspireren door het Cadbury Report uit 1992,[69] de eerste corporate governance code in het Verenigd Koninkrijk, die een voorbeeld vormde voor veel codes over de hele wereld.[70] Ook in de literatuur van destijds werd veelvuldig gewezen op de internationale ontwikkelingen.[71] Daarnaast was ook het American Law Institute (ALI), een onafhankelijke organisatie die naar eigen zeggen door middel van onderzoek en publicaties beoogt het Amerikaanse recht te verhelderen en moderniseren, kort daarvoor met een rapport gekomen.[72]

> Het eerste product van het ALI was een voorlopige conceptregeling die in 1982 werd gepubliceerd. Hierop werd afwijzend gereageerd, mogelijk vanwege het feit dat marktpartijen niet open stonden voor regulering van het speelveld van corporate governance, omdat de vrees bestond dat de regelgeving de aansprakelijkheid van leden van de board of directors zou uitbreiden. Ook had de regeling een te verplicht en star karakter.[73] De definitieve versie van de *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (hierna: de ALI Principles) die in 1992 door het ALI werden goedgekeurd en in 1994 gepubliceerd vertoonde uiteindelijk grote gelijkenissen met het bestaande Amerikaanse recht en was dan ook weinig controversieel.[74]

---

67. Veertig Aanbevelingen, par. 5.7, p. 26.
68. De Jongh 2014, nr. 192.
69. Overkleeft 2017, par. 3.5.4. Zie voor een analyse van de Veertig Aanbevelingen met verschillende vergelijkingen met het Cadbury Report en andere buitenlandse ontwikkelingen: Calkoen, *TVVS* 1996/182.
70. Cheffins 2013, p. 19.
71. Zie bijvoorbeeld Calkoen, *TVVS* 1996/182 en Ruding, *TVVS* 1997/154. De laatste geeft aan: "De teneur van de aanbevelingen van de Commissie gaat in dezelfde richting als in de Angelsaksische landen."
72. M.A Eisenberg, 'An Overview of the Principles of Corporate Governance', *The Business Lawyer*, Vol. 48, augustus 1993, p. 1271 en Cheffins 2013, p. 6.
73. Cheffins 2013, p. 7-8.
74. Cheffins 2013, p. 10.

In 1999 werd ook door de *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) een rapport gepubliceerd getiteld '*Principles of Corporate Governance*' (hierna: de OECD Principles).[75] Wat blijkt uit het voorwoord van de OECD Principles, maar ook uit Angelsaksische literatuur van rond de millenniumwisseling, is dat er in die tijd in bepaalde hoeken een overtuiging bestond dat er een steeds grotere mate van convergentie aan het ontstaan was tussen de corporate governance-stelsels in verschillende landen.[76] Die convergentie werd tot op zekere hoogte ook in Nederland opgemerkt en noodzakelijk geacht.[77] Niettemin werd hier vrij breed de mening gedeeld dat er in de Angelsaksische wereld een systeem gehanteerd werd dat primair op aandeelhoudersbelangen gericht was en dat in het Nederlands systeem in grotere mate rekening moest worden gehouden met de belangen van de vennootschap en alle relevante stakeholders.[78] Het lijkt erop dat men in Nederland wel voorstander was van enige vorm van versterking van de zeggenschapspositie van kapitaalverschaffers, maar niet van een stelsel waarin door de vennootschapsleiding louter gestreefd moest worden naar het behartigen van aandeelhoudersbelangen, hetgeen in de Cadbury Code, de ALI Principles en de OECD Principles wel het uitgangspunt was.[79] De toenemende aandacht voor de positie van de aandeelhouder werd in Nederland vooral gestimuleerd door de internationalisatie van de kapitaalmarkten, de emancipatie van de aandeelhouders en het toegenomen institutionele aandelenbezit, en niet zozeer door de wens om te komen tot een wereldwijd eenduidig governancestelsel.[80]

Op 8 december 1997 is een Monitoring Commissie Corporate Governance (hierna: de Monitoring Commissie) ingesteld, wederom onder voorzitterschap van Peters, welke commissie op 3 december 1998 het rapport 'Monitoring Corporate Governance in Nederland' presenteerde.[81] Hieruit bleek dat, hoewel de Veertig Aanbevelingen wel degelijk leidden tot discussie over de daarin behandelde onderwerpen, zij niet algemeen werden nageleefd en met name

75. Zie hierover: Winter, *Ondernemingsrecht* 1999. De OECD Principles zijn in 2004 herzien.
76. OECD Principles, p. 9-10. Zie ook Hansmann & Kraakman 2000. Zie over dit laatste artikel ook Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2001.
77. Zie bijvoorbeeld: Ruding, *TVVS* 1997/154 en Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2001.
78. Zie bijvoorbeeld: *Kamerstukken II* 1998/1999, 25 732, nr. 8, p. 3-4 en *Kamerstukken II* 1999/2000, 25 732, nr. 9, p. 4. Zie ook Ruding, *TVVS* 1997/154, in verband met de Veertig Aanbevelingen: "Derhalve hebben de lessen die men uit ontwikkelingen en ervaringen in VS en VK kan trekken, slechts beperkte waarde in de Nederlandse verhoudingen en voor de beoordeling van het rapport van de Commissie."
79. Dit neemt niet weg dat sommige beursvennootschappen op individuele basis besloten om zich meer naar het aandeelhoudersbelang te richten, zie Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2001.
80. *Kamerstukken II* 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 6.
81. Van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 1999, par. 1.

weinig direct waarneembare invloed hadden op de positie van kapitaalverschaffers.[82]

4.3.2 De Code Tabaksblat

Aan het begin van de 21e eeuw kwam er een einde aan koersstijgingen en kwamen er in de Verenigde Staten en Europa verschillende boekhoudschandalen en andere onregelmatigheden aan het licht.[83] Enkele van deze voorvallen speelden zich af in de Verenigde Staten (zoals Enron, Worldcom, Tyco en Adelphia), dat destijds gezien werd als de bakermat en het lichtend voorbeeld van goede corporate governance. Tegen de achtergrond van deze omstandigheden werd in de Verenigde Staten in 2002 de Sarbanes-Oxley wetgeving ingevoerd, waarin onder andere werd opgenomen dat audit committees volledig uit onafhankelijke directors moeten bestaan en dat executive directors van beursvennootschappen over de financiële verslagen moeten verklaren dat deze niet misleidend zijn.[84] Op Europees niveau werd in 2003 door de Europese Commissie een actieplan gepresenteerd met suggesties voor wetgevingsinitiatieven. Dit plan had als doelstellingen om aandeelhoudersrechten te versterken, stakeholders beter te beschermen en de efficiëntie en het concurrentievermogen van het bedrijfsleven te verhogen.[85] De hoop van de Commissie was dat het actieplan

82. Van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 1999, par. 1; Overkleeft 2017, par. 3.5.4; Voogsgeerd 2006, par. 5.1.
83. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 1-3 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2. De boekhoudschandalen en fraudegevallen waren van de hierna te beschrijven ontwikkelingen niet zozeer een oorzaak of aanleiding, maar vooral een "katalysator", zoals de term luidt die gebruikt wordt door Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2003, par. 1. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 3.4, geeft aan dat de schandalen de ontwikkeling naar een meer aandeelhoudersgeoriënteerd model hebben "beïnvloed en versterkt". De kabinetsreactie op de Code Tabaksblat vermeldde: "In Nederland kwam de discussie over corporate governance in een stroomversnelling door de gebeurtenissen bij Ahold." Zie *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 5. Ook de afboeking van te rooskleurig ingeschatte oliereserves door Shell in 2004, met meerdere onderzoeken door toezichthouders en ontslagen van topbestuurders als gevolg, droeg waarschijnlijk bij aan de acceptatie van de Corporate Governance Code, zie Van Bekkum e.a. 2010, par. 1.
84. §301(3) en §302 Sarbanes-Oxley Act. Zie ook: Pargendler 2016, p. 24.
85. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Brussel, 21 mei 2003, COM (2003) 284 (hierna: het EU Actieplan 2003). Het EU Actieplan 2003 verscheen onder andere naar aanleiding van het rapport *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* van de High Level Group of Company Law Experts, benoemd door Eurocommissaris Frits Bolkestein en voorgezeten door Jaap Winter. In overeenstemming met het advies van de High Level Group of Company Law Experts concludeerde de Europese Commissie dat er geen noodzaak bestond om toe te werken naar een Europese corporate governance code. Het EU Actieplan 2003 richtte zich in plaats daarvan voor wat corporate governance betreft met name op (1) de verbetering van informatieverstrekking over corporate governance door beursvennootschappen, (2) het versterken van aandeelhoudersrechten, (3) het moderniseren van het bestuur en

"…will contribute to rebuilding European investor confidence in the wake of a wave of recent corporate governance scandals."[86] Ook in Nederland bevorderden deze schandalen de spoedige implementatie van verschillende wetswijzigingen,[87] alsmede een groeiende overtuiging dat evaluatie en herziening van de bestaande corporate governance-regels geboden was.[88]

Op 10 maart 2003 werd een nieuwe commissie corporate governance ingesteld onder leiding van Morris Tabaksblat, oud-CEO van Unilever (hierna: de Commissie Tabaksblat). De Commissie Tabaksblat presenteerde op 9 december 2003 de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code Tabaksblat) die gold als vervanging van de Veertig Aanbevelingen.[89] Deze Corporate Governance Code trad in werking op 1 januari 2004. Hoewel deze code inhoudelijk sterke overeenkomsten vertoonde met de Veertig Aanbevelingen, werd met name het op de Engelse leest geschoeide 'pas toe of leg uit'-principe ('*comply or explain*') als een grote verbetering gezien.[90] Ook inhoudelijk waren verschillende aanbevelingen in de Code Tabaksblat geënt op de Britse governance code en de Amerikaanse Sarbanes-Oxley wetgeving.[91] Het doel was echter niet om vergaande wijzigingen aan te brengen in de Nederlandse vennootschappelijke verhoudingen.[92] Hieronder geef ik een korte samenvatting van de relevante bepalingen van de Code Tabaksblat.

(a) Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor de corporate governance-structuur. Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, inclusief de realisatie van de doelstellingen, strategie en beleid en de resultatenontwikkeling. Het bestuur en de raad van commissarissen richten zich naar het belang van de vennootschap en wegen de belangen van de betrokkenen daarbij af. De raad van commissarissen stelt de bezoldiging van bestuurders vast binnen het door de AV vastgestelde bezoldigingsbeleid.

---

(4) het coördineren van initiatieven van lidstaten op het gebied van corporate governance. Het EU Actieplan 2003 vormde weer de basis voor de eerste Europese Aandeelhoudersrichtlijn uit 2007, zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 1.

86. EU Actieplan 2003, p. 3.
87. Zie paragraaf 2.5 van dit proefschrift.
88. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2.
89. Code Tabaksblat, p. 3.
90. De Jong & Roëll 2005, par. 8.1.2. Uit de Code Tabaksblat blijkt dat gemotiveerde niet-naleving pas gelijkstaat aan naleving indien de AV de corporate governance-structuur en het corporate governance-beleid expliciet heeft goedgekeurd en zij ook akkoord is gegaan met de afwijking van een of meer bepalingen ("uitleggen is naleven na goedkeuring door de algemene vergadering"), zie p. 5 en 46 van de Code Tabaksblat. Het 'pas toe of leg uit'-principe werd ook aanbevolen door de High Level Group of Company Law Experts en in het EU Actieplan 2003.
91. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 2.2-2.3.
92. Voogsgeerd 2006, par. 5.2.

(b) De raad van commissarissen houdt toezicht op en geeft advies aan het bestuur. Indien de raad van commissarissen uit meer dan vier leden bestaat, stelt hij uit zijn midden een auditcommissie, een remuneratiecommissie en een selectie- en benoemingscommissie in. De AV stelt de bezoldiging van commissarissen vast.
(c) Aandeelhouders moeten in staat worden gesteld om volwaardig deel te nemen aan de AV. De AV dient zodanige invloed uit te kunnen oefenen op het beleid van het bestuur en raad van commissarissen dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances*. Bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn onderworpen aan de goedkeuring van de AV. Certificering wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel.
(d) Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun beleggers en dienen op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder in beursvennootschappen.

De naleving (of gemotiveerde niet-naleving) volgens het 'pas toe of leg uit'-principe werd als wettelijke verplichting verankerd in artikel 2:391 lid 5 BW.[93] Beursvennootschappen dienden hierover vanaf 1 januari 2005 mededeling te doen in hun jaarverslag. Vanaf 2005 is jaarlijks toegezien op naleving van de Code Tabaksblat door een Monitoring Commissie die was ingesteld op 6 december 2004 onder leiding van Jean Frijns, oud-directeur van pensioenfonds ABP (hierna: de Commissie Frijns).[94]

Net als eerder de Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters, richtte de Code Tabaksblat zich met name op een versterking van de rol van de aandeelhouders, meer verantwoording en transparantie door het bestuur en een verzwaring van de rol van de raad van commissarissen. Het uitgangspunt van de Code Tabaksblat is:

> "…dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen.

93. Wet van 9 juli 2004 (*Stb*. 2004, 370) tot wijziging van boek 2 BW in verband met aanpassing van de structuurregeling en Besluit van 23 december 2004 (*Stb*. 2004, 747) tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag.
94. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2 en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/34.

> Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn."[95]

Hierbij vallen twee zaken op. Ten eerste is dat de nadruk op de vennootschap als verzamelpunt van verschillende belangen die moeten worden afgewogen. Ten tweede is dat de nadruk op het creëren van *aandeelhouders*waarde op de lange termijn. De term "aandeelhouderswaarde op de lange termijn" is een invulling van het belang van de vennootschap waarnaar het bestuur en de raad van commissarissen zich hebben te richten. Uit deze twee punten spreekt de invloed van de resultanteleer, waarbij belangen van stakeholders in voorkomende gevallen (op korte termijn) kunnen prevaleren.[96] Het realiseren van aandeelhouderswaarde op lange termijn stond hierbij, volgens de Code Tabaksblat, voorop.

De Code Tabaksblat werd opgevat als een versterking en uitbreiding van aandeelhoudersrechten[97] en een beperking van bestuursautonomie.[98] Ook de rol van commissarissen werd uitgebreid en verzwaard, onder andere door verplichte instelling van de hierboven genoemde commissies indien de raad van commissarissen meer dan vier leden omvat.[99] De versterking van de positie van de raad van commissarissen en de AV was er op gericht om een te grote machtsconcentratie bij het bestuur te vermijden.[100] In de literatuur werd erop gewezen dat de Code Tabaksblat de corporate governance bewoog in de richting van een *shareholder oriented model*, hetgeen paste in de bredere ontwikkeling van de praktijk in die periode.[101] Zoals Raaijmakers schreef over de achtergrond van de totstandkoming van de Code Tabaksblat:

> "Het vennootschappelijk belang en de daarin besloten opdracht tot het streven naar een gezonde continuïteit ten behoeve van alle direct betrokken belanghebbenden in een lange termijn strategie maakte geleidelijk plaats voor het streven naar maximalisering van aandeelhouderswaarde met als gevolg een heroriëntatie op korte termijn en 'kwartaal'-strategie. Het model van de NV met een zeer sterk gespreid aandelenbezit, d.w.z. zonder een of

95. Code Tabaksblat, p. 3.
96. Zie paragraaf 5.1.2 van dit proefschrift. De zinsnede waarin verwezen wordt naar de continuïteit van de onderneming lijkt dan weer te getuigen van invloeden van de autonome of holistische leer, zie daarover dezelfde paragraaf. Vergelijk ook *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/127.
97. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 13 en Frentrop 2013, p. 179. Dit was kennelijk ook beoogd door commissievoorzitter Tabaksblat, zie Overkleeft 2017, par. 5.5.1.
98. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 2.3.
99. Zie ook: Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2003, par. 4.2.5.
100. Code Tabaksblat, p. 38.
101. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 4.3.

> meer grote en meer betrokken aandeelhouders of beleggers, staat, net als bij de totstandkoming van het 'structuurmodel' in de jaren '60 en '70 van de vorige eeuw, centraal. Het wordt nu echter in een ander perspectief geplaatst, t.w. dat van het Amerikaanse 'Berle & Means'-model: bestuurders en commissarissen zijn slechts 'agents' van beleggers en moeten met wantrouwen worden bejegend daar zij per definitie bloot staan aan een 'moral hazard'. Zij moeten 'scherp worden gehouden': het oog van de meester maakt het paard vet."[102]

Het kabinet heeft in maart 2004 schriftelijk en instemmend gereageerd op de publicatie van de Code Tabaksblat.[103] Hierin ging het uitgebreid in op de nationale en internationale achtergronden, waaronder het "tanende vertrouwen" van beleggers en publiek in de integriteit van bestuur en financiële markten. De voornaamste conclusie was dat bij beursvennootschappen de *checks and balances* niet altijd op orde waren geweest.[104] Specifiek voor de boekhoudaffaires gold volgens het kabinet dat deze terug te voeren zijn op belangenconflicten binnen beursvennootschappen en binnen professionele marktorganisaties en een gebrekkige verantwoording en afrekening.[105] De kabinetsreactie getuigt van een sterke invloed van economische theorieën uit de rechtseconomische en vooral de *agency*-hoek, nu het opmerkt dat bestuurders "in principe ondernemen met andermans geld" waarbij *moral hazards* op de loer liggen, zich uitspreekt voor *alignment of interests* door middel van aandelenbezit van bestuurders, en een goede werking van de *market for corporate control*, welke laatste twee verschijnselen volgens het kabinet behoren tot de "klassieke disciplineringsmechanismen" die niet adequaat hebben gewerkt.[106] In de reactie worden de op dat moment voorziene wettelijke maatregelen opgesomd die het vertrouwen in het bestuur van beursvennootschappen en van financiële markten moeten gaan herstellen: maar liefst 14 in totaal.[107]

4.3.3 De Code Frijns

De Commissie Frijns bracht na 2005 ieder jaar een rapport uit waarin verslag werd gedaan over de monitoring van de Code Tabaksblat. Op 4 juni 2008 publiceerde de Commissie Frijns een rapport over de evaluatie en actualisering van de Corporate Governance Code. In het laatstgenoemde rapport deed de Commissie Frijns voorstellen voor aanpassing van de code. Op 10 december 2008 werd de nieuwe Corporate Governance Code van de Commissie Frijns (hierna: de Code Frijns) vastgesteld en gepubliceerd ter vervanging van de

102. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 3.1.
103. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1
104. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 2.
105. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 11.
106. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 11.
107. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 3-4 en p. 26-27

Code Tabaksblat. De Code Frijns was van toepassing op boekjaren die begonnen op of na 1 januari 2009.[108] Op de naleving van de Code Frijns werd toezicht gehouden door een nieuwe Monitoring Commissie. Het kabinet is op 25 mei 2009 met een reactie gekomen op de definitieve versie van de Code Frijns.[109] Hierin onderschreef het de aanpassingen die gemaakt zijn ten opzichte van de Code Tabaksblat.

Naar eigen zeggen legt de Commissie Frijns in de aangepaste Corporate Governance Code sterker de nadruk op beïnvloeding van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders om gewenst gedrag te stimuleren.[110] Kijkend naar de principes, lijkt de Code Frijns niet veel grote wijzigingen te bevatten ten opzichte van de Code Tabaksblat. In de *best practice*-bepalingen zijn echter wel enige wijzigingen te ontwaren. Concreet zien de voornaamste wijzigingen op de bezoldiging van bestuurders (inclusief de rol van de raad van commissarissen bij de vaststelling daarvan) en invoering van een responstijd bij agenderingsverzoeken.[111] Ook wordt van het bestuur verwacht dat het nadrukkelijker aandacht besteedt aan risicobeheersing en dat het de raad van commissarissen tijdig en nauw betrekt in het geval van een overnameproces.

De meest ingrijpende wijziging en de meest relevante voor de thematiek van dit proefschrift is de introductie van de responstijd. Een en ander werd geregeld in *best practice*-bepaling IV.4.4. De bepaling schrijft voor dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts mag uitoefenen nadat hij in overleg is getreden met het bestuur en dat, wanneer de voorgenomen uitoefening van het agenderingsrecht kan leiden tot wijziging van de strategie van de beursvennootschap, het bestuur een redelijke termijn mag inroepen om op het voornemen te reageren. Hetzelfde geldt wanneer het geen voornemen tot agendering betreft, maar tot het doen van een verzoek dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een AV (convocatie).[112] De hiervoor genoemde redelijke termijn wordt aangeduid met de term 'responstijd' en bedraagt niet langer dan 180 dagen, gerekend vanaf het moment waarop het bestuur op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de AV waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld.[113] De responstijd is bedoeld voor nader beraad en constructief overleg met de desbetreffende aandeelhouders en een verkenning van de alternatieven.[114]

108. Code Frijns, p. 5-9.
109. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29.
110. Code Frijns, p. 48.
111. Zie ook: Nowak, *Ondernemingsrecht* 2008/125, par. 1 en Nowak, *Ondernemingsrecht* 2009/9.
112. Zie over het convocatierecht: paragraaf 6.2.2 van dit proefschrift.
113. *Best practice*-bepaling II.1.9 van de Code Frijns.
114. Over de responstijd schrijf ik uitgebreid in paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.

Uit de introductie van de responstijd blijkt duidelijk dat het bestuur van de beursvennootschap in Nederland weer enigszins in bescherming werd genomen na jaren van versterking van de positie van aandeelhouders. Dit hangt ongetwijfeld samen met de wijze waarop activistische aandeelhouders in 2007 bij Stork en ABN AMRO (deels succesvol) hadden getracht strategiewijzigingen af te dwingen.[115] De financiële crisis, die wereldwijd om zich heen sloeg na de val van Lehman Brothers in september 2008, droeg verder bij aan het sentiment in de Nederlandse media, maatschappij en politiek dat de beweging om aandeelhoudersrechten te versterken te ver was doorgeslagen.[116] In de Verenigde Staten leidde de financiële crisis tot invoering van de Dodd-Frank Act (ook wel: *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) in 2010, die met name zag op de regulering van financiële instellingen en het stabiliseren van het financiële stelsel. De Dodd-Frank Act bevatte ook voorschriften die raken aan corporate governance, zoals de introductie van '*say on pay*', waarbij aandeelhouders periodiek een niet-bindende stem kunnen uitbrengen over de beloning van executive directors.[117] De Europese Commissie publiceerde in 2012 een nieuw actieplan (hierna: het EU Actieplan 2012). Het EU Actieplan 2012 kende met name drie doelstellingen: (1) meer transparantie door vennootschappen en aandeelhouders, (2) grotere betrokkenheid (zowel in de vorm van rechten als verplichtingen) van aandeelhouders bij corporate governance en (3) het ondersteunen van de groei en concurrentiekracht van vennootschappen.[118]

4.3.4 De huidige Corporate Governance Code

Minister van Economische Zaken Henk Kamp heeft op 11 december 2013 een nieuwe monitoring commissie ingesteld onder het voorzitterschap van Jaap van Manen (hierna: de Commissie Van Manen). Deze commissie werd voor een periode van vier jaar benoemd en kreeg tot taak om de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursvennootschappen en institutionele beleggers te monitoren.[119] De Commissie Van Manen presenteerde uiteindelijk op 8 december 2016 een definitieve versie van de nieuwe Corporate Governance Code (hierna: de Code Van Manen).[120]

De meest in het oog springende wijziging in de Code Van Manen ten opzichte van de Code Frijns is de nadruk op langetermijnwaardecreatie als "startpunt van

115. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*) en HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Zie in dezelfde zin over ABN AMRO: Overkleeft 2017, par. 6.4.1.
116. Van Bekkum e.a. 2010, p. par. 1.
117. Pargendler 2016, p. 28.
118. EU Actieplan 2012, p. 4-5.
119. Website Monitoring Commissie Corporate Governance Code, mccg.nl.
120. Op 11 februari 2016 had de Commissie Van Manen een consultatieversie gepubliceerd.

corporate governance".[121] Het doel van deze wijziging is geweest om beursvennootschappen te motiveren hun bedrijfsmodel niet teveel in te richten op het behalen van kortetermijnwinsten.[122] Het begrip 'waarde' ziet kennelijk niet enkel op winst of andere financiële waarde, maar ziet ook op de belangen van stakeholders en meer algemene belangen zoals de verbetering van mensenrechten en het verminderen van schadelijke invloeden op het milieu.[123] Het vormt dus een breuk met het uitgangspunt van aandeelhouderswaarde op de lange termijn uit de Code Tabaksblat en de Code Frijns.[124] Het gaat niet meer om langetermijnwaardecreatie voor aandeelhouders, maar, kortweg, om langetermijnwaardecreatie. De gecreëerde waarde dient ten goede te komen aan de vennootschap, haar onderneming en allen die daarbij betrokken zijn. Wel gaf de Commissie Van Manen aan dat er ook gevallen denkbaar zijn dat een vennootschap zich richt op de korte termijn, zoals bij faillissement of in overnamesituaties.[125] Minister Kamp geeft in de kabinetsreactie op de Code Van Manen aan dat een actie die op korte termijn profijtelijk is, maar toch niet te verenigen is met het langetermijnbelang van de onderneming, mogelijk achterwege dient te blijven.[126] Het uitgangspunt van langetermijnwaardecreatie kan worden gezien als een uitwerking van het in de artikelen 2:129 en 2:140 BW neergelegde beginsel dat het bestuur en de raad van commissarissen zich dienen te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.[127] Ik kom op dit beginsel uitgebreid terug in paragraaf 5.1 van dit proefschrift.

Aan de rol van aandeelhouders en de relatie tussen beursvennootschap en AV is weinig aandacht besteed in de herziening door de Commissie van Manen. De positie van aandeelhouders en AV is daardoor inhoudelijk niet betekenisvol gewijzigd ten opzichte van de Code Frijns. De reden hiervoor is dat de

121. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 2.
122. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 2.
123. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 2.
124. Overigens zei Van Manen later in een interview: "De wijziging was vanuit het idee dat je op de lange termijn een onderneming moet neerzetten die het goed doet voor aandeelhouders, met respect voor de andere belanghebbenden." Zie het interview door Charles Honée met o.a. Van Manen: '*Twintig jaar goed bestuur*', 14 september 2017, *Management Scope*, managementscope.nl. Die uitleg van Van Manen lijkt het belang van aandeelhouderswaarde weer voorop te plaatsen. Gezien de uitgebreide toelichting van de Commissie Van Manen over dit begrip, lijkt me dat in de uitspraak van Van Manen niet een andere bedoeling moet worden gelezen.
125. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 2. Zie ook: Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, *JOR* 2020/85, m.nt. P.H.M. Broere (*ZED+*), r.o. 3.12-3.13.
126. *Kamerstukken II* 2016/17, 31 083, nr. 52, p.5.
127. *Kamerstukken II* 2016/17, 31 083, nr. 52, p.5.

Commissie Van Manen de nationale en Europese ontwikkelingen op dit gebied wilde afwachten.[128] De Commissie van Manen meent dat de nadruk op realisatie van langetermijnwaardecreatie vraagt om "geduldig kapitaal" en dat een voortdurende en constructieve dialoog tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders daarvoor onmisbaar is.[129] Een punt dat wel nadrukkelijk aan de orde komt is het vereiste dat bestuurders en commissarissen een cultuur dienen te creëren die het gewenste gedrag en integer handelen stimuleert. Volgens het voorstel tot herziening is cultuur een van de drijvende krachten voor een effectieve werking van de corporate governance van de vennootschap.[130] In aanvulling daarop besteedt de Code Van Manen aandacht aan een adequaat systeem voor de beheersing van risico's en aan de invulling van de interne auditfunctie. In zijn reactie op de Code Van Manen van 24 maart 2017 onderschreef het kabinet de Code Van Manen en in het bijzonder de nadruk op langetermijnwaardecreatie en de rol van cultuur binnen de onderneming.[131] In de literatuur is wel opgemerkt dat de Code Van Manen een ongekende keuze betreft voor een open, maatschappelijk-ethische benadering van de taak van leidinggevende organen in een onderneming.[132] Uit de bestuursverslagen van beursvennootschappen over het boekjaar 2017, het eerste jaar waarin verantwoording moest worden afgelegd over de nieuwe Corporate Governance Code, blijkt dat de toepassings- en nalevingsverhoudingen van de nieuwe bepalingen over het algemeen hoog zijn.[133]

4.4 De status en het toepassingsbereik van de Corporate Governance Code

Het huidige Nederlandse corporate governance-stelsel kent zowel publieke als private elementen. Hiermee wordt bedoeld dat er een rol is voor de overheid, in de zin van wetgeving, en een rol voor private partijen in het produceren van een werkbaar en aanvaardbaar geheel van regels dat de Corporate Governance Code vormt.[134] De Corporate Governance Code kent een wettelijke basis, maar is strikt genomen een vorm van zelfregulering die niet kan worden aangemerkt als "rechtsbron" in de zin van een "bron van rechtsregels".[135]

128. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 5.
129. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 5.
130. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Voorstel voor herziening*, 11 februari 2016, p. 37.
131. *Kamerstukken II* 2016/17, 31 083, nr. 52, p.1.
132. Van Schilfgaarde 2016, par. 3.50.
133. Abma, *Ondernemingsrecht* 2018/111.
134. Zie ook *Kamerstukken II* 2016/17, 31 083, nr. 52, p.2.
135. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/39.

De regels op zichzelf zijn niet bindend om de enkele reden dat zij in de Corporate Governance Code staan, maar de losse principes en *best practice*-bepalingen kunnen wel een weergave vormen van geldend recht en zijn dan als zodanig bindend. Een rechter kan ook putten uit de Corporate Governance Code bij het formuleren van nieuwe rechtsregels, zoals bij het invullen van open normen. Beursvennootschappen zijn daarnaast verplicht in hun jaarverslag op te nemen of zij de Corporate Governance Code volgen en zo niet, op welke punten en om welke redenen niet ('pas toe of leg uit'). Deze verplichting is wettelijk verankerd in artikel 2:391 lid 5 BW, dat een basis biedt om bij algemene maatregel van bestuur nadere voorschriften te stellen omtrent de inhoud van het bestuursverslag. Deze voorschriften kunnen in het bijzonder betrekking hebben op naleving van een in de algemene maatregel van bestuur aan te wijzen gedragscode en op de inhoud, de openbaarmaking en het accountantsonderzoek van een verklaring inzake corporate governance en een niet-financiële verklaring, tezamen met het Besluit inhoud bestuursverslag.[136] Een afwijking van de Corporate Governance Code moet voldoende gemotiveerd worden. Aangenomen wordt dat een afwijking onvoldoende gemotiveerd is wanneer sprake is van een uitleg die, onder de gegeven omstandigheden, geen redelijk denkend bestuurder zou geven.[137]

Een NV is in beginsel gebonden aan haar mededeling in het jaarverslag of overige serieuze publieke uitlatingen over de toepassing van de Corporate Governance Code.[138] Dit betekent dat de verklaring over de toepassing van de Corporate Governance Code in het jaarverslag van een beursvennootschap niet vrijblijvend is. Het is in beginsel een concrete toezegging jegens de bij de NV betrokkenen die mede inhoud geeft aan algemene normen zoals neergelegd in artikelen 2:8 en 2:9 BW en waarop die betrokkenen zich kunnen beroepen.[139] Meer in het algemeen wordt wel aangenomen dat indien een vennootschap de gerechtvaardigde verwachting heeft gewekt dat zij de Corporate Governance Code zal toepassen, zij daar in beginsel ook aan gehouden kan worden.[140] Sinds 2007 houdt de AFM toezicht op de naleving van financiële verslaggevingsvoorschriften, inclusief de verklaring over naleving van de Corporate Governance Code.[141] Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor de naleving van de Corporate Governance Code.[142] Aandeelhouders kunnen

136. Zie hierover ook: Raaijmakers & Buma, *TvOB* 2019-2, par. 1.2.
137. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2 en Winter 2003, p. 337.
138. Nota van toelichting, p. 8, bij het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (*Stb*. 2004, 747). Zie ook: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4 en Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 8.2.
139. *Stb*. 2004, 747, p. 8 en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/37.
140. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.3.
141. Artikel 2 Wet toezicht financiële verslaggeving.
142. *Kamerstukken II* 2017/18, 31 038, nr. 55, p. 2 en *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/37.

"zo nodig" in dialoog treden met het bestuur en de raad van commissarissen over de naleving van de Corporate Governance Code.[143]

Er valt een uitgebreide discussie te voeren over welke bepalingen van de Corporate Governance Code nu wel en welke niet vallen onder hét Nederlandse corporate governance-stelsel in de zin van breed gedragen opvattingen over goede corporate governance die aangemerkt kunnen worden als (geschreven of ongeschreven) rechtsregels. Bij de wettelijke verankering van de Code Tabaksblat gaf de wetgever aan dat een code niet is bedoeld om rechtsvragen te beantwoorden of rechtsregels te ontwerpen, maar om een leidraad te bieden.[144] Met Assink meen ik dat regels uit de Corporate Governance Code niet in alle gevallen kwalificeren als 'geldend recht', maar dat de regels die volgen uit de Corporate Governance Code wel (1) kunnen overlappen met gecodificeerde normen, (2) op enig moment de neerslag kunnen vormen van de in Nederland heersende rechtsovertuiging of (3) door kunnen werken in de toepassing van gecodificeerde open normen.[145] Zowel de Code Tabaksblat, de Code Frijns als de Code Van Manen geeft aan dat de principes kunnen worden opgevat als breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance en de *best practice*-bepalingen gelden als invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance.[146] Zowel van de principes als van de *best practice*-bepalingen kan slechts kan worden afgeweken voor zover de Corporate Governance Code niet overeenkomt met geldend (dwingend) recht.[147] De vraag kan gesteld worden of de Corporate Governance Code een weergave is van (reeds voor invoering) breed gedragen opvattingen, of dat de opvattingen (na invoering) breed gedragen worden omdat ze in de Corporate Governance Code zijn opgenomen. Ik denk dat laatste, aangezien bij het voorstellen van een nieuwe Corporate Governance Code regelmatig regels worden geïntroduceerd die allerminst als breed gedragen opvattingen kunnen worden gekenmerkt.[148]

De Hoge Raad heeft de Corporate Governance Code omschreven als een uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging, welke mede inhoud geeft aan de eisen van redelijkheid en billijkheid naar welke, volgens artikel 2:8 BW, degenen die krachtens de wet of statuten bij de vennootschap zijn

143. *Kamerstukken II* 2016/17, 31 083, nr. 52, p.2.
144. *Stb*. 2004, 747, p. 4.
145. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §2.3.
146. Code Tabaksblat, p. 4; Code Frijns, p. 5; Code Van Manen, p. 7. Zie in dezelfde zin: *Kamerstukken II* 2017/18, 31 083, nr. 55, p. 2.
147. Vgl. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/37.
148. Zie in dezelfde zin over de Code Tabaksblat: Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2003, par. 2.3. Een voorbeeld van een dergelijke regel is de responstijd, die vóór de introductie daarvan in de Corporate Governance Code nog geen breed gedragen opvatting was, maar die zich na introductie daarvan ontwikkelde tot een breed gedragen (zij het bekritiseerde) opvatting. Zie over de responstijd paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.

betrokken zich jegens elkaar moeten gedragen, en aan de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling waartoe elke bestuurder ingevolge artikel 2:9 BW gehouden is.[149] Met de kwalificatie van de Corporate Governance Code als uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging sluit de Hoge Raad ogenschijnlijk aan bij artikel 3:12 BW, dat bepaalt dat bij de vaststelling van wat redelijkheid en billijkheid eisen onder andere rekening gehouden moet worden met de in Nederland levende rechtsovertuigingen.[150] In de *Versatel II*-beschikking heeft de Ondernemingskamer – gesanctioneerd door de Hoge Raad – gedragingen getoetst aan de Code Tabaksblat en op grond daarvan geoordeeld dat sprake was van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid van de vennootschap.[151] Maeijer constateerde in zijn annotatie bij de *Versatel*-beschikkingen terecht dat de Code Tabaksblat wat rechtskracht betreft in beide beslissingen op één lijn werd gesteld met wet en statuten.[152] Dat lijkt mij in zijn algemeenheid te vergaand. Steeds moet, meen ik, gekeken worden naar de omstandigheden van het geval om vast te stellen of een specifieke regel uit de Corporate Governance Code inderdaad een dergelijke rechtskracht bezit. Niet alle regels in de Corporate Governance Code, en zelfs niet alle principes die daarin zijn opgenomen, kwalificeren wat mij betreft als geldend recht, en zelfs niet altijd als "breed gedragen opvattingen over goede corporate governance" of "een uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging".

> Een voorbeeld van een regel uit de Corporate Governance Code die niet overeenkomt met geldend recht, opvattingen over goede corporate governance of de heersende rechtsovertuiging, is principe 4.4, dat bepaalt dat certificering van aandelen niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel. Artikel 2:118a lid BW bepaalt kort gezegd dat certificering van aandelen wél gebruikt mag worden als beschermingsconstructie. In de praktijk is certificering van aandelen weliswaar niet een veel gehanteerde beschermingsconstructie, maar – mede door de wettelijke grondslag – naar mijn stellige indruk ook niet controversieel (bezien vanuit de juridische toelaatbaarheid).

Overigens komt het niet alleen voor dat bepalingen uit de Corporate Governance Code rechtskracht krijgen doordat zij uiting geven aan de eisen van redelijkheid en billijkheid, maar ook doordat zij direct worden opgenomen in wettelijke bepalingen.[153]

---

149. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.4; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.2.
150. Vgl. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/39.
151. Hof Amsterdam (OK) 14 december 2005, *JOR* 2006/7, m.nt. F.J.P. van den Ingh, r.o. 3.6 en HR 14 september 2007, *NJ* 2007/611, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/238 (*Versatel II*), r.o. 4.4.3.
152. Par. 3 van de annotatie van Maeijer bij HR 14 september 2007, *NJ* 2007, 612 (*Versatel II*).
153. Zie hierover ook: Raaijmakers & Buma, *TvOB* 2019-2, par. 1.2.

In het verleden is aangenomen dat het feit dat een besluit genomen is op basis van een ten onrechte niet of onjuist nagevolgde bepaling van de Corporate Governance Code, niet de rechtsgeldigheid van dit besluit aantast, tenzij die codebepaling een regel van geldend (dwingend) recht bevat.[154] Voor zover de ten onrechte niet of onjuist nagevolgde bepaling van de Corporate Governance Code niet tevens een wettelijke of statutaire bepaling is, lijkt mij dit nog altijd juist, met dien verstande dat een besluit wel vernietigbaar is op grond van artikel 2:15 lid 1 sub b BW indien het besluit strijdig is met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.[155] Zoals hierboven vermeld heeft Hoge Raad in zijn *ABN AMRO*- en *ASMI*-beschikkingen aangenomen dat codebepalingen een uiting vormen van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging, welke mede inhoud geeft aan onder andere de eisen van redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Een besluit dat strijdig is met een bepaling van de Corporate Governance Code hoeft mijns inziens niet altijd strijdig te zijn met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 2:8 BW worden geëist. De Corporate Governance Code staat niet gelijk aan de redelijkheid en billijkheid, maar *geeft uiting* aan een rechtsovertuiging die *mede inhoud geeft* aan de redelijkheid en billijkheid. Tussen de vereisten uit de Corporate Governance Code en de vereisten die voortvloeien uit de redelijkheid en billijkheid lijkt volgens de Hoge Raad kennelijk nog wel wat licht te zitten.

De Corporate Governance Code is van toepassing op: (1) alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem, en (2) alle grote vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (meer dan € 500 miljoen balanswaarde) waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem. Voor de toepassing van de Code worden met houders van aandelen gelijkgesteld de houders van certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. De Code is niet van toepassing op een beleggingsinstelling of instelling voor collectieve belegging in effecten die geen beheerder is in de zin van artikel 1:1 Wft.[156] De Corporate Governance Code geldt ook voor beursvennootschappen wier aandelen genoteerd zijn aan een buitenlandse beurs, maar niet voor buitenlandse vennootschappen, ook niet wanneer hun aandelen genoteerd zijn aan een Nederlandse beurs.[157]

Voor zover gezegd kan worden dat de Corporate Governance Code algemeen aanvaarde inzichten omtrent corporate governance bevat, kan deze ook invloed

154. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2004/124.
155. Op grond van artikel 2:15 lid 1 sub b BW.
156. Preambule van de Corporate Governance Code, p. 7.
157. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/36.

hebben op niet-beursvennootschappen.[158] Ik stel mij daarbij voor dat deze algemeen aanvaarde inzichten mede de open normen in het ondernemingsrecht, waaronder de redelijkheid en billijkheid, inkleuren die ook gelden voor niet-beursgenoteerde NV's.

Ook institutionele beleggers met zetel in Nederland en een belegd vermogen waartoe (certificaten van) aandelen van beursvennootschappen behoren dienen mededeling te doen over de naleving van de onderdelen van de Corporate Governance Code die zijn gericht tot de institutionele belegger.[159] Deze onderdelen zien op de verplichtingen voor institutionele beleggers om (a) jaarlijks op hun website een beleid te publiceren ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen, (b) jaarlijks op hun website of in hun bestuursverslag verslag te doen van de wijze waarop zij dat stembeleid in het desbetreffende boekjaar hebben uitgevoerd, en (c) ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit te brengen over of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op AV's van beursvennootschappen.[160] Voor zover de institutionele belegger de op hem van toepassing zijnde onderdelen van de Corporate Governance Code in het laatst afgesloten boekjaar niet of niet geheel heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daarop volgende boekjaar geheel na te leven, doet hij daarvan gemotiveerd opgave. Deze mededeling en opgave dienen te worden gedaan in het bestuursverslag van de institutionele belegger, op zijn website of aan het adres van iedere deelnemer of cliënt die daarmee vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd.[161]

Met invoering van de Wet implementatie EU richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid zijn verplichtingen voor institutionele beleggers opgenomen in deel 5 Wft.[162] Deze verplichtingen reflecteren deels de Corporate Governance Code en zijn deels verstrekkender. Institutionele beleggers moeten op hun website een 'betrokkenheidsbeleid' publiceren, dat niet alleen het stembeleid omvat, maar tevens de wijze waarop de institutionele belegger toeziet op specifiek genoemde relevante aangelegenheden van beursvennootschappen en de wijze waarop de institutionele belegger dialoog voert met beursvennootschappen, samenwerkt met andere aandeelhouders, communiceert met relevante belanghebbenden van beursvennootschappen en belangenconflicten

158. In *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/36 wordt gesproken over de "uitstraling" die de Corporate Governance Code heeft op niet-beursvennootschappen.
159. Artikel 5:86 lid 1 Wft.
160. *Best practice*-bepaling 4.5.3 van de Corporate Governance Code.
161. Artikel 5:86 lid 2 Wft.
162. Artikelen 5:87a-d Wft. Zie ook de Wet van 6 november 2019 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132) (*Stb*. 2019, 436).

worden beheerst.[163] Over de uitvoering van dit beleid moeten institutionele beleggers ten minste eenmaal per boekjaar op de website verslag uitbrengen.[164]

4.5 Achtergronden van de onderhavige governanceproblematiek

4.5.1 Traditionele theorieën gericht op maximalisatie van aandeelhouderswaarde

> "[…] this mechanism for taking over control of badly run corporations is one of the most important 'get-rich-quick' opportunities in our economy today."[165]

De traditionele internationale economische en juridische literatuur verbindt goede corporate governance over het algemeen met het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.[166] De *agency*-theorie is in deze literatuur de belangrijkste economische theorie voor het inrichten en beschouwen van corporate governance.[167] Deze theorie is erop gericht tegenstrijdige belangen die (potentieel) aandeelhouderswaarde beperken te identificeren en mitigeren. De genoemde tegenstrijdige belangen worden aangeduid als *agency*- of *principal-agent*-problemen, die zoveel mogelijk moeten worden beperkt om de *agency*-kosten zo laag mogelijk te houden.[168] De theorie werd van een wiskundig-economische basis voorzien door Jensen en Meckling in hun artikel 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure' uit 1976.[169]

---

163. Artikel 5:87c lid 1-2 Wft in *Kamerstukken I* 2018/19, 35 058, A, p. 8.
164. Idem.
165. Manne 1965, p. 113.
166. Mehrotra & Morck 2017, p. 637 en Blair & Stout 1999. Zie ook: Bower & Paine 2017, p. 51.
167. Hermalin 2017, par. 1. Andere relevante theorieën voor het bestaan en inrichten van ondernemingen zijn de *property rights*-theorie en de *team production*-theorie, zie o.a. Blair & Stout 1999, par. I. Ik ga hier niet verder op in aangezien deze theorieën een minder belangrijke rol spelen dan de *agency*-theorie en in Nederland geen grote invloed hebben gehad.
168. Kraakman e.a. 2017, par. 2.1. *Agency*-kosten worden gedefinieerd als (1) de kosten voor het beheersen van en houden van toezicht op de agent door de principaal, (2) kosten die gemaakt worden door agenten om zich te verantwoorden en (3) waardeverlies dat alsnog optreedt omdat de agent niet in het belang van de principaal handelt (Jensen & Meckling 1976, par. 1.4). Jensen en Meckling worden ook wel als grondleggers van de *agency*-theorie gezien, zie Overkleeft 2017, par. 4.4.3.
169. Jensen & Meckling 1976. Volgens Martin 2011, p. 11, "the single most frequently cited article in business academia". De analyse van het ondernemingsrecht zoals behandeld door Jensen en Meckling was gestoeld op de *law & economics*-stroming die een nieuwe, economische benadering van de onderneming voorstond. Het belangrijkste gezicht van deze stroming was de Brits-Amerikaanse econoom Robert H. Coase (1910-2013). Zie ook Roncaglia 2017, par. 17.5. Coase legde de basis voor deze rechtseconomische stroming in zijn artikel *The Problem of Social Costs* uit 1960. De discipline werd later ook toegepast op het ondernemingsrecht (vgl. Manne 1965). De economische analyse van het ondernemingsrecht

Agency-problemen doen zich voor bij vennootschappen waar een scheiding tussen aandeelhouderschap en bestuur bestaat.[170] De term '*separation of ownership and control*' wordt wel gebruikt als uitleg voor het ontstaan van deze spanningen. In die visie zijn ondernemingen ontstaan als organisaties die dienden als instrument van ondernemers die zowel aandeelhouder als bestuurder waren, waardoor de investeringsbelangen van de aandeelhouder op één lijn lagen met de langetermijnvisie van het bestuur. Naarmate de omvang en complexiteit van ondernemingen toenam, werden er meer professionele bestuurders benoemd, waardoor de personen die de vennootschap bestuurden niet langer dezelfde waren als degenen die de aandelen in die vennootschap hielden. Hierdoor ontstond het gevaar dat bestuurders hun eigen belangen gingen nastreven in plaats van de belangen van kapitaalverschaffers.[171]

In vennootschappen worden in de relevante theorie over het algemeen drie *agency*-problemen onderscheiden.[172] Het eerste probleem is het tegenstrijdig belang tussen de aandeelhouder (als principaal) en de bestuurder (als agent). De uitdaging is, vanuit traditioneel economisch oogpunt, ervoor te zorgen dat de bestuurders handelen in het belang van de aandeelhouders in plaats van in hun eigen belang. Een tweede probleem is het tegenstrijdig belang tussen een meerderheidsaandeelhouder (als agent) en minderheidsaandeelhouders (als principalen), waarbij de uitdaging erin bestaat te vermijden dat de belangen van minderheidsaandeelhouders worden geschaad doordat de (controlerende) grootaandeelhouder enkel of vooral de eigen belangen dient. Een derde *agency*-probleem bestaat tussen het bestuur van de vennootschap (als agent, in het traditionele beeld handelend in het belang van de aandeelhouders) en stakeholders (als principalen), waarbij de stakeholders moeten worden beschermd tegen het bestuur van de vennootschap en haar aandeelhouders.[173] Daarnaast bestaan er ook nog zogenaamde externaliteiten, dat wil zeggen onbedoelde positieve of negatieve gevolgen van het handelen van de vennootschap waar derden of de maatschappij mee worden begunstigd of opgezadeld.[174] Het kan dan onder andere gaan om schade die veroorzaakt wordt door milieuvervuiling door de vennootschap. Deze externaliteiten worden niet beïnvloed door de hiervoor genoemde drie probleemverhoudingen, maar kunnen wel worden

werd later toegepast en gepopulariseerd door Easterbrook en Fischel in hun standaardwerk *The Economic Structure of Corporate Law* uit 1991. Zie uitgebreid over de totstandkoming van het vakgebied *law & economics* en de invloed hiervan op het Nederlandse ondernemingsrecht: Overkleeft 2017, hoofdstuk 4. Zie over Coase ook: Singer 2019, p. 52 e.v.

170. Berle & Means 1932; Jensen & Meckling 1976, par. 1.4. Strikt genomen is er geen *agency*-probleem tussen bestuur en aandeelhouder indien er geen sprake is van scheiding van aandeelhouderschap en bestuur, zie Shleifer & Vishny 1996, p. 4 en 7. Zie over de scheiding van aandeelhouderschap en bestuur: paragraaf 4.5.2 van dit proefschrift.
171. Zie ook: Rosenblum 2017.
172. Kraakman e.a. 2017, par. 2.1 en Wolf 2013, par. 5.2.
173. Idem.
174. Zie over deze "externe kosten" ook de Jongh 2013, nr. 206.

'geïnternaliseerd', bijvoorbeeld door vennootschappen die milieuschade veroorzaken aanvullende belastingen te laten betalen.[175] In het kader van dit proefschrift zijn met name het eerste en het derde *agency*-probleem potentieel relevant. In grote lijnen kunnen er in twee richtingen oplossingen gezocht worden voor de gesignaleerde *agency*-problemen. Ten eerste kan dat door het invoeren van regulering (bijvoorbeeld door het invoeren van verboden, maar ook door *disclosure*-verplichtingen van beursvennootschappen) en ten tweede door het faciliteren van verschuivingen in corporate governance-verhoudingen (bijvoorbeeld door het voorzien in benoemings-, ontslag- of goedkeuringsrechten).[176] Traditioneel wordt in de Verenigde Staten meer gebruik gemaakt van regulering en in de Europese Unie meer van corporate governance mechanismen, al lijkt dit de laatste jaren meer naar elkaar toe te bewegen.[177] Uiteraard wordt de effectiviteit van deze oplossingsmethoden bepaald door de afdwingbaarheid hiervan door publieke of private partijen.[178]

Ook de kapitaalmarkt zelf kan volgens sommigen een inefficiënt bestuur van de beursvennootschap (dat dus gepaard zou gaan met hoge *agency*-kosten) herstellen. Zo veronderstelde Manne een sterke positieve correlatie tussen de efficiëntie van het ondernemingsbestuur en de beurskoers van de aandelen van de beursvennootschap.[179] De beurskoers is in die gedachte een graadmeter voor de efficiënte bedrijfsvoering door het bestuur. Een efficiënte bedrijfsvoering met lage *agency*-kosten zorgt voor een hoge beurskoers en daarmee een kleinere kans op een (vijandige) overname. Omgekeerd zorgt een inefficiënte bedrijfsvoering door het bestuur voor hoge *agency*-kosten, waardoor de aandelen onaantrekkelijk worden en de aandelenkoers daalt. De onderneming wordt dan vanzelf een overnameprooi. Wanneer die overname zich inderdaad voordoet, wat een kwestie van tijd is in een theoretische en volstrekt efficiënte markt, dan kan het bestuur worden vervangen door een efficiënter bestuur, of kan de onderneming geïntegreerd worden in de onderneming van de koper, waardoor de waarde die het voormalige (inefficiënte) bestuur niet kon realiseren kan worden verwezenlijkt. Zie hier de werking van de *market for corporate control* als control- en sturingsmechanisme binnen de *agency*-theorie.[180] Deze markt werkt tevens ter bescherming van minderheidsaandeelhouders die zelf geen middelen

175. Kraakman e.a. 2017, par. 2.1.
176. Kraakman e.a. 2017, par. 2.2. Deze beschrijving van oplossingsrichtingen plaatst corporate governance in het bredere kader van de faciliterende en de regulerende functie van het ondernemingsrecht. Zie over dit laatste: Assink, *Ondernemingsrecht* 2010/50. Tot de regulerende functie behoort ook de problematiek van *incentives*, bijvoorbeeld door middel van remuneratiestructuren. Zie daarover bijvoorbeeld: '*The problem that links business, finance and politics*', *The Economist*, 13 februari 2017.
177. Kraakman e.a. 2017, par. 2.6.
178. Kraakman e.a. 2017, par. 2.4.
179. Manne 1965, p. 112.
180. Manne 1965, p. 112-113. Zie ook: Overkleeft 2017, par. 4.4.2.

hebben om het ondernemingsbestuur te disciplineren, omdat het bestuur over het algemeen een overname zal willen voorkomen en dus zo efficiënt mogelijk zal opereren.[181] Een voorwaarde van een goede werking van de *market for corporate control* is dat de beurskoers een zo goed mogelijke benadering vormt van de waarde van het aandeel en dat alle relevante informatie over dat aandeel in die beurskoers is verdisconteerd (de '*efficient market hypothesis*').[182] De aandeelhouderswaardebenadering, die in deze theorieën zijn basis vindt, gaat er dus vanuit dat de waarde van aandelen op goed geïnformeerde basis tot stand komt.[183]

Diezelfde benadering neemt ook aan dat aandeelhouders (als '*residual claimants*') pas in aanmerking komen voor winsten en andere (liquidatie) uitkeringen nadat andere stakeholders zijn voldaan.[184] Dit wil zeggen dat de vennootschap alle contractuele stakeholders (zoals werknemers, klanten, leveranciers en crediteuren) moet hebben betaald voordat aan de aandeelhouders dividend kan worden uitgekeerd. Dit betekent logischerwijs dat het maximaliseren van aandeelhouderswaarde leidt tot een maximalisatie van de kans dat ook de andere stakeholders kunnen worden betaald. Simpel gezegd wordt het deel van de omzet dat aan contractuele stakeholders wordt betaald boekhoudkundig gekwalificeerd als *kosten* en het deel van de omzet dat overblijft voor aandeelhouders gekwalificeerd als *winst*.[185] Die winst kan worden uitgekeerd, er kunnen aandelen van worden ingekocht door de vennootschap of deze kan worden geïnvesteerd in nieuwe projecten of activa die de toekomstige winstgevendheid van de vennootschap kunnen vergroten.[186] De aandeelhouders lopen in deze visie als *residual claimant* echter ook het meeste risico. De uiteindelijke winst is afhankelijk van de omzet en kosten van de vennootschap en het bestuur kan in veel gevallen bepalen dat er geen winst wordt uitgekeerd aan aandeelhouders.[187] Ook staan aandeelhouders achteraan in de rij wanneer betalingen worden gedaan uit een failliete boedel. Waar in de literatuur dan ook wel op gewezen wordt is dat het aandeelhouderswaardemodel (mede) een sociaal-maatschappelijk doel heeft: het maximaliseren van sociale welvaart, waarbij

181. Zie ook paragraaf 6.1 van dit proefschrift over de werking van deze markt en de argumenten daartegen in het kader van (vijandige) overnamebiedingen en bescherming.
182. Fama 1980. Zie hierover Stout 2012, p. 63 en Overkleeft 2017, par. 4.3.2.
183. Mehrotra & Morck 2017, par. 2.
184. Martin 2011, p. 56 en Mehrotra & Morck 2017, par. 2.
185. Mehrotra & Morck 2017, par. 2.2.
186. Mehrotra & Morck 2017, par. 2.2.
187. Stout 2012, p. 41; Eisenberg & Cox 2014, p. 214; Mehrotra & Morck 2017, par. 2.3. Datzelfde geldt voor veel beursvennootschappen, waarbij veelal statutair wordt bepaald dat het bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen bevoegd is te besluiten tot reservering van een deel of het geheel van de winst, voordat de AV kan besluiten tot uitkering van het resterende deel van de winst in de vorm van dividend.

het model ervoor zorgt dat de contractuele stakeholders in ieder geval hun aandeel krijgen, ook omdat aandeelhouders het bestuur disciplineren wanneer er onderaan de streep te weinig winst overblijft.[188] In andere woorden:

> "[…] focusing principally on the maximization of shareholder returns is, in general, the best means by which corporate law can serve the broader goal of advancing overall social welfare."[189]

Het aandeelhouderswaardemodel zorgt in deze benadering voor een efficiënte verdeling van waarde en lage *agency*-kosten. Er blijft op deze manier weinig 'aan de strijkstok hangen' en alle stakeholders (inclusief aandeelhouders) hebben daar profijt van.[190] Het is volgens Jensen dan ook onjuist om een debat te voeren over of de belangen van aandeelhouders of die van stakeholders meer van belang zijn; het debat moet gaan over welk gedrag moet worden gestimuleerd om de grootste sociale welvaart te produceren met de beperkte middelen die voorhanden zijn.[191]

4.5.2 Bezwaren tegen de aandeelhouderswaardebenadering en alternatieve perspectieven

Hoewel de historisch dominante economische theorieën uitgaan van systemen die gericht zijn op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde worden hier, met name in recentere jaren, verschillende argumenten tegen aangevoerd. Die argumenten komen er in de kern op neer dat het aandeelhoudersmodel steunt op vereenvoudigingen van de werkelijkheid.[192] In werkelijkheid worden namelijk niet alle stakeholders betaald voordat de overgebleven winst aan de aandeelhouders kan worden uitgekeerd, want niet alle stakeholders hebben contractuele aanspraken.[193] Zelfs voor zover zij die wel hebben, leidt maximalisatie van aandeelhouderswaarde ertoe dat men zich inspant om de kosten van de vennootschap zo laag mogelijk te maken, dat wil zeggen: zo min mogelijk waarde naar stakeholders te laten 'lekken' (bijvoorbeeld in de vorm van loonkosten) zodat er zoveel mogelijk uitgekeerd kan worden aan de aandeelhouders. Een focus op aandeelhouderswaarde werkt daarmee economische ongelijkheid in de hand.[194] Het aandeelhouderswaardemodel wordt dan ook

188. Mehrotra & Morck 2017, par. 2.3 en Kraakman e.a. 2017, par. 1.5.
189. Kraakman e.a. 2017, par. 1.5. Jensen 2002 geeft zelfs aan dat de plicht van een bestuurder om te streven naar marktwaarde van de vennootschap en daarmee sociale welvaart te vergroten het zakelijk equivalent is van de eed van Hippocrates. De stakeholdertheorie werkt (zo meent Jensen) waardevernietigend voor de totale welvaart.
190. Mehrotra & Morck 2017, par. 2.3.
191. Jensen 2002.
192. Mehrotra & Morck 2017, par. 1
193. Zie paragraaf 5.3.1 van dit proefschrift.
194. Zie bijvoorbeeld Palladino & Karlsson 2018.

wel verweten dat het geen waarde *creëert*, maar slechts waarde *verplaatst*: geld dat besteed zou moeten worden aan investeringen in onderzoek en ontwikkeling, nieuwe projecten of andere zaken die bijdragen aan toekomstig rendement, wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders.[195] Door het gedrag van vennootschappen kan ook schade ontstaan bij stakeholders die niet wordt vergoed via hun contractuele aanspraken (voor zover zij daarover beschikken).[196] Daarnaast kunnen er bredere politieke overwegingen zijn die meer van belang worden geacht dan de efficiëntie van individuele vennootschappen.[197] Verder kan worden gezegd dat de beurskoers door veel factoren wordt beïnvloed en in ieder geval geen accurate afspiegeling hoeft te vormen van de reële waarde van de onderneming (laat staan van goede corporate governance).[198]

> Dit wordt geïllustreerd door het feit dat de beurskoers nooit negatief kan zijn. Zelfs bij verlieslatende ondernemingen die in of op de rand van faillissement opereren zal de beurskoers altijd minimaal € 0,01 zijn en zal de totale beurswaarde van de vennootschap (zijnde het aantal uitstaande aandelen maal de beurskoers) op de beurs positief zijn, terwijl de waarde gebaseerd op verwachte kasstromen heel goed negatief kan zijn en de passiva groter kunnen zijn dan de activa. Een voorbeeld hiervan is Royal Imtech N.V., dat failliet werd verklaard op 13 augustus 2015. De beurshandel in het aandeel was op diezelfde dag (kort voor de faillietverklaring) door de AFM opgeschort. Toen de handel in het aandeel op 14 augustus 2015 werd hervat, dook de koers omlaag, maar werden er wel 35 miljoen aandelen verhandeld. Een maand later (op 17 september 2015) werden er nog slechts 950.000 aandelen verhandeld en was de slotkoers € 0,06. Dat er überhaupt nog steeds gehandeld wordt in een aandeel dat vrijwel alle marktwaarde heeft verloren, heeft te maken met het feit dat hoe lager de beurskoers is, hoe groter de relatieve fluctuaties in het aandeel zijn en hoe eenvoudiger dus een relatief rendement kan worden gehaald. Als de koers van een aandeel dat op de beurs € 0,05 waard is 1 cent stijgt, dan is sprake van een relatief rendement van 20%, een koersontwikkeling die bij een 'normale' beursvennootschap uitzonderlijk zou zijn.[199]

195. Bower & Paine 2017, p. 56. Zij geven aan dat een groot deel van *hedge fund*-activisme gericht is op het vergroten van schulden en het verlagen van investeringen, met name in onderzoek en ontwikkeling.
196. Vgl. Mayer 2018, p. 37.
197. Mehrotra & Morck 2017, par. 1.
198. Mehrotra & Morck 2017, par. 4.
199. Deze gang van zaken is gereconstrueerd op basis van publieke bronnen. Zie hierover bijvoorbeeld 'Handel in aandelen van failliete Imtech droogt op', *Het Financieele Dagblad,* 18 september 2015.

Andere aspecten, zoals speculatie en menselijke driften, lijken ook een rol te spelen bij de totstandkoming van de beurskoers.[200] In die zin lijkt de beurskoers eerder een graadmeter voor de *verwachtingen* van beleggers dan een afspiegeling van de werkelijke waarde van de onderneming. Het aandeelhouderswaardemodel is wat dat betreft dus meer gericht op het optimaliseren van verwachtingen van aandeelhouders dan van een efficiënte waardeverdeling.[201] De aandelenmarkt lijkt daarmee in de praktijk juist *inefficiënt*.[202] De vraag kan gesteld worden of het vanuit juridisch perspectief wel terecht is de relatie tussen de aandeelhouder(s) en het bestuur van de NV als principaal-agent-relatie te kwalificeren. In Nederland is het bestuur in beginsel niet verplicht de instructies van aandeelhouders op te volgen; dat mag het bestuur ook niet blindelings doen. Ook binnen de organisatie van de NV als instituut wordt het bestuur als autonoom beschouwd. Ieder orgaan heeft een eigen positie, rol en taak en zij verhouden zich tot elkaar als gewichten in de machtsbalans die de governancestructuur van de beursvennootschap vormt. In die benadering kan niet gesproken worden van principalen of agenten. Datzelfde geldt overigens voor Amerikaanse beursvennootschappen.[203] In Nederland handelt het bestuur bovendien *namens en voor rekening van* de NV ten behoeve van het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. De 'principaal' van het bestuur is daarmee in mijn optiek niet de aandeelhouder, maar de NV en haar onderneming.

> Daarmee wil ik zeggen dat een bestuurder zich in een fiduciaire verhouding bevindt tot de NV in die zin dat hij wordt aangenomen om in het belang van die NV en haar onderneming te handelen. Het is niet zo dat die NV het handelen van de bestuurder controleert; het tegenovergestelde is het geval. In die zin is het bestuur geen agent van de NV. Aldus ook de Delaware Supreme Court over de positie van de board of directors in Delaware: "Directors, in the ordinary course of their service as directors, do not act as agents of the corporation, however. See Restatement (Second) of Agency, § 14C (1958) *540 ("Neither the board of directors nor an individual director of a business is, as such, an agent of the corporation or its members.") An agent acts under the control of the principal. The board of directors of a corporation is charged with the ultimate responsibility to manage or direct

200. Zie bijvoorbeeld John Maynard Keynes in *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), boek IV, hoofdstuk 12, par. VII: "Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities."
201. Over dit verschijnsel: Martin 2011 en Mehrotra & Morck 2017, par. 5.
202. Mehrotra & Morck 2017, par. 5.
203. Blair & Stout 1999, par. I.1.

> the management of the business and affairs of the corporation. 8 Del.C. § 141(a). A board of directors, in fulfilling its fiduciary duty, controls the corporation, not vice versa."[204]

Als compromis tussen het aandeelhouderswaardemodel en de stakeholdertheorie heeft in de jaren 2000 een tijd lang de theorie van de '*enlightened shareholder value*' enige rol van betekenis gespeeld.[205] De theorie is in 2002 voor het eerst opgebracht door Jensen[206] en vond in Nederland met name rond de laatste financiële crisis (vanaf 2008) weerklank. De theorie valt te kenschetsen als de stakeholdervriendelijke variant op een systeem dat primair gericht is op aandeelhouderswaardemaximalisatie. In dit systeem, dat overigens is gecodificeerd in het Verenigd Koninkrijk, dienen bestuurders zich te richten op het bestendige succes van de onderneming ten gunste van de aandeelhouders, waarbij rekening gehouden wordt met de langetermijngevolgen en stakeholderbelangen.[207] Zoals Timmerman in 2009 aangaf:

> "In die benadering dient het bestuur het succes van de vennootschap te bevorderen. Hierbij staat het aandeelhoudersbelang voorop. Op het aandeelhoudersbelang is lastig greep te krijgen. Het gaat – denk ik – vaak om het aandeelhoudersbelang op de lange termijn. […] In de 'enlightened shareholder value'-benadering geldt een verplichting met andere belangen dan die van aandeelhouders rekening te houden, maar die andere belangen hebben juist minder zelfstandige betekenis dan het aandeelhoudersbelang. […] De verdienste van de 'enlightened shareholder value'-benadering is dat zij belangenpluralisme en een zekere vooropstelling van het aandeelhoudersbelang combineert. Daarbij heeft die benadering het voordeel dat zij meer sturend is, maar ook niet te strikt op het aandeelhoudersbelang gericht is. De enlightened-leer geeft immers de mogelijkheid zich onder omstandigheden van het aandeelhoudersbelang te distantiëren."[208]

Het door Timmerman geformuleerde uitgangspunt van deze theorie, dat voorschrijft dat het bestuur het succes van de vennootschap dient te bevorderen, vertoont overeenkomsten met de later door de Hoge Raad geformuleerde norm in

---

204. Delaware Supreme Court, *Arnold v. Society for Sav. Bancorp, Inc.*, 678 A.2d 533 (Del. 1996).
205. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2, nr. 12.
206. Jensen 2002. Jensen duidt zijn theorie aan als de '*enlightened value maximization'* of de '*enlightened stakeholder theory*', om te benadrukken dat de theorie een combinatie vormt van waardemaximalisatie en de stakeholdertheorie.
207. Section 172 Companies Act 2006. Kroeze, *Ondernemingsrecht* 2019/50 beschrijft dat in die benadering de verplichting geldt "met andere belangen dan die van aandeelhouders rekening te houden, maar die belangen hebben minder zelfstandige betekenis dan het aandeelhoudersbelang."
208. Ook: Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2, nr. 12-13.

de *Cancun*-beschikkingen. Voor het overige heeft de '*enlightened shareholder value*'-theorie uiteindelijk weinig weerklank gevonden.[209] De reden hiervoor is dat deze theorie wordt gezien als een variant op het primaat van het aandeelhoudersbelang, waarvan in de jaren volgend op de hier gesignaleerde discussie (in ieder geval in Nederland) steeds meer afstand is gedaan.[210]

Met name na de financiële crisis vinden stakeholdertheorieën steeds meer weerklank bij ondernemingen, wetenschappers en wetgevers.[211] Relevant in dit kader is de '*New Paradigm*',[212] een stroming die omstreeks 2015 in de Verenigde Staten is opgekomen. Het uitgangspunt van deze zienswijze is dat er een aantal historische ontwikkelingen hebben plaatsgevonden die geleid hebben tot kortetermijndenken en daardoor een nadelig effect hebben gehad op het bestendige succes en langetermijnwaardecreatie van ondernemingen. De eerste ontwikkeling die gesignaleerd wordt is de scheiding tussen aandeelhouderschap en bestuur (*separation of ownership and control*) die ik in de vorige paragraaf heb beschreven. Er vond daarna een tweede ontwikkeling plaats die wel wordt aangeduid als de scheiding van aandeelhouderschap en aandeelhouderschap (*separation of ownership and ownership*).[213] Met dat laatste wordt bedoeld dat zelfs toen de aandeelhouders niet langer dezelfde personen waren als de bestuurders, de aandelen nog steeds in grote mate gehouden werden door individuen of welgestelde families, die hun beleggingen ook zagen als langetermijninvesteringen.[214] In de laatste decennia hebben institutionele investeerders echter het grootste deel van de aandelen in beursvennootschappen in

209. Zie bijvoorbeeld: Verdam, *Ondernemingsrecht* 2013/18, par. 1 en Kroeze, *Ondernemingsrecht* 2019/50.
210. De Kluiver, *Ondernemingsrecht* 2009/4, par. 19-20; Verdam, *Ondernemingsrecht* 2013/18, par. 8. Kroeze, *Ondernemingsrecht* 2019/50, par. 3.4.
211. Mehrotra & Morck 2017, par. 6; Kraakman e.a. 2017, par. 1.5. Stakeholdertheorieën waren echter ook aanwezig in de hoogtijjaren van de aandeelhouderswaardetheorie, zie bijvoorbeeld Blair & Stout 1999 die in dit kader spreken van de 'communitaristische' of 'progressieve' school.
212. Deze aanduiding spreekt mij niet aan vanwege het gebrek aan normatieve inhoud; de naam geeft immers enkel aan dat het een nieuw stelsel betreft, maar niet wat onder dat stelsel moet worden verstaan. De term is overigens ook niet nieuw. Lynne L. Dallas schreef in 1995 al een bijdrage getiteld '*Working toward a new paradigm*' voor het boek *Progressive Corporate Law*. Hierin was zij kritisch over het aandeelhouderswaardemodel en beargumenteerde waarom een variant van het stakeholdermodel een betere benadering voor de onderneming zou zijn. Zie L.L. Dallas, 'Working toward a new paradigm', in: L.E. Mitchell (red.), *Progressive Corporate Law*, Boulder, Colorado (Verenigde Staten): Westview Press 1995, p. 35-65. Zie over die bijdrage en andere bijdragen in datzelfde boek ook: Bartman, *Ondernemingsrecht* 2003. Daarnaast gebruikt ook Stout 2012, p. 57, de term "*new paradigm*" al voorafgaand aan het ontstaan van de hier bedoelde stroming.
213. Strine 2017, p. 1873 en Rosenblum 2017. Zie over deze ontwikkeling ook: Franks & Mayer 2017, par. 2
214. Rosenblum 2017 en Strine 2017, p. 1871.

handen gekregen. De beleggingsbeslissingen over en de zeggenschapsrechten verbonden aan die aandelen zijn in handen van *investment managers*, voor wie een zo groot mogelijk financieel rendement op de beleggingen prioriteit heeft.[215] Er verschijnt zo een nieuw principaal-agent-probleem, namelijk de tegenstelling tussen de kortetermijnbelangen van de investment managers die de aandelen beheren in dienst van institutionele investeerders en de langetermijnbelangen van de individuen die de uiteindelijk begunstigden zijn van de beleggingen van institutionele investeerders.[216] Het geld dat institutionele investeerders beleggen komt uiteindelijk ten goede aan individuen die ook sparen voor hun pensioenen. Die individuen hebben daarmee een langetermijnhorizon ten aanzien van de belegging van de institutionele investeerder, maar zij hebben ook andere langetermijnbelangen, bijvoorbeeld omdat zij werknemer zijn bij een onderneming waarin institutionele investeerders investeren. Het kortetermijnbelang van investment managers wordt bepaald doordat zij worden beoordeeld op, en beloond naar, het financiële rendement op de beleggingen die zij namens de institutionele investeerder doen en beheren. Dit speelveld creëert ideale jachtvelden voor activistische partijen, omdat voorstellen die (op de korte termijn) gunstig zijn voor aandeelhouders snel in vruchtbare aarde zullen vallen.[217]

De meest vocale activistische beleggers zijn tegenwoordig misschien wel de *hedge funds*.[218] Dit zijn fondsen die geld ophalen bij particulieren of financiele instellingen en daarmee gericht investeren in vennootschappen waarbij zij veelal bepaalde veranderingen beogen te bereiken, al dan niet in de context van een strategische transactie.[219] De voorstellen van activistische aandeelhouders zijn over het algemeen relatief eenvoudig en in veel gevallen gelijkluidend, zoals het verhogen van het dividend of het inkopen van aandelen (eventueel door het aantrekken van additionele schuld) of het verkopen van bedrijfsonderdelen of van de gehele onderneming.[220] Dit zijn allemaal voorbeelden van *financial engineering* tactieken die bijdragen aan waardecreatie voor aandeelhouders op de korte termijn. Dit kortetermijndenken heeft veelal tot gevolg dat minder wordt geïnvesteerd in onderzoek en ontwikkeling en andere langetermijninvesteringen, wat een nadelig effect kan hebben op waardecreatie voor de onderneming en haar stakeholders op de lange termijn.[221] Hoewel activistische aandeelhouders veelal slechts een klein deel van de aandelen houden, kunnen

215. Strine 2017, p. 1873.
216. Strine 2017, p. 1923 en Rosenblum 2017. Zie ook: Henderson 2020, p. 122.
217. De voorgaande beschrijving is grotendeels ontleend aan: Rosenblum 2017.
218. Eisenberg & Cox 2014, p. 307.
219. Eisenberg & Cox 2014, p. 304-307.
220. Rosenblum 2017 en Bower & Paine 2017, p. 57.
221. De Brauw 2017, par. 5.1.6. Zie over de negatieve effecten van kortetermijndenken ook: De Jongh 2014, nrs. 209 en 210. Zie anders: *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 8, waarin de wetgever aangeeft dat er geen consensus bestaat in de economische literatuur of een nadruk op de korte termijn daadwerkelijk tot negatieve effecten leidt.

hun voorstellen in voorkomende gevallen de benodigde steun krijgen omdat investment managers namens de institutionele investeerders dankbaar instemmen met dergelijke voorstellen zodat zij snel rendement op hun investering kunnen maken. Zo wordt het kortetermijnbelang van activistische aandeelhouders en institutionele investeerders gediend ten nadele van het langetermijnbelang van beursvennootschappen, individuen en de maatschappij als geheel.

De New Paradigm heeft als doel de vertrouwensrelatie tussen beursvennootschappen en institutionele investeerders te verbeteren. Hiertoe wordt voorgesteld dat de beursvennootschap zicht verbindt tot het volgende: (1) het ontwikkelen van een langetermijnstrategie en het communiceren van deze strategie naar beleggers, (2) voortdurende interactie met beleggers, (3) het overwegen van sociaal maatschappelijke en duurzame factoren als onderdeel van de strategie, (4) adequate risicobeheersing en compliance, (5) actief toezicht op en advies aan het management door de board of directors, (6) het creëren van een cultuur (en '*tone at the top*') die gericht is op integriteit, compliance en bestendige waardecreatie op lange termijn, en (7) het aanhouden van goede corporate governance-praktijken, zoals ten aanzien van de samenstelling en beloning van bestuurders.[222] Van grote beleggers wordt verwacht dat zij toezeggen het volgende te zullen doen: (1) het steunen van de strategie van de vennootschap en zich verzetten tegen voorstellen die de vennootschap tegenwerken bij het nastreven van haar strategie, (2) voortdurende interactie met de vennootschap, (3) het ontwikkelen van een investeringscultuur die gericht is op langetermijninvesteringen, (4) het uitoefenen van stemrecht op geïnformeerde basis en in overeenstemming met langetermijninvesteringsdoelen, (5) het informeren van de vennootschap over het beleid en de voorkeuren van de belegger.[223] De New Paradigm vertoont gelijkenissen met het Nederlandse stakeholdermodel zoals dat zich in de laatste jaren verder heeft ontwikkeld en met name met de huidige Corporate Governance Code.[224] In het bijzonder zijn beide systemen gericht op langetermijngroei en waardecreatie van de vennootschap, waarbij aandeelhouders samen met andere stakeholders bij de vennootschap zijn betrokken, het bestuur (of het management) een strategie bepaalt onder toezicht van de commissarissen (of de board of directors), waarbij duurzame en sociaal maatschappelijke elementen nadrukkelijk worden meegewogen en de vennootschap op een transparante en actieve wijze omgaat met aandeelhouders en hun belangen.[225]

222. Lipton e.a. 2016 en Rosenblum 2017.
223. Lipton e.a. 2016 en Rosenblum 2017.
224. Zie M. Lipton e.a., '*The Dutch Corporate Governance Code and The New Paradigm*', gepubliceerd door Wachtell, Lipton, Rosen & Katz op 12 december 2016.
225. Idem.

4.5.3 Kenmerkende aspecten en bestaansrecht van het Nederlandse governancemodel

Het huidige Nederlandse governancemodel zou ik strikt genomen niet willen kenmerken als een *stakeholder*model. De NV heeft in ieder geval niet het *doel* om de belangen van stakeholders te dienen.[226] Met hun belangen moet wel *rekening gehouden* worden, maar daarop is de NV niet gericht. In zoverre verschilt het Nederlandse model in mijn optiek, voor wat betreft de mechaniek, ook niet enorm met een governancemodel dat gericht is op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.[227] In beide gevallen moet rekening worden gehouden met stakeholders, maar is de vennootschap daarop niet gericht. Hét onderscheidende kenmerk is wat mij betreft de invulling van de *corporate purpose*, de concretisering van het vennootschapsbelang.[228] De vennootschap is in het Nederlandse model gericht op het eigen, gezonde voortbestaan, het bestendige succes en waardecreatie van de onderneming op de lange termijn. Waar de Verenigde Staten een *shareholder centered* governancemodel kennen, kent Nederland daarmee een *company centered* model.[229]

Het bestuur is belast met het bestuur van de vennootschap, waaronder (in beginsel) ook valt het autonoom bepalen en uitvoeren van een duidelijk omlijnde

---

226. Het dienen van de belangen van de gezamenlijke stakeholders was het voorgestelde doel in de – thans niet langer breed gevolgde – resultanteleer, zie hierover paragraaf 5.1.2 van dit proefschrift. Zie voor een voorbeeld van een bijdrage waarin wel een model wordt voorgestaan waarin het bestuur verantwoordelijk is voor het dienen van de belangen van alle stakeholders: Palladino & Karlsson 2018.
227. Zie bijvoorbeeld Jensen 2002: “To the extent that stakeholder theory says that firms should pay attention to all their constituencies, the theory is unassailable. Taken this far stakeholder theory is completely consistent with value maximization or value-seeking behavior, which implies that managers must pay attention to all constituencies that can affect the value of the firm.” Een voorbeeld van een ander governancemodel, waar net zo goed rekening gehouden moet worden met de belangen van stakeholders en andere belangen, is het Verenigd Koninkrijk, waar een *‘enlightened’ shareholdermodel* wordt voorgeschreven in artikel 172 van de UK Companies Act 2006: “A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) he impact of the company’s operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) he need to act fairly as between members of the company.”
228. Deze termen zijn strikt genomen niet synoniem, maar liggen in mijn optiek wel in elkaars verlengde. *Corporate purpose* wordt in internationale literatuur gebruikt om een concretere invulling te geven aan dat waar de vennootschap zich op richt (in Nederland is dat het bestendige succes van de onderneming). Zie over *corporate purpose* ook paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift.
229. Bower & Paine 2017, p. 52 en 57-60.

strategie. Het bestuur heeft effectieve middelen om de strategie van de vennootschap uit te zetten en te waarborgen. In die zin kent Nederland tevens een bestuurscentrisch (*manager-oriented*) bestuursmodel.[230] Het bestuur heeft het primaat over de vennootschap en de onderneming. De raad van commissarissen houdt toezicht op en adviseert het bestuur.[231] Bij het vervullen van hun taak dienen het bestuur en de raad van commissarissen zorgvuldig om te gaan met de belangen van stakeholders. Dit kan meebrengen dat zij rekening houden met die belangen, maar daarop richten zij zich niet primair. De AV heeft over de uitvoering van de taken van het bestuur en de raad van commissarissen geen zeggenschap, behalve voor zover die berust op concrete bevoegdheden op basis van de wet en statuten. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn aan de AV (achteraf) verantwoording verschuldigd en zij mogen de AV (vooraf) in hun besluitvorming betrekken, maar dat laatste is geen verplichting wanneer het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is, tenzij in de wet of statuten anders is bepaald. Dit beschouw ik als de pijlers van het Nederlandse governancemodel.

De focus op langetermijnwaarde dwingt de beursvennootschap om in lijn met een strategisch plan te bouwen aan het bevorderen van het bestendige succes van haar onderneming. Amerikaans onderzoek wijst erop dat deze focus op de lange termijn niet alleen kan bijdragen aan een eerlijkere verdeling van waarde, maar ook een vergroting van de totale waarde voor de onderneming en haar stakeholders, inclusief aandeelhouders.[232] Beursvennootschappen met een focus op de lange termijn zouden op de lange termijn gemiddeld meer omzet- en winstgroei, hogere investeringen in onderzoek en ontwikkeling, hogere beurswaarde, meer aandeelhoudersrendement en meer banen realiseren dan ondernemingen met een focus op de korte termijn.[233] Hiernaar zou wat mij betreft meer

230. Vgl. Hansmann & Kraakman 2000, par. III.D en paragraaf 4.5.4 van dit proefschrift. Hierbij past de kanttekening dat dat bestuur (anders dan in de Angelsaksische traditie) zich dient te richten naar het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Zie ook: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.

231. Zie hierover ook *Kamerstukken II* 1969/1970, 10 751, nr. 3 (MvT), p. 12.

232. *Discussion paper* van McKinsey & Company, 'Measuring the economic impact of short-termism', mckinsey.com. Zie ook: Henderson 2020, p. 49 e.v.

233. Het in de vorige voetnoot genoemde onderzoek van McKinsey ziet op 615 niet-financiële Amerikaanse beursvennootschappen over een periode van 2000 tot 2015 en een beurswaarde van minimaal $5 miljard in ten minste één jaar gedurende die periode. De beursvennootschappen zijn geclassificeerd naar lange- en kortetermijngerichte ondernemingen op grond van een Corporate Horizon Index die rekening houdt met vijf factoren: duur en consistentie van investeringen, kwaliteit van winst (wat wil zeggen dat de winst gebaseerd is op kasstromen en niet op boekhoudkundige keuzes), winstmargegroei, kwartaalgerichtheid en '*earnings-per-share*'-groei. Uit dit onderzoek bleek dat tussen 2001 en 2014 (a) de omzet van langetermijnondernemingen cumulatief gemiddeld 47% meer groeide dan de omzet van andere ondernemingen (en met minder volatiliteit), (b) de winst van langetermijnondernemingen cumulatief gemiddeld 36% meer groeide dan die van andere ondernemingen, (c) langetermijnondernemingen cumulatief gemiddeld bijna 50% meer investeerden in onderzoek en ontwikkeling dan andere ondernemingen, en dat zij deze investeringen

onderzoek gedaan moeten worden, aangezien dergelijke inzichten het bestaansrecht van een governancemodel gericht op de lange termijn verder kunnen onderbouwen.[234] Ook kortetermijnbeslissingen (zoals het al dan niet ingaan op een overnamebod) kunnen overigens gevolgen hebben op de lange termijn en het is de taak van het bestuur om ook bij kortetermijnkeuzes steeds na te denken over de gevolgen op de lange termijn.

Het governancemodel is in Nederland uiteraard niet voor elke beursvennootschap gelijk. Voor de specifieke invulling van de corporate governance van een beursvennootschap staat voorop dat iedere vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar corporate governance naar eigen inzicht vorm te geven.[235] De term 'corporate governance' heeft op zichzelf ook geen normerende lading. Iedere vennootschap doet bewust of onbewust aan corporate governance. Over wat men verstaat onder *goede* corporate governance kunnen de meningen verschillen. In 2004, na publicatie van de Code Tabaksblat, omschreef het kabinet goede corporate governance als volgt:

> "…efficiënt toezicht op het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen, een evenwichtige verdeling van de invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders (goede *checks and balances*), en een goede verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen met het oog op de continuïteit van de onderneming

---

bleven verhogen gedurende de financiële crisis terwijl andere ondernemingen deze investeringen terugschroefden, (d) de beurswaarde van langetermijnondernemingen gemiddeld met $ 7 miljard meer groeide dan die van andere ondernemingen, en (e) de uitkeringen aan aandeelhouders door langtermijnondernemingen hoger waren dan die van andere ondernemingen. In de periode van 2001 tot en met 2015 creëerden langetermijnondernemingen gemiddeld 12.000 meer banen dan andere ondernemingen.

234. In een artikel in *The Economist* werd enige kritiek geuit op het door McKinsey uitgevoerde onderzoek. Een relevant kritiekpunt is met name dat uit het onderzoek niet duidelijk wordt of kortetermijnondernemingen minder gaan presteren of dat minder presterende ondernemingen zich eerder bedienen van kortetermijnstrategieën (een kip-en-eiprobleem). Zie 'Corporate short-termism is a frustrating slippery idea', *The Economist*, 16 februari 2017. Kanttekeningen bij langetermijngerichtheid worden ook geplaatst in Barzuza & Talley 2019, die menen dat (1) langetermijnprojecten veelal meer dan kortetermijnprojecten onderhevig zijn aan volatiliteit en overschatting door bestuurders en (2) bestuurders geneigd zijn meer dan nodig te investeren in langetermijnprojecten, waarop kortetermijnincentives dan weer een positieve uitwerking zouden kunnen hebben. Bestuurders hebben volgens Barzuza en Talley last van '*long-term bias*', een voorgenomenheid voor langetermijninvesteringen, zelfs ten opzichte van kortetermijninvesteringen die een superieur rendement opleveren.

235. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/32. Zie ook HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.2 en HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.

> en een zorgvuldige afweging van de verschillende belangen, waaronder die van de werknemers en andere *stakeholders* van de vennootschap…"[236]

Deze beschrijving lijkt mij nog steeds vrij goed te passen in de huidige tijdsgeest, al zou naar huidige inzichten de nadruk minder liggen op continuïteit en meer op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Voor het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming is continuïteit ook niet altijd vereist.[237]

4.5.4 Kanttekeningen bij het Nederlandse governancemodel

Het richtsnoer voor het bestuur van een NV is het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dit is niet alleen een richtsnoer, maar ook een *verantwoordingsnorm*. Het vennootschappelijk belang biedt de bestuurder beleidsautonomie, omdat deze zijn oren niet hoeft te laten hangen naar de belangen van bij de NV betrokkenen, maar een zelfstandige koers kan varen. De norm kadert die vrijheid ook weer in, omdat de bestuurder achteraf ter verantwoording kan worden geroepen wanneer hij besluiten heeft genomen in dienst van (persoonlijke) belangen die strijdig zijn met het vennootschappelijk belang. De bestuurder heeft primair een fiduciaire positie en als zodanig een zorgvuldigheidsplicht jegens de NV en secundair zorgvuldigheidsplichten jegens derden die bij de NV betrokken zijn.[238]

In het verleden is wel betoogd dat het vennootschappelijk belang als verantwoordingsnorm tekortschiet.[239] Dit heeft te maken met het feit dat deze norm volgens sommige schrijvers voldoende bepaaldheid mist en niet statisch maar veranderlijk is.[240] Het gebrek aan voldoende bepaaldheid van de norm is in het verleden aangewend als argument voor een meer eenduidige norm die zich zou moeten richten op het aandeelhoudersbelang.[241] Een deel van de kritiek op het stakeholdermodel is dat wanneer het bestuur meerdere heren (stakeholders) dient, het in feite zijn eigen doelen kan bepalen en kan handelen in zijn eigen belang:[242]

---

236. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 1.
237. Zie ook: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1.
238. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §51.5. Zie over de zorgvuldigheidsplicht jegens derden meer uitgebreid paragraaf 5.3.1 van dit proefschrift.
239. Honée 1996, nrs. 19-26.
240. Honée 1996, nr. 24. Zie ook: Schwarz 2018, p. 17, die het vennootschappelijk belang omschrijft als een "fluïde begrip" dat "nauwelijks houvast" kan bieden als richtsnoer voor het handelen van bestuur en toezicht. Huizink 2020, par. 8, meent dat we niet weten wat het belang van de vennootschap en haar onderneming inhoudt.
241. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2, nr. 14. Zie ook (maar niet instemmend): Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §51.5.
242. Mehrotra & Morck 2017, par. 6, die hierover opmerken: "In mathematics, any optimization with multiple objectives must specify how each is measured and traded off against all the

> "…stakeholder theory should not be viewed as a legitimate contender to value maximization because it fails to provide a complete specification of the corporate purpose or objective function. To put the matter more concretely, whereas value maximization provides corporate managers with a single objective, stakeholder theory directs corporate managers to serve "many masters." And, to paraphrase the old adage, when there are many masters, all end up being shortchanged. Without the clarity of mission provided by a single-valued objective function, companies embracing stakeholder theory will experience managerial confusion, conflict, inefficiency, and perhaps even competitive failure."[243]

De gedachte is dat wanneer een bestuurder meerdere belangen kan (of moet) dienen, hij zich uiteindelijk nergens op richt en jegens niemand verantwoording verschuldigd is (wat volgens sommigen ook de steun van bestuurders voor het stakeholdermodel zou verklaren).[244] De doelstelling van de vennootschap zou in ieder geval – zo wordt betoogd – één waarde moeten zijn.[245] Het voorgaande bezwaar is voor wat het Nederlandse stelsel betreft mijns inziens weggenomen door de norm van het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming zoals bestendigd in de *Cancun*-beschikkingen.[246] Anders dan in het verleden betoogd werd, hoeft het bestuur om het vennootschappelijk belang te bepalen niet de belangen van verschillende stakeholders tegen elkaar af te wegen, maar dient het in de regel vooral één belang te dienen, zijnde het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming.[247] Dat is geen overkoepelend belang, maar een zelfstandige grootheid. Uiteraard blijft de invulling daarvan complex, want die wisselt afhankelijk van de omstandigheden van het geval, maar dat zou voor de invulling van het aandeelhoudersbelang ook zo zijn (er zijn immers vele aandeelhouders met vele belangen). Het uitwerken van dat ene zelfstandige belang is een belangwekkende ontwikkeling voor een geloofwaardig alternatief voor het aandeelhouderswaardemodel.[248]

In de internationale literatuur is tegen het stakeholdermodel nog het bezwaar opgebracht, dat dit in feite niets anders is dan een *manager-oriented model*.[249] Er wordt meer macht en minder verantwoordelijkheid bij het bestuur gelegd

---

others. Without this, the problem is ill defined and has no solution." De vergelijking tussen een exacte wetenschap als de wiskunde en het ondernemerschap (of breder: besluitvorming) gaat mank, in mijn optiek.

243. Jensen 2002.
244. Jensen 2002 en Mehrotra & Morck 2017, par. 6.
245. Jensen 2002. Zie anders: Stout 2012, p. 107.
246. Zie in dezelfde zin (al vóór de *Cancun*-beschikkingen): De Jongh 2013, nr. 205.
247. Zie paragraaf 5.1.1-5.1.2 van dit proefschrift.
248. Sommigen zien de vennootschap juist als een organisatie met vele functies of doelstellingen, zie Bower & Paine 2017, p. 58.
249. Hansmann & Kraakman 2000, par. III.D. Zie hierover paragraaf 4.2.1 van dit proefschrift.

doordat dat bestuur geen concrete en meetbare norm heeft waaraan zijn handelen getoetst kan worden.[250] De norm is dan ook niet goed hanteerbaar voor de oplossing van geschillen.[251] Sommige schrijvers hebben bezwaren tegen governancestelsels waarbij bestuurders een fiduciaire positie jegens de vennootschap innemen in plaats van jegens een specifieke (groep) betrokkene(n), aangezien bestuurders noch rechters (volgens hen) kunnen inschatten op welke wijze zij zoveel mogelijk waarde creëren voor alle betrokkenen.[252] Zij merken op:

> "…even where it is spelt out, a duty to pursue the corporation's interest (in this broad sense) is unenforceable. Even fair-minded directors are unlikely to know how best to distribute surplus among multiple corporate constituencies. Thus, the exhortation to boards to pursue their corporation's interests is less an equal sharing norm than, at best, a vague counsel of virtue, and, at worst, a smokescreen for board pursuit of their own interests."[253]

De onmeetbaarheid van het vennootschappelijk belang kan inderdaad lastig werkbaar zijn en kan zorgen voor een problematische (bewijs)positie van belanghebbenden die het gedrag of de besluitvorming van het bestuur willen laten toetsen. Niettemin meen ik dat de oplossing voor deze problematiek niet gelegen is in het vereenvoudigen van het toetsingskader door het aanknopen bij een richtsnoer met een focus op aandeelhouderswaarde, nu dat er niet toe zal leiden dat in de praktijk passende oplossingen kunnen worden gevonden voor problemen die spelen in complexe verhoudingen binnen de organisatie van de NV. Een dergelijke vereenvoudiging doet mijns inziens geen recht aan de veelkleurige en complexe economische realiteit van (met name grote) ondernemingen. Ik meen daarom dat de oplossing niet gelegen is in het vereenvoudigen van het toetsingskader, maar in het concretiseren van de middelen die ter beschikking staan om het toetsingskader toe te passen. Met name is het aan de wetgever, de rechtspraak (waaronder de Ondernemingskamer) en de praktijk (inclusief de Monitoring Commissie Corporate Governance Code) om heldere en zinnige handvaten te bieden die kunnen helpen bij het beantwoorden van de vraag of het bestuur in concrete gevallen (voldoende) heeft gehandeld in dienst van het vennootschappelijk belang. Verdere verduidelijking is wenselijk en geboden, zonder overigens af te willen doen aan de flexibiliteit en het brede toepassingsbereik van het vennootschappelijk belang als richtsnoer. Bij deze verduidelijking kan het belang van het vennootschappelijk bestaansdoel

250. Vgl. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 5: "De (rechterlijke) controle op de naleving van de Cancun-normen is beperkt, onder andere omdat deze vaag zijn, ze veel aan de discretie van het bestuur overlaten en zaken slechts incidenteel aan de rechter worden voorgelegd."
251. Bartman, *Ondernemingsrecht* 2003.
252. Kraakman e.a. 2017, par. 4.3.3.
253. Idem.

(de '*corporate purpose*') mijns inziens een grote rol spelen. Ook kan in rechterlijke uitspraken meer duidelijkheid verschaft worden over de invloed van omstandigheden van het geval en van contractuele afspraken op de invulling van het vennootschappelijk belang. Deze elementen bespreek ik in paragraaf 5.1.1.

Een norm die aandeelhouderswaarde voorop zou stellen levert overigens ook (en misschien wel in grotere mate) een verantwoordingsprobleem op. Het bestuur hoeft in een dergelijk systeem enkel te kijken naar wat de meeste aandeelhouderswaarde oplevert en hoeft verder niet meer na te denken of af te wegen. Het maakt de rol van het bestuur in feite eenvoudiger, maar ook ondergeschikt aan aandeelhouders. Die aandeelhouders hebben naar huidig recht in beginsel geen verplichting om het belang van de vennootschap te dienen en worden beschermd tegen eventuele aanspraken door hun beperkte aansprakelijkheid. Ook zijn aandeelhouders bij beursvennootschappen vaak niet bekend en kan een aandeelhouder met een relatief klein belang al grote invloed uitoefenen. Een dergelijk systeem kan willekeur en opportunisme in de hand werken, zonder dat iemand hiervoor ter verantwoording kan worden geroepen.[254]

4.6 Conclusie

Het moderne praktijk- en onderzoeksgebied dat nu corporate governance heet, is in de Verenigde Staten ontstaan in de periode van 1970 tot 1990. In die periode is ook de basis gelegd voor een aandeelhoudersgeoriënteerd model van corporate governance. Sinds de opkomst van de corporate governancebeweging, heeft deze met name in het teken gestaan van twee uitgangspunten: (1) het versterken van de positie en onafhankelijkheid van (in Nederland) commissarissen en (in de Verenigde Staten) independent directors en (2) het versterken van de positie van aandeelhouders om zo *checks and balances* te creëren die een autocratisch bestuur tegen moeten gaan. Steeds wordt daarbij uitgegaan van een governancedriehoek die bestaat uit het bestuur (of management), de raad van commissarissen (of board of directors) en AV.

In de Verenigde Staten viel de opkomst van corporate governance samen met de ontwikkeling waarin het *manager-oriented model* steeds meer losgelaten, mede onder invloed van de *agency*-theorie en andere economische stromingen en theorieën. Dit droeg bij aan het ontstaan van een governancesysteem dat gericht is op maximalisatie van aandeelhouderswaarde. De verschillende governance codes die in de tweede helft van de jaren 1990 gepubliceerd werden, ook in Nederland, besteedden veel aandacht aan de versterking van de positie van

254. Het voorgaande geldt ook in de Verenigde Staten, zie Bower & Paine 2017, p. 52.

aandeelhouders. Dit werd ongetwijfeld beïnvloed door de internationale ontwikkelingen, mede omdat beursvennootschappen in die periode veel kapitaal ophaalden bij Angelsaksische beleggers. Het corporate governance landschap in Nederland vertoonde eind jaren 1990 en begin jaren 2000 dan ook steeds meer Angelsaksische trekken.

Deze Angelsaksische trekken waren ook terug te vinden in de Veertig Aanbevelingen uit 1997 en de eerste Corporate Governance Code in Nederland uit 2003. Vanaf de introductie van de Corporate Governance Code is de invloed daarvan zeer groot geweest. Niet zelden functioneert de Corporate Governance Code meer als rechtsbron dan als instrument van zelfregulering waarvan mag worden afgeweken. De Corporate Governance Code draagt daarmee vooral bij aan een meer concrete invulling van open normen in ons vennootschapsrecht, die naarmate de behoeften in de markt en maatschappij wijzigen steeds flexibel kunnen worden ingevuld.

Sinds de laatste financiële crisis van 2008 beweegt Nederland weer sterker toe naar een stakeholdermodel. Thans wordt hieraan inhoud gegeven door een governancemodel waarbij het zelfstandig te onderscheiden belang van de NV centraal staat en het bestuur gericht is op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en waardecreatie op de langetermijn. Hoewel de traditionele theorieën in de internationale economische en juridische wetenschap gericht zijn op maximalisatie van aandeelhouderswaarde, past de verschuiving naar een meer lange-termijnmodel dat rekening houdt met meerdere stakeholders binnen een internationale ontwikkeling. Kijkend naar de normatieve kwalificatie is het Nederlandse governancemodel meer te kenmerken als een *company centered* model (gericht op het belang van de vennootschap) dan een *stakeholder*model (gericht op het belang van stakeholders). Het bestuur heeft daarin, onder toezicht van de raad van commissarissen, een centrale rol. Het Nederlandse corporate governance-systeem kent daarom, in ieder geval voor wat betreft de beursvennootschap, een bestuurscentrisch of *manager-oriented* bestuursmodel.

Hoofdstuk 5. Bestuur en aandeelhouders in het Nederlandse governancemodel

5.1 Het normatief richtsnoer voor het bestuur van de beursvennootschap

5.1.1 Het belang van de NV: het bestendige succes van haar onderneming

Sinds 1949 was het *belang van de vennootschap* het leidend richtsnoer voor bestuurders en commissarissen.[1] Dat veranderde bij invoering van de structuurregeling in 1971. In artikel 50 van het Wetboek van Koophandel (oud) werd voor commissarissen vastgelegd in dat zij zich dienden te richten naar het belang van de vennootschap *en de met haar verbonden onderneming*.[2] Bij de totstandkoming van de nieuwe norm in 1971 werd nadrukkelijk onderscheid gemaakt tussen de begrippen 'vennootschap' en 'onderneming':

> "De naamloze vennootschap mag echter niet met de onderneming worden vereenzelvigd: zij is de organisatie der kapitaalverschaffers, waaraan het ondernemingsvermogen toekomt. De werknemers, wier functie even essentieel is voor de onderneming, worden als zodanig in de vennootschap echter niet vertegenwoordigd. […]
>
> De ondergetekenden zouden er voorts nog op willen wijzen dat het ontwerp niet spreekt van „het belang van de vennootschap sec", doch van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, ten einde duidelijk te doen uitkomen dat ook op de belangen van de – niet in de vennootschap vertegenwoordigde, doch wel bij de onderneming betrokken – werknemers acht dient te worden geslagen."[3]

1. HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*). Zie hierover paragraaf 2.4 van dit proefschrift en Overkleeft 2017, par. 2.4.
2. Wet van 6 mei 1971 (*Stb*. 1971, 289). Zie hierover paragraaf 2.4 van dit proefschrift.
3. *Kamerstukken II* 1969/1970, 10 751, nr. 10 (MvA), p. 2 en 10.

Voor bestuurders is het huidige richtsnoer pas in 2011 gecodificeerd bij invoering van de Wet bestuur en toezicht,[4] al werd voor die tijd al aangenomen dat voor hen hetzelfde gold als voor commissarissen.[5] Artikel 2:129 lid 5 BW stelt thans, in overeenstemming met de voor commissarissen geldende regeling uit 1971, dat het bestuur zich dient te richten naar twee belangen – dat van de vennootschap én de met haar verbonden onderneming. De Hoge Raad heeft deze dubbele norm in 2014 verduidelijkt in zijn *Cancun*-beschikkingen:

> "Indien aan de vennootschap een onderneming is verbonden, wordt het vennootschapsbelang in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming. In geval van een joint venture-vennootschap wordt het belang van de vennootschap voorts bepaald door de aard en inhoud van de tussen de aandeelhouders overeengekomen samenwerking. […]
>
> Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. […] Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad."[6]

Uit de *Cancun*-beschikkingen volgt dus dat áls er aan de vennootschap een onderneming is verbonden, het belang van de vennootschap (in de regel vooral) bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Wanneer de vennootschap een onderneming drijft is er dus slechts één zelfstandig samengesteld belang waarop het bestuur zich dient te richten, namelijk (in de regel vooral) het bevorderen van het bestendige succes van die onderneming, dat los staat van de belangen van aandeelhouders of andere betrokken

4. Wet van 6 juni 2011 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen (*Stb*. 2011, 275) (de Wet bestuur en toezicht).
5. Zie ook voetnoot 135 in hoofdstuk 2 van dit proefschrift. Ook uit de wetsgeschiedenis van de Wet bestuur en toezicht volgt dat algemeen werd aangenomen dat voor bestuurders dezelfde norm geldt als voor commissarissen (*Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3 (MvT), p. 10) en dat de introductie van het wettelijk richtsnoer voor bestuurders slechts een codificatie van geldend recht betrof (*Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 22).
6. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1-4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12. Ik schreef hier eerder over in Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12.

belanghebbenden.[7] We zien zo een verandering die gaandeweg plaatsvindt in het richtsnoer voor het handelen van de vennootschapsleiding: van het belang van de vennootschap (1949), via het belang van de vennootschap en haar onderneming (1971), naar het belang van de onderneming (2014). Ik zou menen dat de Hoge Raad met deze laatste stap meer de nadruk heeft willen leggen op de onderneming als economisch-maatschappelijk verschijnsel en minder op de vennootschap als formeel-juridisch verschijnsel.[8] Ook zou men de gesignaleerde wijziging in terminologie kunnen duiden als een ontwikkeling waarbij steeds minder de nadruk komt te liggen op de aandeelhouders (georganiseerd in de vennootschap) en meer op andere betrokken belanghebbenden (georganiseerd in de onderneming).[9]

Het bestendige succes van de onderneming, dat bevorderd dient te worden door de bestuurders, onder toezicht van commissarissen, kan afhankelijk van de soort onderneming verschillend worden gedefinieerd. Hierbij dient wat mij betreft als uitgangspunt te worden genomen hetgeen de NV zichzelf als doel stelt, dus de *raison d'être* van de vennootschap.[10] Daarmee bedoel ik niet louter de statutaire doelomschrijving, die vaak breed en veelomvattend is geformuleerd,[11] maar het geheel aan door het bestuur vastgestelde doelstellingen dat zich – naast de statutaire doelomschrijving – kan uiten in zaken als visie en kernwaarden.[12] Dit bepaalt waarom de onderneming bestaat en waar zij zich op de lange termijn op richt (haar '*corporate purpose*').[13] Dit bestaansdoel is de

7. Zie ook Van Schilfgaarde 2016, par. 3.52.
8. Die economische werkelijkheid wordt ook in de literatuur erkend, zie Assink & Verbrugh 2016, par. 3.2, met verwijzing naar andere vindplaatsen.
9. Zie ook de focus op de onderneming en haar stakeholders in de toelichting op de Corporate Governance Code (p. 43): "Van bestuurders en commissarissen wordt verwacht dat zij duurzaam handelen door zich bij de uitoefening van hun taken te richten op creatie van waarde op de lange termijn. Bij het bepalen van de strategie en het nemen van beslissingen staat de houdbaarheid daarvan op de lange termijn centraal en worden belangen van stakeholders zorgvuldig gewogen. Eveneens verlangt lange termijn waardecreatie bewustzijn van en anticiperen op ontwikkelingen in nieuwe technologieën en veranderingen in business modellen. Voldoende oog voor de bredere context waarin de met de vennootschap verbonden onderneming opereert, draagt bij aan het bestendig succes en sluit daarmee aan bij het belang van de vennootschap."
10. Van Veen, *WPNR* 2017/7162. Vergelijk Löwensteyn 1959, p. 130-131 en 136, die meende dat het belang van de NV volledig werd bepaald door het *eigenlijke* doel van de NV, dat wil zeggen datgene waar de NV naar streeft, wat anders is dan het *oneigenlijke* doel van de NV, zijnde het terrein van werkzaamheden van de NV zoals vervat in haar statutaire doelstelling. Löwenstein meende destijds wel dat uit de aard van de NV volgde dat de NV streefde naar het behalen van winst teneinde dat onder de aandeelhouders te verdelen.
11. Zie ook: Löwensteyn 1970, p. 85.
12. Dit raakt aan de door Van Veen centraal geplaatste "bestaansreden" van de rechtspersoon, zie Van Veen, *WPNR* 2017/7162, par. 2.2. Zie over bestaansdoel, waarden, missie en strategie ook Henderson 2020, p. 85 e.v.
13. Zie over het begrip '*corporate purpose*' in de Verenigde Staten en het doel van de vennootschap in Nederland: Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 1. Zie ook: Martin 2011, p. 54 en De Jongh

concrete kwalificatie die het bestuur van de NV geeft aan het beoogde bestendige succes van de onderneming, dat wordt gerealiseerd door middel van de door het bestuur bepaalde strategie, en welke kwalificatie mede ingevuld wordt door de relatie tussen de NV en haar stakeholders, waaronder haar aandeelhouders. In het geval van een beleggingsmaatschappij kan het financieel rendement voor aandeelhouders een belangrijke doelstelling van het bestendige succes vormen. Die doelstelling kan ook worden vastgelegd in de statuten. Indien een beursvennootschap vanuit haar doelstellingen of naar haar aard een maatschappelijke verantwoordelijkheid heeft, dan kan ook die deel uitmaken van het bestendige succes.[14] Het begrip *corporate purpose* zal mijns inziens de komende jaren een steeds grotere rol gaan spelen in het nationale en het internationale ondernemingsrecht. Het begrip kent nog geen duidelijke Nederlandse pendant. Het zou aangeduid kunnen worden als het (vennootschappelijk) bestaansdoel. Het lijkt mij een goede zaak als vennootschappen dit concrete vennootschappelijk bestaansdoel, zo nodig als onderdeel van de bredere doelomschrijving, in de toekomst gaan opnemen in hun statuten.[15]

In de *Cancun*-beschikkingen kan uit de woorden "in de regel vooral" worden opgemaakt dat het belang van de onderneming niet allesbepalend is: het heeft een belangrijke invloed op de invulling van het vennootschappelijk belang, maar andere aspecten kunnen ook een rol spelen, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, al lijken die in beginsel minder gewicht in de schaal te leggen.[16] Ook afspraken die gelden tussen aandeelhouders of tussen de NV en een of meer aandeelhouders kunnen bij het bepalen van het vennootschappelijk belang een rol spelen.[17] Dit kan tevens bij een beursvennootschap relevant zijn, zoals in het geval van een *relationship agreement* die wordt aangegaan tussen een beursvennootschap en haar grootaandeelhouder(s) en waarin afspraken over governance en andere zaken zijn vastgelegd. In besloten verhoudingen kan het concernbelang voor een belangrijk deel het vennootschappelijk belang van individuele groepsvennootschappen inkleuren.[18] In het geval de onderneming insolvent of failliet raakt, dan zal het vennootschapsbelang in beginsel in grote mate samenvallen met het belang van de schuldeisers. Dit belang wordt vooral

---

2019, par. 21.

14. Zie hierover ook paragraaf 5.3.2 van dit proefschrift.
15. Mayer 2018, p. 201-202.
16. Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 6.
17. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1.
18. Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 2: "Van de betrokkenen wordt verder verwacht dat zij bij het nastreven van hun belangen rekening houden met het vennootschappelijk belang. In concernverband gaat het om het belang van de groep en alle groepsvennootschappen die daaronder begrepen zijn. Omgekeerd behoort het bestuur van een dochtervennootschap bij de beleidsbepaling het belang van die dochter als richtsnoer te nemen zonder daarbij het concernbelang uit het oog te verliezen. Men zie o.a. HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 en HR 10 januari 1990, NJ 1990, 465."

bepaald door het bevorderen van succesvolle discontinuatie en vereffening op de kortere termijn.[19] Het belang van de schuldeisers speelt ook een overwegende rol wanneer aan een vennootschap geen onderneming verbonden is. De Ondernemingskamer kwam in 2019 tot dat oordeel in de enquêteprocedure bij ZED+:

> "3.12. Bij de beoordeling van de verzoeken van ZED+ stelt de Ondernemingskamer voorop dat ZED+ geen eigen ondernemingsactiviteiten en geen werknemers heeft, haar enige actief van materiële betekenis haar 49,9%-belang in Tema Group is, dat belang een waarde heeft van niet meer dan enkele miljoenen euro's en dat ZED+ een schuld aan het bankensyndicaat heeft van ongeveer € 120 miljoen, naast schulden aan anderen, waaronder adviseurs, voormalige werknemers, Wakkie en Jongepier. Gevolg hiervan is dat ook indien het belang in Tema Group alsnog aan een derde wordt verkocht, slechts een fractie van de totale schulden van ZED+ voldaan kunnen worden en er geen enkel uitzicht bestaat op een uitkering aan de aandeelhouders.
>
> 3.13. Dit betekent dat het vennootschappelijk belang van ZED+ niet bestaat uit het bevorderen van het bestendige succes van haar onderneming, maar in overwegende mate bepaald wordt door het belang van haar schuldeisers. [onderstreping SBGN] Het vennootschappelijk belang van ZED+ vergt daarom dat de verkoop van haar activa plaatsvindt tegen zo gering mogelijke kosten en met zo min mogelijk complicaties. De Ondernemingskamer hecht daarom aanzienlijk gewicht aan de hierboven in 2.6 genoemde steun van het bankensyndicaat voor het verzoek van ZED+."[20]

In de Verenigde Staten is de heersende leer dat de board of directors zich moet richten op het bevorderen van waarde van de vennootschap ten gunste van de aandeelhouders.[21] In de literatuur wordt dit ook wel uitgelegd als het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.[22] Een belangrijke uitspraak over de vraag in hoeverre directors zich mogen richten op andere doelstellingen en de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders is *Dodge v. Ford Motor Co.* uit

19. Par. 3.7 concl. A-G Assink in ECLI:NL:PHR:2019:1345.
20. Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, *JOR* 2020/85, m.nt. P.H.M. Broere (*ZED+*), r.o. 3.12-3.13. In dezelfde zin ook: par. 3.7 concl. A-G Assink van 12 december 2019, ECLI:NL:PHR:2019:1345.
21. Eisenberg & Cox 2014, p. 251.
22. Eisenberg & Cox 2014, p. 251-252. Zie in dezelfde zin: par. 3.3 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Zie ook: Blair & Stout 1999, p. 253: "[…] a "shareholder primacy norm" that has been prominent in the legal and the economic literature for decades, but has become especially dominant in the last twenty years."

1919.[23] Ford Motor Co. was opgericht in 1903 en Henry Ford bleef in de loop der jaren meerderheidsaandeelhouder en voorzitter van de board of directors. In 1916 kondigde Henry Ford aan dat Ford Motor Co. in de toekomst geen bijzondere dividenden meer zou betalen (zoals zij in het verleden had gedaan), maar alle winsten terug in de onderneming zou steken, behalve een vast regulier dividend dat zou worden uitbetaald aan de aandeelhouders: "'My ambition,' declared Mr. Ford, 'is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back into the business.'" Hoewel de productiekosten voor en de vraag naar auto's van Ford Motor Co. stegen, verlaagde Henry Ford de prijs per auto aanzienlijk. In eerste aanleg oordeelde de rechtbank dat Ford Motor Co. een dividend van meer dan $19 miljoen moest betalen. De Michigan Supreme Court bevestigde dat deel van de eerdere uitspraak en overwoog onder andere: "A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes."

Dodge v. Ford Motor Co. wordt veelal aangehaald als bevestiging van het *shareholder primacy model* in de Verenigde Staten, maar deze overtuiging is niet onbetwist.[24] De kritiek komt erop neer dat het hier om een obiter dictum gaat (dat niet bindend is als precedent), in een oude zaak, bij een rechter in een jurisdictie die geen rol van betekenis speelt in het ondernemingsrecht in de Verenigde Staten en in een geschil tussen een meerderheidsaandeelhouder en minderheidsaandeelhouders in een besloten vennootschap.[25] Daar staat tegenover dat ook in rechtspraak uit Delaware (en ook in recentere jaren) het bevorderen van de waarde van de vennootschap ten gunste van de aandeelhouders als het voornaamste richtsnoer voor de board of directors wordt gezien. De Delaware Court of Chancery in 2010 overwoog hierover (overigens ook in een besloten aandeelhoudersverband, maar gezien de bewoordingen niet noodzakelijkerwijs daartoe beperkt): "Having chosen a for-profit corporate form, the craigslist directors are bound by the fiduciary duties and standards that accompany that form. Those standards include acting to promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders."[26]

---

23. Michigan Supreme Court, *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).
24. Eisenberg & Cox 2014, p. 255.
25. Stout 2012, p. 27-29. Zie ook: Blair & Stout 1999, p. 301-302.
26. Delaware Court of Chancery, *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010).

In het kader van bescherming van beursvennootschappen heeft de Delaware Supreme Court in *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* in 1985 nog wel overwogen dat voor de vraag of de beschermingsmaatregel redelijk is in verhouding met de dreiging, de board of directors ook de gevolgen kan overwegen "on 'constituencies' other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally)".[27] Een jaar later, in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*., leek de Delaware Supreme Court deze ruimte voor de board of directors echter alweer te beperken: "while concern for various corporate constituencies is proper when addressing a takeover threat, that principle is limited by the requirement that there be some rationally related benefit accruing to the stockholders."[28] Wanneer de board of directors een solide strategisch plan heeft, hoeft dit echter niet te wijken voor een *quick win*: "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."[29] Uiteindelijk mag de board of directors in dat strategisch plan rekening houden met stakeholders, zolang dat op enig moment maar tot aandeelhouderswaarde leidt. Zoals de Delaware Court of Chancery overwoog in 2010: "Promoting, protecting, or pursuing non-stockholder considerations must lead at some point to value for stockholders."[30] Concluderend komt het erop neer dat een board of directors weliswaar de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders in aanmerking mag nemen, maar dat het strategisch plan van de board of directors primair gericht dient te zijn op het bevorderen van de economische waarde van de onderneming en daarmee aan de financiële voordelen voor aandeelhouders op lange termijn.[31]

Opmerkelijk is overigens dat er in de Verenigde Staten 33 staten zijn die in hun vennootschapswetgeving de mogelijkheid bieden of de verplichting opgenomen hebben dat boards of directors de belangen van stakeholders of de gemeenschap meewegen in hun besluitvorming.[32] Delaware valt daar niet onder. Wel heeft

27. Delaware Supreme Court, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Zie over deze uitspraak ook paragraaf 6.1.4 van dit proefschrift.
28. Delaware Supreme Court, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
29. Delaware Supreme Court, *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
30. Delaware Court of Chancery, *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010).
31. Zie in vergelijkbare zin: Assink 2007, nr. 7.b. Deze taakstelling kan overigens wijzigen wanneer de vennootschap in een situatie van feitelijke insolventie terecht komt, zie Assink 2007, nr. 7.c. Zie over een dergelijke situatie in Nederland: Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, *JOR* 2020/85, m.nt. P.H.M. Broere (*ZED+*), r.o. 3.12-3.13.
32. Eisenberg & Cox 2014, p. 258-259. Van Ginneken 2010, par. 3.3.1, legt uit dat deze zogenaamde *constituency statutes* onderdeel waren van de derde generatie anti-overnamewetten.

Delaware in 2013, net als verschillende andere staten in de afgelopen jaren, een nieuwe rechtsvom ingevoerd: de *public benefit corporation*.[33] De wet definieert deze rechtsvorm als volgt:

> "A "public benefit corporation" is a for-profit corporation organized under and subject to the requirements of this chapter that is intended to produce a public benefit or public benefits and to operate in a responsible and sustainable manner. To that end, a public benefit corporation shall be managed in a manner that balances the stockholders' pecuniary interests, the best interests of those materially affected by the corporation's conduct, and the public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation."[34]

In de kern is deze rechtsvorm erop gericht dat de boards of directors een winstgedreven onderneming managen die daarnaast ook rekening houdt met de belangen van stakeholders en maatschappelijke belangen.[35] Deze rechtsvorm lijkt voor wat betreft normatief richtsnoer en *corporate purpose* in feite veel op de NV.

> De *public benefit corporation* is overigens een formele rechtsvorm en daarmee iets anders dan de *Certified B Corporation*.[36] Dat laatste is een certificering die wordt verstrekt door de *non-profit organisation* B Lab, wanneer vennootschappen dit wensen en wanneer zij aan bepaalde minimumvereisten voldoen. Die vereisten zien met name op het niet louter streven naar een zo hoog mogelijke winst, en het rekening houden met de gevolgen voor werknemers, klanten, leveranciers, de maatschappij en het milieu. Voorbeelden van Nederlandse *Certified B Corporations* zijn Triodos Bank (een NV) en Tony's Chocolonely (een BV).

In Nederland bestaan plannen voor de invoering van een maatschappelijke onderneming als nieuwe rechtsvorm. Op het moment van schrijven is de invulling daarvan nog niet duidelijk. Wel lijkt het erop dat dit een bijzondere species van de BV zal worden die geen winstdoelstelling heeft.[37] In die laatste zin wijkt de voorgestelde rechtsvorm dus af van de *public benefit corporation*.

33. Subchapter XV van de DGCL.
34. §362(a) DGCL.
35. Eisenberg & Cox 2014, p. 259.
36. Zie over dat laatste verschijnsel: bcorporation.net.
37. Kamerbrief 10 juli 2020 betreffende 'Kabinetsinzet Sociaal Ondernemen'.

5.1.2 Gedachten over een autonoom of resulterend vennootschappelijk belang

Al voor de wettelijke verankering van het vennootschappelijk belang bij invoering van de structuurregeling in 1971, was er een discussie gaande over de inhoud en uitleg van dit begrip. Maeijer heeft deze ontwikkeling sterk beïnvloed, met name door zijn oratie in 1964.[38] Hij benadrukte hierin de rechtspersoonlijkheid van de NV en de zelfstandige bestuurstaak.[39] Maeijer beschouwde het vennootschappelijk belang van de NV als het zelfstandig belang van de vennootschap als samenwerkingsverband.[40] Het belang van de NV is in zijn ogen niet de optelsom van de belangen van alle stakeholders, maar het eigen belang van de NV, dat te onderscheiden is van de belangen van haar stakeholders. In de rechtswetenschap is deze benadering wel aangeduid als de 'autonome' of 'holistische' benadering.[41] Maeijer's definitie van het vennootschappelijk belang is treffend en vaak geciteerd: "het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel."

Minder vaak geciteerd zijn de op die definitie volgende zinnen, waarin Maeijer toelicht dat het laatste zinsdeel van de definitie, refererend aan het door de NV te bereiken doel, het vennootschappelijk belang begrenst. Het doel van de NV is – of was, vond Maeijer toen – uiteindelijk gericht op het behalen van winst en de rentabiliteit van het bijeengebrachte kapitaal. Zonder dat doel verliest de vennootschap het belang bij haar bestaan, nu dat bestaan geen doel op zich mag zijn.[42] Löwensteyn betoogde dat die redenering van Maeijer in de kern hierop neerkwam dat het belang van de vennootschap gelijk stond aan het lange termijn winstbelang van de gezamenlijke aandeelhouders.[43] Ik denk dat hij daar gelijk in had, al schiep de formulering van Maeijer in mijn optiek wel al meer ruimte voor een belangenafweging in dienst van het gezonde voortbestaan van de vennootschap op de lange termijn, los van de financiële belangen van de gezamenlijke aandeelhouders.

---

38. Zie hierover Timmerman 2018, par. 2.2.3: "Er is nooit eerder en ook daarna niet een vennootschappelijke verhandeling verschenen waarover zoveel is geschreven als over de oratie van Maeijer."
39. Maeijer 1964.
40. Maeijer 1964, hoofdstuk 1.
41. Mendel 1971, p. 19-20; Kemp 2015, par. 3.13.2; Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 6; Van Veen, *WPNR* 2017/7162, par. 2.1-2.2; Mendel & Oostwouder, *O&F* 2017/3, par. 2. Dit wordt ook wel aangeduid als de institutionele opvatting, zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/127.
42. Maeijer 1964, hoofdstuk 1.
43. Löwensteyn 1970, p. 87.

De zienswijze van de autonome leer werd gedeeld door verschillende andere schrijvers.[44] De autonome benadering stond tegenover de visie van Maeijer's leermeester Van der Grinten, die de zogenaamde 'resultantebenadering' of 'participantenopvatting' aanhing.[45] In deze benadering werd het vennootschappelijk belang niet als een zelfstandig belang gezien, maar als resultaat van de belangen van alle stakeholders, waarbij telkens moet worden bepaald welk belang doorslaggevend is op grond van de omstandigheden van het geval.[46] Löwensteyn, Van Solinge, Nieuwe Weme, Timmerman en Vletter-Van Dort spraken zich uit voor de resultanteleer[47] en Dortmond, Winter, Bulten en andere schrijvers zagen deze als heersend.[48] Ook de overtuiging van de minister bij de totstandkoming van de structuurregeling in 1970 lijkt geënt op de resultanteleer, nu het vennootschapsbelang door hem wordt aangemerkt als "het gezamenlijk belang van allen die onmiddellijk bij vennootschap en onderneming zijn betrokken."[49] Gedurende een zekere periode, ik zou zeggen grofweg vanaf begin jaren 2000 tot uiterlijk 2014, kan de resultantebenadering mijns inziens in ieder geval als de heersende leer worden gezien.

Dit neemt niet weg dat hierover geen eenstemmigheid bestond, en in de loop der jaren zijn ook andere theorieën opgebracht. Zo kan gewezen worden op de opvatting van het aandeelhoudersbelang waarbij het vennootschappelijk belang wordt bepaald door het belang van de aandeelhouders.[50] Daaraan enigszins verwant is de benadering die wel wordt aangeduid als

44. Zie bijvoorbeeld: Mendel 1971, p. 19-20; Slagter 1996, par. 3; Assink, *Ondernemingsrecht* 2010/50, par. 5.2; Verdam, *Ondernemingsrecht* 2013/18. Zie voor een uitgebreid overzicht: Kemp 2016, par. 3.13.2.
45. In de achtste druk van Van der Heijden/Van der Grinten 1968, nr. 233 is voor het eerst een passage over het vennootschappelijk belang opgenomen, met een verwijzing naar de oratie van Maeijer uit 1964. Vervolgens merkt Van der Grinten op: "Wat als vennootschappelijk belang kan gelden, is de resultante van afweging van belangen van allen die bij de vennootschappelijke werkzaamheid zijn betrokken." In de zevende druk van hetzelfde handboek uit 1962 stond nog geen passage over het vennootschappelijk belang, maar vermelde datzelfde randnummer wel: "…dat het bestuur en beheer gericht moeten zijn op instandhouding van de n.v. en haar bedrijfsuitoefening." Opmerkelijk genoeg heeft die laatste stelling veel weg van de continuïteitsgedachte die juist gezien wordt als een uiting van de autonome leer (zie bijvoorbeeld Van Schilfgaarde 2016, nr. 52, die de autonome of holistische leer ook aanduidt als de 'continuïteitsopvatting').
46. Kemp 2015, par. 3.13.1; Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 6; Van Veen, *WPNR* 2017/7162, par. 2.1; Mendel & Oostwouder, *O&F* 2017/3, par. 2.
47. Löwensteyn 1970, p. 86; *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009, nrs. 394-395; L. Timmerman, 'Onderneming en vennootschap', in: L. Timmerman e.a., *Piercing Van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 1990, p. 7; Vletter-van Dort 2001, par. 2.9.4.
48. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/231; Van Schilfgaarde/Winter & Wezeman 2013, nr. 4; Bulten, *Ondernemingsrecht* 2014/94; Van Schilfgaarde 2016, nr. 52. Zie voor een uitgebreid overzicht: Kemp 2016, par. 3.13.1.
49. *Kamerstukken II* 1970/71, 10 751, nr. 10 (MvA), p. 10.
50. Zie over deze opvatting Löwensteyn 1970, p. 88-89 en ook de annotatie van Blanco Fernández bij Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/32 (*Stork*) en Blanco Fernández,

de "leer van de leegte".[51] In deze benadering wordt gesteld dat het begrip vennootschappelijk belang geheel geen plaats heeft binnen het vennootschapsrecht, althans niet naast of in afwijking van de inhoud die daaraan wordt gegeven door aandeelhouders. Deze zienswijzen laat ik hier verder buiten beschouwing, omdat zij minder van belang zijn geweest dan de hiervoor beschreven opvattingen.

Volgens sommigen al sinds de *ABN AMRO*- en *ASMI*-beschikkingen,[52] maar in ieder geval sinds de *Cancun*-beschikkingen, is de heersende overtuiging dat de Hoge Raad een keuze heeft gemaakt voor de autonome benadering.[53] Daarbij past volgens de Hoge Raad waar nodig wel een eventuele correctie voor de belangen van betrokkenen, maar die is, zoals ik het lees, geen onderdeel van het vennootschappelijk belang zelf. Deze eventuele correctie vloeit volgens de *Cancun*-beschikkingen voort uit de zorgvuldigheidsverplichting van het bestuur met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.[54] Het vennootschappelijk belang is de eerste (de 'richtinggevende') trap van de tweetrapsraket, de zorgvuldigheidsverplichting jegens stakeholders de tweede (de 'corrigerende') trap.[55]

Niet iedereen is overtuigd van de keuze voor de autonome leer. Er zijn schrijvers die menen dat in de *Cancun*-beschikkingen tevens of louter de resultanteleer kan worden gelezen.[56] Volgens Winter, Wezeman en Schoonbrood ontstaat in de benadering van de Hoge Raad "een synthese tussen het aspect van continuïteit, met aanvulling en nuancering in verband met de eigenlijke doelen die aandeelhouders nastreven, dat het vennootschapsbelang bepaalt en de resultantebenadering in de zin dat dit belang bij besluitvorming moet worden

---

Ondernemingsrecht 2018/29. Zie ook: Mendel & Oostwouder *NJB* 2013/1776; Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 6; Van Schilfgaarde 2016, nr. 52.

51. Zie bijvoorbeeld: Honée 1996 en recent Huizink 2020. Uitgebreider over de "leer van de leegte": Kemp 2015, par. 3.13.3. Uit de literatuur lijkt te volgen dat sommige schrijvers, zoals Löwensteyn en Blanco Fernández, zowel gezien kunnen worden als aanhangers van de aandeelhoudersbenadering als van de "leer van de leegte".
52. Mendel & Oostwouder *NJB* 2013/1776.
53. Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 6; Assink, *WPNR* 2016/7112, par. 5; De Brauw 2017, par. 5.1.4.2; De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1; Mendel & Oostwouder, *O&F* 2017/3, par. 4.1. Timmermans 2017, par. 3.4.1; Van Veen, *WPNR* 2017/7162, par. 2.2. Zie ook: Schwarz, *TvOB* 2018/04, par. 3. Zie paragraaf 5.1.1 voor de relevante passages uit de beschikkingen van de Hoge Raad.
54. Zoals ik in paragraaf 5.3.1 zal toelichtingen kan die zorgvuldigheidsverplichting gebaseerd zijn op verschillende gronden. Zie ook Van Veen, *WPNR* 2017/7162, par. 7.
55. Zie ook paragraaf 3.1.4 van dit proefschrift.
56. Van Schilfgaarde 2016, nr. 7 en 41; par. 5 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Roovers/Cancun Holding I*); par. 4 van de annotatie van De Haan bij HR 4 april 2014, *JOR* 2014/290 (*Invernostra/Cancun Holding I*).

afgewogen tegen andere relevante belangen van betrokkenen."[57] Zij miskennen mijns inziens dat het tweede aspect, dat zij omschrijven als resultantebenadering, geen deel uitmaakt van het vennootschappelijk belang zelf, maar een correctiemogelijkheid betreft op grond van een zorgvuldigheidsverplichting.[58] Dat de belangen van stakeholders niet tevens deel uitmaken van het vennootschapsbelang als eerste (richtinggevende) stap, volgt ook uit het feit dat deze belangen op basis van de *Cancun*-beschikkingen uitdrukkelijk worden meegewogen in de tweede (corrigerende) stap.[59] Zowel in de resultantebenadering als in de autonome benadering met 'stakeholdercorrectie' zal op enig moment rekening gehouden moet worden met andere belangen dan het belang van de NV; is dat niet reeds bij het vaststellen van het vennootschappelijk belang, dan in ieder geval daarna.[60] Het is echter relevant op de twee stappen van elkaar te scheiden, zoals de Hoge Raad doet, omdat daarmee onderstreept wordt dat het bestuur zich in de praktijk niet primair dient te richten op de belangen van stakeholders, maar op het bevorderen van het bestendig succes van de onderneming. Dat creëert een ruime ondernemingsvrijheid voor het bestuur.

Mijns inziens is de keuze voor de autonome benadering terecht. Hoewel de vennootschap een juridische fictie is,[61] is de realiteit meen ik wel dat goede, betrouwbare bestuurders met name hun best zullen doen de onderneming op de lange termijn succesvol te laten zijn. Dat kent een aspect van winstgevendheid, maar het kan ook relevant zijn investeringen te verkiezen boven winst om op korte termijn marktaandeel te winnen en op lange termijn te overleven. Alleen

57. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 4. Zie ook De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1, die spreekt van een "gecombineerde benadering" en Timmerman 2018, par. 2.2.4, die spreekt van een "synthese" (De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 2.2 noemt beide termen). Hoewel zowel Timmerman als De Brauw de principiële keuze voor de autonome leer onderschrijven, doet dergelijke terminologie het lijken alsof een dergelijke keuze niet (geheel) is gemaakt. Mijns inziens is het centrale kenmerk van de autonome benadering dat uitgegaan wordt van een zelfstandig vennootschapsbelang als richtsnoer, hetgeen in de *Cancun*-beschikkingen is bevestigd. Wat dat belang inhoudt (in de regel vooral het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming) en op welke wijze dat belang vervolgens al dan niet wordt gecorrigeerd, doet niet af aan de zelfstandigheid van het vennootschapsbelang als richtsnoer. Het is een tweetrapsraket waarvan de twee trappen duidelijk dienen te worden gescheiden: de eerste trap ziet op het bepalen van het vennootschappelijk belang en de tweede trap ziet op de weging van de belangen van betrokken belanghebbenden. De Jongh 2019, par. 18 ziet de *Cancun*-beschikkingen als synthese van drie in de literatuur verdedigde benaderingen.
58. Waarover meer in paragraaf 5.3.1. Zie ook: De Jongh 2019, par. 18.
59. Dit kan anders zijn indien de statutaire of strategische doelstellingen uitdrukkelijk voorschrijven dat de NV zich richt naar de belangen van bepaalde (groepen) stakeholders, zoals aandeelhouders.
60. Zie ook Schwarz, *TvOB* 2018/04, par. 3 met verwijzing naar K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht* (diss. UvA), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2016, par. 6.14.
61. Schwarz, *TvOB* 2018/04, par. 1.

wanneer de onderneming blijft overleven en op de lange termijn succesvol is, groeit en innoveert, zal uiteindelijk ook de welvaart van alle stakeholders (inclusief de aandeelhouders) kunnen toenemen.

5.1.3 De weg naar het bestendige succes: beleid en strategie

> "…of all the concepts in management, strategy is the one that attracts most attention and generates the most controversy. Almost everyone agrees that it is important. Almost no-one agrees on what it is."[62]

Het bestendige succes van de onderneming wordt bevorderd door een beleid en een strategie te bepalen en uit te voeren. De begrippen 'beleid' en 'strategie' worden in de literatuur en jurisprudentie gebruikt om bepaalde onderwerpen aan te duiden die onder de bestuurstaak vallen.[63] Het zijn oorspronkelijk niet-juridische termen, maar de invulling daarvan heeft grote invloed op de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en AV.[64] Over de betekenis van de termen bestaat nog veel onduidelijkheid.[65] In het *Fugro*-arrest gebruikte de Hoge Raad de twee termen gezamenlijk, terwijl hij in de *ABN AMRO*- en *ASMI*-arresten enkel 'strategie' noemde.[66] In de literatuur wordt verdedigd dat de strategie een onderdeel is van het beleid.[67] In de woorden van Van Schilfgaarde:

> "Ik zou dan de verhouding tussen de termen 'besturen', 'beleid' en 'strategie' zo willen zien dat met 'besturen' wordt aangeduid het leiding geven in het algemeen, waartoe dan ook behoort het ontwikkelen van 'beleid' op bepaalde gebieden. Tot die gebieden behoort ook de 'strategie', langs welke wegen deze ook moet worden bepaald."[68]

Holtzer maakt onderscheid tussen strategisch *beleid* en strategische *besluiten*.[69] Terwijl de eerste term in de wet is terug te vinden, maar geen duidelijke betekenis

---

62. J. Magretta, *What management is*, Londen (Verenigd Koninkrijk): Profile Books 2003, p. 71.
63. Aangenomen wordt dat de bevoegdheid van het bestuur tot het bepalen van het beleid en de strategie voortvloeit uit artikel 2:129 lid 1 BW, maar dat verband is door de Hoge Raad nooit met zoveel woorden gelegd, zie Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8.
64. Assink, *MvO* 2018/7.
65. Holtzer 2014, par. 2.1 en 2.4 en Assink 2019, nr. 7.
66. Zie par. 11 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij het *Boskalis/Fugro*-arrest van de Hoge Raad van 20 april 2018 (*NJ* 2018/331) en par. 5 van de annotatie van Leijten bij datzelfde arrest (*JOR* 2018/142).
67. Van Schilfgaarde noemt hiervoor als reden dat in artikel 2:141 lid 2 BW gesproken wordt van "strategisch beleid". Zie par. 11 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*). Zie ook over strategie als onderdeel van het beleid: Van Schilfgaarde 2016, nr. 67; Timmerman, *TvOB* 2018-1, par. 6; Assink 2019, nr. 7.
68. Par. 12 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*).
69. Holtzer 2014, par. 2.4. Holtzer ziet strategische besluiten als "op zichzelf staande, vaak wettelijk omschreven handelingen, terwijl het beleid vaak een geheel van meer besluiten

heeft, worden strategische besluiten in de wet genoemd waar zij onderworpen zijn aan goedkeuring van een ander orgaan dan het bestuur.[70] Hoewel het strategisch beleid bepaald wordt door het bestuur, zijn strategische besluiten dus niet vanzelfsprekend voorbehouden aan (slechts) het bestuur. Ook Assink ziet, naast het beleid (met inbegrip van de strategie) als onderdeel van de bestuursbevoegdheid, ook bevoegdheden van de AV ten aanzien van het beleid van de vennootschap.[71] Het bestuur heeft weliswaar het primaat bij het bepalen van het beleid (waaronder de strategie), maar waar de wet, statuten of overeenkomsten dat voorschrijven is de AV wel betrokken bij het vaststellen of uitvoeren van dat beleid. De onderstaande figuur biedt een beeld van de verhouding van de bestuursbevoegdheden en de AV-bevoegdheden die zien op het beleid en de strategie: het bestuur en de AV hebben hun eigen bevoegdheden en die zullen deels samenvallen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.[72]

over een langere periode omvat."

70. Bijvoorbeeld artikel 2:107a BW.

71. Assink 2019, nr. 7. Als voorbeeld noemt hij artikel 2:135 lid 1 BW: "De vennootschap heeft een beleid op het terrein van bezoldiging van het bestuur. Het beleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering. […]"

72. Vergelijk de laatste zin in r.o. 3.3.6 van de Hoge Raad in het *Fugro*-arrest: "Voor zover bevoegdheden omtrent de inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie toekomen aan het bestuur, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap." Hierover Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8c: "Ik zou de laatste zin van r.o. 3.3.6 maar zo willen verstaan dat voor zover een orgaan van de vennootschap die bevoegdheid toekomt, de uitoefening daarvan samenvalt met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap. Denkbaar is daarbij dat meer dan één orgaan ter zake een bevoegdheid toekomt, bijvoorbeeld in geval de algemene vergadering op grond van de wet of de statuten een goedkeuringsrecht heeft met betrekking tot een bestuursbesluit ter zake of anderszins betrokken moet worden in de besluitvorming, zoals bij statutenwijziging en/of aandelenuitgifte. Dat kan ook spelen bij een beschermingsconstructie."

Het bestuur van de beursvennootschap heeft in beginsel een *initiërende rol*, in de zin dat hij de strategie en het beleid bedenkt, bepaalt en uitvoert. De AV heeft in beginsel een *controlerende rol*, in de zin dat waar voor de uitvoering van het beleid en de strategie besluiten zijn vereist die onder de bevoegdheid van de AV vallen, de aandeelhouders hierover zullen moeten stemmen (bijvoorbeeld op grond van artikel 2:107a BW). Dat besluit zal dan wel aan de AV moeten worden voorgelegd; het bestuur kan niet om de AV heen vanwege het enkele feit dat de bevoegdheid in het desbetreffende geval samenvalt met het bepalen van het beleid en de strategie.[73] In het algemeen zal de AV voor zover zij een bevoegdheid heeft, die bevoegdheid in beginsel kunnen uitoefenen, ook wanneer de AV het relevante besluit daarmee in het desbetreffende geval initieert (voor zover zij daartoe bevoegd is) en zelfs wanneer dat in een voorkomend geval samenvalt met het bepalen van het beleid en de strategie.[74]

Het lijkt mij goed hier nog verder in te gaan op het begrip 'strategie' als onderdeel van het beleid. Timmerman omschrijft de strategie als "een plan om het succes van een onderneming op lange termijn te bevorderen."[75] De wetgever omschreef de strategie als "de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een langere periode en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die zij op kortere termijn neemt" en zag een periode tussen de vijf en tien jaar als gangbare horizon voor strategische beslissingen in het bedrijfsleven.[76] Ook in managementliteratuur wordt het begrip strategie niet eenduidig gedefinieerd.[77] Wel zijn daarin verschillende kenmerken van het begrip te ontwaren. Strategie gaat over de toekomst op de lange termijn, het voorbereiden op onzekerheden, het nemen van risico's.[78] Het gaat over complexe besluiten met grote impact, over plannen die mede zien op externe en onbeheersbare ontwikkelingen, die tijd nodig hebben om tot wasdom te komen en die veelal onomkeerbaar zijn.[79] Hiervoor is vereist dat een samenspel tussen werknemers, financiering, productiemiddelen en andere activa wordt georganiseerd en gecoördineerd, waarbij – niet altijd voor alle betrokkenen

73. In dezelfde zin: Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 2-3.
74. Zie uitgebreider hierover: paragraaf 5.4.2 van dit proefschrift. Zie voor de uitwerking in het kader van het convocatie- en agenderingsrecht: paragraaf 6.2 van dit proefschrift.
75. Timmerman, *TvOB* 2018-1, p. 15. In datzelfde stuk: "Strategisch denken vereist vooruitdenken en ook bijvoorbeeld het onderkennen van het bijzondere in een bepaalde situatie teneinde daarop gepast te kunnen reageren. Strategie beoogt een onderneming met succes van de ene situatie naar een andere situatie te loodsen in een complexe, instabiele omgeving. Het gaat om '*the art of creating power*'. Voor een succesvolle strategie is naast deskundigheid vaak geluk nodig. Het is inderdaad een soort *art*, een kunst."
76. *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3 (MvT), p. 11.
77. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 1.3.
78. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 1.1.
79. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 1.1. Met "onomkeerbaar" wordt hier bedoeld dat de investeringen die gedaan worden niet kunnen worden teruggedraaid.

plezierige – veranderingen teweeg worden gebracht.[80] Uiteindelijk is strategie er op gericht de onderneming meer succesvol te maken dan haar concurrenten, een *competitive advantage* te creëren, door klanten superieure producten en diensten te leveren, waardoor het marktaandeel groeit en waarde gecreëerd wordt voor de NV, en daarmee uiteindelijk ook voor haar stakeholders.[81] Zo wordt het bestendige succes van een onderneming bevorderd.

Bij beursvennootschappen van enige omvang is gebruikelijk sprake van een onderscheid tussen de (management)activiteiten op vennootschapsniveau (*corporate level*) en de (operationele) activiteiten op ondernemingsniveau (*business level*), veelal georganiseerd in verschillende divisies (*business units*).[82] Bij dergelijke organisaties wordt wel onderscheid gemaakt tussen drie niveaus van strategie: (1) *corporate strategy*, (2) *business* (ook wel: *competitive*) *strategy* en (3) *functional strategy*.[83] Met *functional strategy* wordt gedoeld op de 'operationele strategie' die ziet op de operationele activiteiten van de onderneming, zoals productie, marketing, levering, werknemers, onderzoek en ontwikkeling, IT, etc.[84] Met *business strategy* wordt gedoeld op de 'marktstrategie' voor de onderneming in de markt waarin zij opereert, zoals marktpositie, productprijzen en de verhouding ten opzichte van concurrenten.[85] Met *corporate strategy* wordt gedoeld op de strategie voor de gehele onderneming, zoals de keuze voor bepaalde product- en geografische markten, strategische allianties, fusies en overnames.[86] Ik noem dit de 'bedrijfsstrategie'. Er zal weinig discussie bestaan over het antwoord op de vraag of de operationele strategie en marktstrategie deel uitmaken van de bestuurstaak. Dat lijkt mij zonder meer het geval, aangezien dit behoort tot de dagelijkse bedrijfsvoering waarvoor het bestuur bij uitstek verantwoordelijk is. Waar het gaat om de bedrijfsstrategie kan het

---

80. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 1.1.
81. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 5.1 en Henry 2011, par.1.1.
82. Deze organisatievorm kwam met name op na de Tweede Wereldoorlog, aangezien dit ervoor zorgde dat bestuurders van de sterk groeiende ondernemingen zich konden richten op het managen van de gehele onderneming en niet bezig waren met de dagelijkse operationele taken. Zie: McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 8.1.
83. C. Capon, *Understanding strategic management*, Essex (Verenigd Koninkrijk): Pearson Education Limited 2008, p. 9; McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 8.1; Henry 2011, par. 1.4; Hunger & Wheelen 2014, p. 17. In kleinere, *single business* ondernemingen is niet noodzakelijkerwijs sprake van een *corporate strategy*.
84. Henry 2011, par. 1.4 en Hunger & Wheelen 2014, p. 17.
85. Henry 2011, par. 1.4 en 7.1 en Hunger & Wheelen 2014, p. 17.
86. Henry 2011, par. 1.4 en 8.1 en Hunger & Wheelen 2014, p. 17. Collis & Montgomery 1995, p. 3-4, beschrijft mooi hoe deze leer van de bedrijfsstrategie in de jaren 1980 toegepast werd op conglomeraten, die lager gewaardeerd werden dan de som van hun losse bedrijfsonderdelen omdat zij te kampen hadden met een grote organisatie op houdsterniveau die een waardedrukkend effect had op de bedrijfsonderdelen. Deze realisatie leidde tot een grotere focus op aandeelhouderswaarde die gecreëerd moest worden door het afstoten van ondergewaardeerde divisies. Zie over deze zogenaamde '*conglomerate discount*' ook Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 2.2. Zie ook: Cheffins 2019, p. 37.

antwoord minder duidelijk zijn. Hoewel deze primair onder de bestuurstaak zal vallen, kan het hier ook gaan om besluiten met gevolgen voor de identiteit of het karakter van de beursvennootschap of die anderszins raken aan bevoegdheden van aandeelhouders of de AV.

Bij een strategie past ook een 'visie'. In de literatuur wordt de visie op de lange termijn onderscheiden van de strategie op de middellange termijn (waarbij die laatste bijvoorbeeld een periode van drie tot vijf jaar bestrijkt).[87] Dit onderscheid tussen visie en strategie is ook terug te vinden in managementliteratuur.[88] Er zijn uiteraard veel varianten mogelijk en strategiebepaling blijft maatwerk, maar in algemene zin kan gezegd worden dat de bedrijfsstrategie bestaat uit een strategische visie en strategische doelstellingen.[89] De visie kan gezien worden als de spreekwoordelijke 'stip aan de horizon', het vergezicht dat de langetermijnambitie van de NV weergeeft. Een visie is veelal geen concrete doelstelling, maar een idealistisch vergezicht.[90] Een sprekend voorbeeld is de oorspronkelijke visie van Microsoft: "A computer on every desk and in every home."[91] Aan een visie kan een concrete termijn verbonden zijn, bijvoorbeeld 10 jaar, maar dat is meestal niet het geval. Vaker zal een visie ook op lange termijn niet aan verandering onderhevig zijn.[92] In ieder geval gaat de visie over de lange tot zeer lange termijn.

> De visie onderscheid zich weer van de 'missie'. Met die laatste term wordt gedoeld op een verklaring waarin uitgesproken wordt hoe de onderneming zichzelf *nu* ziet en welke rol zij *op dit moment* in de wereld wil spelen. Waar de missie op het heden ziet, ziet de visie op de (verre en wellicht zelfs utopische) toekomst.

Het bestuur zal moeten concretiseren welke stappen het wil en verwacht te kunnen zetten op de middellange termijn om toe te werken naar realisatie van zijn strategische visie. Deze stappen op de middellange termijn zijn de

87. Kleipool & Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2017/56, par. 4.1.
88. McGee, Thomas & Wilson 2010, par. 1.1 en 2.2.2.
89. Collis & Montgomery 1995, p. 6.
90. Collis & Montgomery 1995, p. 6: "A vision is not a specific commitment, but a subjective, impressionistic idea of what lies on the horizon. It neither lays out a clear path nor specifies a detailed endpoint, but rather provides an overarching sense of purpose and mission. As such the vision should be articulated in general terms that convey some sense of what the company wants to achieve in the future and how that will contribute to society."
91. 'After Bill', *The Economist*, 26 juni 2008.
92. Henry 2011, par. 1.3.

strategische doelstellingen.[93] Een strategisch plan werkt concreet uit op welke wijze de NV beoogt haar strategische doelstellingen op de middellange termijn te realiseren.

> In de *PCM*-beschikking waren de strategische doelstellingen en het strategisch plan niet op elkaar afgestemd. PCM had de strategische doelstelling geformuleerd om te werken aan 'basisverbreding', onder andere door acquisities en andere investeringen.[94] PCM had voor dit doel slechts een "nauwelijks uitgewerkt" en "rudimentair" strategisch plan.[95] De Ondernemingskamer stelde onder andere vast dat PCM, ten tijde van het toetreden van de Apax-groep als aandeelhouder, op het gebied van basisverbreding feitelijk en concreet slechts de verwerving van één andere uitgeverij voor ogen stond, dat zij kennelijk werd verrast door de onmogelijkheid om die verwerving te realiseren en dat andere – concrete – plannen om de gestelde strategie van basisverbreding vorm te geven nog niet waren ontworpen.[96] Dit droeg mede bij aan het oordeel dat er gegronde redenen waren om te twijfelen aan een juist beleid bij PCM en haar houdstervennootschap.[97]
>
> In 2007 werd de strategie van Stork door de Ondernemingskamer getoetst.[98] In dat geval werd de strategie als deugdelijk en op goede argumenten gebaseerd aangemerkt. Dat de door Stork gevolgde strategie vruchten afwierp was volgens de Ondernemingskamer "…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. [onderstreping SBGN]" De Ondernemingskamer maakt niet duidelijk waarom en op welke wijze uit de beurskoers kan worden afgeleid of een strategie succesvol is. De strategie ziet immers op het succes van de onderneming en niet de waarde van de aandelen in de vennootschap. Zoals toegelicht in paragraaf 4.5.2 wordt de beurskoers door veel factoren beïnvloed en hoeft die in ieder geval geen accurate afspiegeling te vormen van de reële waarde van de onderneming.

93. Collis & Montgomery 1995, p. 6. Doelstellingen worden door Collis & Montgomery ook wel onderscheiden in niet-kwantificeerbare (*goals*) en kwantificeerbare doelstellingen (*objectives*).
94. Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink (*PCM*), r.o. 2.8-2.11 en 3.18-3.19.
95. Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink (*PCM*), r.o. 2.11 en 3.2.
96. Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink (*PCM*), r.o. 3.17-3.18.
97. Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink (*PCM*), r.o. 3.23.
98. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.16-3.17.

Het voorgaande samenvattende, ziet de bedrijfsstrategie van de onderneming er in algemene zin en schematisch weergegeven als volgt uit:

Term	Inhoud	Termijn
Strategische visie	Wat de onderneming wil zijn; haar bestaansdoel	Lange tot zeer lange termijn
Strategische doelstellingen	Wat de onderneming beoogt te bereiken	Middellange termijn (3-5 jaar)
Strategisch plan	Hoe de onderneming haar strategische doelstellingen beoogt te bereiken	Middellange termijn (3-5 jaar)

Het verschil tussen deze drie strategische elementen kan – geplaatst in de tijd – ook als volgt worden weergegeven:

In overeenstemming met het voorgaande schrijft de Corporate Governance Code voor dat het bestuur een *visie* ontwikkelt op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daarbij een *passende strategie* formuleert.[99] De Corporate Governance Code besteedt ook aandacht aan de inhoud van de strategie, die in ieder geval rekening moet houden met de volgende aspecten: (1) de implementatie en haalbaarheid van de strategie, (2) het bedrijfsmodel van de NV en de markt waarin zij opereert, (3) kansen en risico's voor de NV, (4) de operationele en financiële doelen van de NV en de invloed ervan op de toekomstige positie in relevante markten, (5) belangen van stakeholders, en (6) andere voor de NV relevante aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale zaken en personeelsaangelegenheden, de keten waarin de onderneming opereert, eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping.[100]

Het bestuur zal dus de strategie bepalen als onderdeel van het beleid. Kan het bestuur dan ook bepalen welke zaken onder de strategie vallen (en dus in beginsel tot haar bevoegdheid behoren)? Van Schilfgaarde merkt op: "Waar het op neer lijkt te komen is dat het bestuur in dit opzicht de regels kan bepalen door een bepaald onderdeel van zijn beleid als 'strategie' aan te duiden."[101]

99. *Best practice*-bepaling 1.1.1 van de Corporate Governance Code.
100. *Best practice*-bepaling 1.1.1 van de Corporate Governance Code.
101. Van Schilfgaarde 2016, nr. 67.

Dat lijkt mij niet vanzelfsprekend het geval.[102] Uiteraard zal het wel een factor van belang zijn dat het bestuur een bepaald onderwerp gemotiveerd aanmerkt als onderdeel van zijn strategie.[103] Dat is echter niet doorslaggevend, althans dat leidt er niet per definitie toe dat het bestuur daarmee bevoegd is te besluiten over het desbetreffende onderwerp. Het is, anders gezegd, niet zo dat wanneer het bestuur een bepaald onderwerp aanmerkt als strategisch, dit vanzelfsprekend verhindert dat aandeelhouders hier zeggenschap over kunnen uitoefenen. Een andere visie zou ertoe leiden dat telkens als het bestuur onderwerpen aanmerkt als strategisch, het zo de exclusieve bevoegdheid over die onderwerpen krijgt. Dat strookt niet met de wettelijke verdeling van bevoegdheden; in ieder geval niet voor zover het bevoegdheden betreffen die (deels) wettelijk zijn toebedeeld aan andere organen. Als een onderwerp gemotiveerd en specifiek door het bestuur wordt aangemerkt als onderdeel van de strategie, dan kan dat wel impliceren dat het behoort tot de bevoegdheid van het bestuur. Steeds zal echter weer de afweging gemaakt moeten worden of dit op basis van de wettelijke en statutaire bevoegdheidsverdeling in het concrete geval niet anders is. Het bestuur is weliswaar bevoegd de strategie vast te stellen en uit te voeren, maar er zijn onderwerpen die geheel of deels behoren tot de bevoegdheid van de AV, en daarmee niet (geheel) tot de strategiebepaling die valt binnen de exclusieve bevoegdheid van het bestuur.

Er zijn onderwerpen waarvan inmiddels duidelijk is dat zij in beginsel behoren tot de bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen. Die bevoegdheid wordt in Nederland ruim uitgelegd[104] en het bestuursprimaat ten aanzien van het bepalen van het beleid en de strategie is in recente jaren verder verstevigd.[105] In algemene zin kan tegenwoordig mijns inziens gezegd worden dat alle zaken die de NV en haar onderneming betreffen en die niet specifiek onder de bevoegdheid van andere organen vallen, tot de bevoegdheid van het bestuur behoren omdat deze onderwerpen altijd in meer of mindere mate verband zullen houden met de strategie, als onderdeel van het beleid dat valt onder het besturen. Deze constatering sluit aan bij de vaststelling eerder in deze dissertatie dat de wettelijke restbevoegdheid van de AV (zoals vastgelegd in artikel 2:107 lid 1 BW) in de huidige rechtspraktijk niet langer betekenis toekomt.[106]

---

102. Zie in dezelfde zin: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a. Ook Willems vraagt zich af: "Wie maakt trouwens uit wat onder de strategie valt en valt iets onder strategie als het bestuur dat enigszins gemotiveerd uiteenzet?" Hij lijkt daar afwijzend tegenover te staan. Zie Willems, *Ondernemingsrecht* 2017/116, par. 9.
103. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8a.
104. Zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43. Zie ook De Jongh 2014, nr. 148 over de uitleg van de op vergelijkbare wijze open geformuleerde bestuurstaak naar oud recht: "Dankzij de onbestemde inhoud van art. 47 WvK kon de uitleg ervan 'meeademen' op de veranderende opvattingen omtrent de machtsverhoudingen binnen de vennootschap."
105. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.9.
106. Zie paragraaf 3.3 van dit proefschrift.

Met de uitdijing van de bestuursbevoegdheid onder de vlag van de strategie, is de bevoegdheid tot strategiebepaling gaan functioneren als restbevoegdheid ten aanzien van niet aan andere organen toebedeelde bevoegdheden. In de rechtspraak worden veel soorten besluiten, waarvoor de bevoegdheid niet expliciet in de wet is toegekend aan het bestuur, gerekend tot het beleid en de strategie en daarmee tot de bestuursbevoegdheid. Het gaat dan bijvoorbeeld om besluiten over het wel of niet meewerken aan een openbaar bod,[107] over het aangaan van een verkoop van een dochtervennootschap,[108] over het aangaan van een joint venture,[109] over het voorstellen van een emissie[110] of over het inrichten van de organisatie van de NV binnen de grenzen van de wet en statuten.[111] Verder worden het beëindigen van een deel van de economische activiteiten, de vervreemding van een bedrijfsonderdeel en de inbreng van de onderneming in een volledige dochtervennootschap aangemerkt als bestuurshandelingen (die, meen ik, vallen onder de strategie van de NV).[112] Volgens Van der Grinten kan het bestuur niet zonder medewerking van de AV de NV in een toestand van afhankelijkheid brengen door emissie van een controlerend aandelenpakket.[113] Voor zover sprake is van een dergelijke emissie nadat het bestuur is aangewezen tot uitgiftebevoegd orgaan als bedoeld in artikel 2:96 lid 1 BW, en onder de voorwaarden die gelden voor die aanwijzing, kan het bestuur mijns inziens wel degelijk besluiten tot een dergelijke emissie over te gaan. Is dat niet het geval, dan kan het bestuur daartoe inderdaad niet overgaan. Het bestuur kan niet alle (substantiële) economische activiteiten vervreemden en in feite een einde maken aan de door haar in stand gehouden onderneming zonder medewerking van de AV.[114] Wel kan het bestuur volgens de Hoge Raad de strategische keuze maken de *stand alone*-strategie te verlaten en een fusie aan te gaan of een bod op de aandelen uit te lokken.[115] Ik begrijp dit zo dat het bestuur een dergelijke

107. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*).
108. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Sinds de invoering van artikel 2:107a BW moet het dan wel gaan om een transactie die niet raakt aan de drempels van dat artikel.
109. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).
110. Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*).
111. HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*). Van der Grinten meende nog dat belissingen die de structuur en inrichting van de vennootschap betreffen niet tot de bevoegdheid van het bestuur moesten worden gerekend, zie Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.
112. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.
113. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.
114. Dit volgt thans uit artikel 2:107a lid 1 sub a BW. Hetzelfde gold naar de heersende leer al voor inwerkingtreding van dat artikel, zie Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231. Zie in dezelfde zin voor de BV ook de Ondernemingskamer in Hof Amsterdam (OK) 1 februari 2006, *ARO* 2006, 166 (*S. van Baarssen Halfweg*), r.o. 3.3 en Hof Amsterdam (OK) 9 oktober 2006, *ARO* 2006, 166 (*UMI Beheer*), r.o. 3.3.
115. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.5.

strategiewijziging kan initiëren, maar dat uiteindelijk wel medewerking van de AV nodig is voor het bewerkstelligen van een juridische fusie of andere handelingen waarvoor wettelijk of statutair medewerking van de AV is vereist, of van individuele aandeelhouders voor het laten slagen van een door het bestuur uitgelokt bod op de aandelen van de beursvennootschap.

Bij beantwoording van de vraag of een besluit dat verband houdt met de strategie tot de bevoegdheid van het bestuur hoort, kan mede relevant zijn of sprake is van een *voortzetting* of juist van een *wijziging* van de strategie.[116] In de *Stork*-beschikking was sprake van een voortzetting van de aangekondigde strategie met drie divisies door het bestuur, terwijl aandeelhouders Centaurus en Paulson aan Stork verzochten om zich te richten op de luchtvaartdivisie en de overige activiteiten af te stoten.[117] De AV had hier volgens de Ondernemingskamer geen inspraak op het strategische besluit van het bestuur. Volgens de Ondernemingskamer speelde bij haar oordeel dat het bestuur van Stork niet gedwongen kon worden haar strategie te verlaten ook een rol dat het verlaten van de strategie in dat geval risico's met zich mee kon brengen.[118]

> AkzoNobel had in 2006 het voornemen Organon (de *pharma*-activiteiten) af te splitsen en de activiteiten van AkzoNobel voort te zetten met haar twee andere divisies (*coatings* en *chemicals*). Dit viel te kwalificeren als een wijziging of het verlaten van de daarvoor gevolgde strategie. In het geval van AkzoNobel is de AV om goedkeuring verzocht.[119]

Ook kan het voorkomen dat, hoewel het besluit tot het doorvoeren van een strategiewijziging op zich voorbehouden is aan het bestuur, de wijziging van strategie voorafgegaan wordt door, of samenhangt met, een andere gebeurtenis

---

116. Zie over dat laatste ook *best practice*-bepaling 1.1.1 van de Corporate Governance Code: "Afhankelijk van de marktdynamiek kunnen korte termijn aanpassingen van de strategie nodig zijn."
117. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*).
118. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.19. In het geval van Stork heeft de AV wel gestemd over de voorstellen van Centaurus en Paulson en ook vóór deze voorstellen gestemd, maar het bestuur achtte dit besluit niet bindend omdat het beleid van de NV wordt bepaald door het bestuur, zie Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 2.25.
119. Zie ook wat de heer Wijers (bestuursvoorzitter AkzoNobel) hierover opmerkte blijkens p. 17 van de notulen van de buitengewone AV van AkzoNobel d.d. 7 september 2006: "Mijnheer de voorzitter, de Nederlandse wetgeving eist van ondernemingen, dat als er een belangrijke identiteitsverandering wordt voorgesteld daar goedkeuring voor wordt gevraagd aan de aandeelhoudersvergadering. Dat is wat wij hier doen. Wij stellen een fundamentele identiteitsverandering voor, namelijk een volledige separatie. We zeggen daarbij dat we een sterke voorkeur hebben. Het voorkeursscenario is een initiële minderheids IPO, met het duidelijk voornemen om die na twee, drie jaar te vervolgen met de verkoop van de rest van de aandelen. Dit is, in de geest van wat de wetgever destijds bedoeld heeft, een identiteitsverandering."

('*trigger event*') die in sommige gevallen de strategiewijziging (mede) veroorzaakt, of daarvoor nodig is.[120] Dit kan gaan om de benoeming van een nieuwe CEO of een mogelijke overname.[121] In dit soort gevallen kan het initiëren van de strategiewijziging weliswaar tot de bevoegdheid behoren van het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, maar zal de gebeurtenis die samenhangt met de strategiewijziging tot de bevoegdheid van de AV kunnen behoren (zoals bij de benoeming van bestuurders of een juridische fusie of splitsing) of afhankelijk zijn van de medewerking van aandeelhouders (zoals bij een voorgenomen openbaar bod). Voor zover de strategiewijziging afhankelijk is van de gebeurtenis die onder de bevoegdheid van de AV valt, is dan ook medewerking van de aandeelhouders of AV nodig, die zo weer (indirect) invloed krijgen op de strategie.

Verwarring tussen de begrippen strategie en vennootschappelijk belang moet worden vermeden. Zoals Stevens terecht aanhaalt in zijn annotatie bij de *PCM*-beschikking, kan het vennootschappelijk belang niet gelijkgesteld worden aan de strategie.[122] Het bestuurshandelen kan niet getoetst worden aan de (door het bestuur zelf bepaalde) strategie. Een andere visie zou leiden tot een inhoudsloos systeem omdat het richtsnoer, en daarmee de toets voor het handelen van het bestuur, niet langer objectief is, maar subjectief, afhankelijk van de wil van datzelfde bestuur. Strategie is een instrument en geen doel op zich. Het wordt ingezet om een ander doel te bereiken, namelijk het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Wel kan het zorgvuldig vaststellen en consequent uitvoeren en monitoren van een strategie wat mij betreft bijdragen aan het oordeel dat er sprake is van zorgvuldige besluitvorming, maar het biedt geen antwoord op de vraag of het uitvoeren van de vastgestelde strategie ook in het belang van de NV is. Het zal noodzakelijk zijn om een strategie te bepalen die gericht is op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming (de eerste, richtinggevende trap) en vervolgens te toetsen of die route voldoende rekening houdt met de belangen van bij de vennootschap betrokken stakeholders (de tweede, corrigerende trap).[123] Dat moet dan wel een strategie zijn die is vastgesteld met voldoende zorgvuldigheid, inzicht en kennis en in lijn met de

120. Hunger & Wheelen 2014, p. 15.
121. Hunger & Wheelen 2014, p. 15.
122. Par. 2 en 3 van de annotatie van Stevens bij Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 (*PCM*).
123. Timmerman, *TvOB* 2018-1, par. 4; Assink 2019, par. 8. Assink merkt op dat er een "onlosmakelijk verband" bestaat tussen de strategie en het vennootschappelijk belang. Dat ben ik met hem eens, maar dat geldt wat mij betreft in zijn algemeenheid voor 'het besturen' (waar de strategiebepaling onderdeel van is) als maatstaf voor de omvang van de bevoegdheid (als bedoeld in artikel 2:129 lid 1 BW) en het 'vennootschapsbelang' als maatstaf voor de doelstelling van de bevoegdheid (als bedoeld in artikel 2:129 lid 5 BW). Hoewel strategie en vennootschapsbelang in elkaars verlengde liggen, en op elkaar zouden moeten zijn aangesloten, moet gewaakt worden voor het vereenzelvigen van beide begrippen.

beginselen van behoorlijk ondernemerschap. Ook in dat opzicht is er een verband tussen de strategie en het belang van de vennootschap.

De strategie zal in de regel zijn uitgewerkt in een meerjarenplan, wat betekent dat aandeelhouders hun bevoegdheden kunnen gebruiken om tijdens een jaarlijkse AV het ontslag van bestuurders of commissarissen te agenderen wanneer zij het niet eens zijn met de strategie. Het bepalen van de strategie maakt immers deel uit van de bestuurstaak, en aandeelhouders mogen ingrijpen wanneer bestuurders hun taak niet naar behoren vervullen. Onbehoorlijke taakvervulling kan er mijns inziens uit bestaan dat er geen heldere strategie wordt bepaald of dat die strategie een negatieve uitwerking heeft die aan het bestuur is toe te rekenen, omdat de strategie slecht wordt uitgevoerd of niet tijdig wordt aangepast aan veranderende omstandigheden. De keerzijde van de bevoegdheid van het bestuur op het gebied van strategie is ook de verantwoordelijkheid daarvoor, en de mogelijke aansprakelijkheid wanneer de strategie dusdanig afwezig of gebrekkig is dat gesproken kan worden van onbehoorlijke taakvervulling.

Ook in de Verenigde Staten bepaalt het bestuur onder normale omstandigheden in beginsel het beleid en de strategie, waarbij het een grote mate van beleidsvrijheid heeft.[124] Zoals de Delaware Supreme Court het verwoordt: "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."[125] Zie over de *business judgement rule* uitgebreider paragraaf 3.2.

5.2 De rol en verantwoordelijkheid van de AV van de beursvennootschap

5.2.1 Observaties over de rol van de AV en aandeelhouders

De rol van aandeelhouders binnen de corporate governance van beursvennootschappen vormt een heikel punt. Lang niet iedereen is het erover eens dat aandeelhouders überhaupt een rol zouden moeten spelen binnen de corporate governance van de beursvennootschap. Sommigen menen dat aandeelhouders helemaal geen (actieve) rol willen of kunnen spelen in de corporate governance-verhoudingen.[126] De houding van aandeelhouders ten opzichte van

124. Par. 3.7 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
125. Delaware Supreme Court, *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).
126. Zie bijvoorbeeld Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45 en Elion, *MvO* 2018/1-2, p. 17.

hun rol in de *checks and balances* binnen de beursvennootschap schept inderdaad een schizofreen beeld. Aan de ene kant lijken aandeelhouders niet geneigd te zijn om actief te participeren in de vennootschappelijke verhoudingen door gebruikmaking van hun wettelijke rechten als individueel aandeelhouder en in de AV.[127] Oorzaken hiervan kunnen onder andere gezocht worden in de rationele apathie van aandeelhouders[128] in combinatie met het *free rider*-probleem.[129] In de praktijk leidt dit ertoe dat met name kleinere aandeelhouders zich weinig actief zullen opstellen.[130] Zij fungeren in de afgelopen jaren steeds meer als passanten.[131] Aan de andere kant beklagen actieve aandeelhouders zich, op momenten dat zij het niet eens zijn met het bestuur en hun stem willen laten horen, juist over het gebrek aan middelen om het bestuur te laten luisteren naar hun wensen. Eenzelfde schizofrenie is waarneembaar aan de zijde van het bestuur. Dat beklaagt zich aan de ene kant over het gebrek aan participatie door aandeelhouders, terwijl het als het hem niet goed uitkomt de aandeelhouder geen zeggenschap gunt, onder verwijzing naar het bestuursprimaat. De voorgaande simplificatie vormt uiteraard een karikatuur van de veelkleurige werkelijkheid, maar het geeft wel een indruk van de vele en conflicterende waarheden.

Willen aandeelhouders een actieve rol vervullen in de corporate governanceverhoudingen? Ook die vraag is niet eenvoudig beantwoord. Dé aandeelhouder bestaat niet en verschillende typen aandeelhouders kunnen verschillende maten van betrokkenheid of afzijdigheid verkiezen. Aandeelhouders zullen verschillende investeringsdoelen, risicowensen en investeringshorizons hebben.[132] De mate van betrokkenheid kan ook verschillen per moment. Als het goed gaat met de onderneming, zullen veel beleggers veelal niet van zich laten horen en het bestuur zijn gang laten gaan. Dat kan anders worden indien er

127. Zie ook: EU Actieplan 2012, p. 3.
128. Voor een aandeelhouder met een beperkt belang staan de kosten die hij moet maken om actief controle op het bestuur uit te oefenen niet in verhouding tot de mogelijke voordelen, waardoor de kleinere aandeelhouders zich vanzelf passief zullen opstellen. Zie ook: Lokin 2018, par. 65. Institutionele investeerders worden ook wel omschreven als rationeel terughoudend (*rationally reticent*) in plaats van rationeel apathisch, omdat zij wel actief zullen reageren op voorstellen van anderen maar die voorstellen niet zelf zullen initiëren. Zie Eisenberg & Cox 2014, p. 310.
129. Westerhuis & De Jong 2015, p. 17. Hiermee wordt bedoeld dat minderheidsaandeelhouders weinig prikkels voelen om kosten te maken om zich actief te bemoeien met de beursvennootschap, omdat zij hopen dat andere aandeelhouders die kosten maken en zo een controlefunctie uitoefenen jegens het bestuur van de beursvennootschap, waarvan de passieve aandeelhouders profiteren. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 309 en Lokin 2018, par. 65.
130. Lokin 2018, par. 65.
131. Ter illustratie: volgens Bower & Paine 2017, p. 54 hielden aandeelhouders in Amerikaanse beursvennootschappen hun aandelen in 2015 gemiddeld 7,3 maanden. Wereldwijd was dit gemiddelde 7,4 maanden. In 1976 was het gemiddelde in Amerikaanse beursvennootschappen 5,1 jaar en wereldwijd 3,9 jaar.
132. Bower & Paine 2017, p. 54. Stout 2012, p. 9.

sprake is van bijzondere situaties zoals een overnamebod op de vennootschap, een geval van fraude, of tegenvallende resultaten. Over het algemeen geldt dat een groot gedeelte van de aandelen in beursvennootschappen wordt gehouden door institutionele aandeelhouders.[133] In 2014 hielden deze beleggers 93% van de aandelen in de beursvennootschappen in de AEX-index.[134] Institutionele beleggers functioneren als financiële investeerders en zijn veelal niet actief betrokken bij de gang van zaken van de onderneming. Die passieve houding van de kapitaalverschaffer past op zich ook bij het Nederlandse systeem, waarin het primaat voor het bepalen van de strategie bij het bestuur ligt. De vraag is vooral of het Nederlandse governancestelsel aandeelhouders wil toestaan om zeggenschapsrechten op het gebied van de strategie uit te oefenen wanneer zij dat wél willen, met name wanneer sprake is van een situatie waarin de belangen van aandeelhouders direct en ingrijpend kunnen worden geraakt.

Moeten aandeelhouders een actieve rol vervullen in de corporate governance verhoudingen? Het vaak genoemde concept van *checks and balances* veronderstelt enige mate van aandeelhoudersinvloed. Gesteld wordt veelal dat dit nodig is voor een werkbare balans tussen de machtsposities.[135] Wat precies begrepen moet worden onder *checks and balances* is niet duidelijk, maar gesteld is wel dat '*checks*' zien op efficiënt toezicht op het bestuur, terwijl '*balances*' zien op een evenwichtige verdeling van invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen en AV.[136] De Nederlandse en Europese wetgevers hebben meer dan eens aangegeven dat aandeelhouders een belangrijke rol spelen bij goede corporate governance.[137] Eenzelfde gedachte volgt uit de considerans bij de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn:

> "Een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid is een van de hoekstenen van het corporate governance-model van beursgenoteerde vennootschappen, dat is gebaseerd op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden. Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is een van de middelen die kunnen bijdragen tot een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen, ook wat betreft ecologische, sociale en governancefactoren, met name zoals bedoeld in de door de Verenigde Naties ondersteunde beginselen voor verantwoord investeren."[138]

---

133. Zie paragraaf 2.4 van dit proefschrift.
134. Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 2.
135. Zie bijvoorbeeld Westerhuis & De Jong 2015, p. 14 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), par. 43.
136. Code Tabaksblat, par. 1. Zie hierover ook: Ch.E. Honée, 'Corporate governance, een vogelvlucht', *Ondernemingsrecht* 2016/67, par. 2.
137. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 1; *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 6; EU Actieplan 2012, p. 3 & 5; *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 3.
138. Considerans 14 van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn. Zie in vrijwel gelijke zin: EU Actieplan 2012, p. 9. Overigens richt de door de Europese Commissie voorgestane vorm

Ook de Commissie Van Manen meent dat actieve betrokkenheid van aandeelhouders van belang is voor de onderneming waarin zij investeren.[139] Volgens de Corporate Governance Code dient de AV een zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* binnen de vennootschap, en veronderstelt goede corporate governance een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de AV.[140] Samengevat lijkt de heersende opinie te zijn dat van belang is dat aandeelhouders enige vorm van invloed kunnen uitoefenen in de vennootschappelijke organisatie.

Meerdere schrijvers vinden daarentegen dat de AV geen actieve rol zou moeten vervullen in de corporate governance-verhoudingen en menen dat de controlerende of tegenwicht biedende rol van de AV zou moeten worden overgelaten aan de raad van commissarissen, de rechter, de markt of publieke overheden.[141] In de literatuur wordt door de tegenstanders van aandeelhoudersinvloed wel beweerd dat het argument om aandeelhouders te betrekken in corporate governance gelegen is in het feit dat zij door sommigen (onterecht) als eigenaar van de beursvennootschap worden beschouwd.[142] Ik betwijfel of dat het geval is. Aandeelhouders worden in Nederland niet als 'eigenaar' van de vennootschap of de onderneming gezien, maar als rechthebbende van de aandelen die zij houden.

> Dit verschijnsel is niet uniek in Nederland; het werd treffend verwoord in *Short v. Treasury Commissioners* van het hof van beroep van Engeland en Wales: "Shareholders are not, in the eyes of the law, part owners of the undertaking. The undertaking is something different from the totality of the shareholding."[143] Overigens worden aandeelhouders volgens de Delaware Supreme Court kennelijk wel als eigenaren beschouwd: "Delaware corporate law provides for a separation of control and ownership. The directors

van aandeelhoudersbetrokkenheid zich met name op de toezichtsfunctie van de AV, en dan specifiek op het beloningsbeleid en transacties met verbonden partijen. Daarnaast richt de Commissie zich op regels voor volmachtadviseurs, samenwerking tussen aandeelhouders en werknemersaandelen.

139. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Slotdocument*, december 2017, p. 10.
140. Principe 4.1 van de Corporate Governance Code. Zie hierover ook Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107 BW, aant. 6.
141. Zie bijvoorbeeld Sanders 1952, p. 350-351, waarover ook Overkleeft 2017, par. 2.7.1. Zie ook: Schuit 2008, par. 3 en Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45.
142. Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45, par. 1: "Deze tegengestelde bewegingen leiden tot de vraag of de aandeelhouder in een beursvennootschap als eigenaar beschouwd dient te worden en daarmee een plaats verdient in de driehoek van *corporate governance*." [onderstreping SBGN].
143. Evershed LJ in Short v. Treasury Commissioners [1948] 1 KB 116 122.

> of Delaware corporations have 'the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholders owners.'"[144] Deze stelling lijkt echter ook niet onbetwist, en verschillende schrijvers betogen dat ook in de Verenigde Staten niet gezegd kan worden dat aandeelhouders juridisch gezien 'eigenaren' van de vennootschap of de onderneming zijn.[145] Het fenomeen '*separation of ownership and control*' is wat mij betreft dan ook meer juist omschreven als '*separation of security ownership and control*'.[146]

Anders dan door tegenstanders van aandeelhoudersinvloed wel wordt gezegd, zijn de redenen om aandeelhouders in Nederland te betrekken in de corporate governance mijns inziens niet dat aandeelhouders gezien worden (of werden) als eigenaren van de vennootschap. Die redenen zijn (1) een systeem van *checks and balances* creëren, en (2) voldoen aan de wens van kapitaalverschaffers om enige vorm van zeggenschap uit te kunnen oefenen als garantie voor hun investering.[147] De positie van aandeelhouders wordt immers niet beschermd door contractuele afspraken, die wel gelden bij andere financiers zoals kredietverstrekkers.[148] Daarom nemen aandeelhouders mogelijk genoegen met minder zeggenschapsrechten bij een beursvennootschap waarin zij veel vertrouwen hebben, dan bij een NV waarin zij weinig vertrouwen hebben:

---

144. Delaware Supreme Court, *NACEPF, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007), onder verwijzing naar Delaware Supreme Court, *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5 (Del. 1998). Niet geheel duidelijk is of hier bedoeld wordt dat aandeelhouders de eigenaren zijn van de onderneming (*business*) of van de vennootschap (*corporation*), maar dat laatste lijkt het geval te zijn. In dat geval is de vraag wat onder het begrip 'vennootschap' verstaan wordt. Naar Nederlands recht kan iemand geen eigenaar zijn van een vennootschap, maar slechts rechthebbende tot de aandelen in het kapitaal van een vennootschap. Ik vraag me af of dit een terminologisch verschil of een principieel verschil van perspectief is. Conceptueel lijkt het me in ieder geval een relevant verschil en een belangrijk terminologisch onderscheid.
145. Bower & Paine 2017, p. 53; Strine 2017, p. 1876 en 1927; Stout 2012, p. 37-38.
146. Fama 1980, p. 289, die daar ook opmerkt: "We first set aside the typical presumption that a corporation has owners in any meaningful sense." Overigens is reden dat Fama het eigendomsconcept irrelevant vindt voornamelijk gelegen in het dat in een '*nexus of contracts*' vele mensen gerechtigd zijn tot de verschillende aspecten van een onderneming, hetgeen niet direct aansluit bij de Nederlandse zienswijze waarbij de vennootschap een eigen persoonlijkheid en belang heeft.
147. Zie over de eerste reden: *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 1; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), par. 43. Zie over de tweede reden: *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 3; De Jongh 2014, nr. 178. Deze tweede reden wordt ook genoemd in economische literatuur, zie Shleifer & Vishny 1996: "The principal reason that investors provide external financing to firms is that they receive control rights in exchange." Zie ook Assink/Slagter 2013 (Deel 1), par. 4.2, die als redenen voor zeggenschapsrechten noemt dat aandeelhouders niet weten of zij een vergoeding zullen ontvangen voor hun 'inbreng' van risicodragend vermogen, waarbij zij zijn achtergesteld ten opzichte van andere schuldeisers en dat hun positie in de regel niet wordt beschermd door contractuele arrangementen. Zijn beide redenen raken aan het door mij als tweede genoemde punt.
148. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), par. 4.2.

> "Men kan niet verwachten dat het vermogen blindelings ter beschikking zal worden gesteld: de vermogensverschaffers zullen zekere garanties verlangen. Gaat het om "eigen vermogen" der onderneming – d.w.z. het risicodragend kapitaal – dan liggen zeggenschapsrechten, zoals in de naamloze vennootschap, voor de hand; gaat het om "vreemd vermogen" – b.v. obligatieleningen, onderhandse leningen, bankkrediet – dan zal persoonlijke of zakelijke zekerheid dan wel deelneming in het toezicht worden verlangd. Naarmate de onderneming meer risico's meebrengt, zullen de kapitaalverschaffers meer garanties verlangen; in ondernemingen waarin zij groot vertrouwen hebben, blijken zij in vrij vergaande mate bereid daarvan afstand te doen."[149]

Uiteraard kan het ook nog zo zijn dat een investering grote risico's met zich meeneemt en aandeelhouders toch genoegen nemen met weinig garanties in de vorm van zeggenschapsrechten, omdat er een hoog potentieel rendement tegenover staat.

Veel institutionele beleggers in Nederlandse beursvennootschappen zijn aandeelhouders die voor lange termijn in meerdere beursvennootschappen een aanzienlijk belang houden, bijvoorbeeld tussen de 1% en de 10%.[150] Deze beleggers zijn veelal behoorlijk actief betrokken bij de corporate governance van beursvennootschappen en wensen juist enige vorm van invloed in de beursvennootschap. Dit heeft in mijn beleving er niet mee te maken dat zij zouden menen dat zij eigenaren zijn van de NV's waarin zij investeren. De mate van zeggenschap van een aandeelhouder is in de praktijk niet het resultaat van een principiële discussie over waar de 'macht' zou moeten liggen, maar een overweging bij een zakelijke transactie die plaatsvindt als de desbetreffende aandeelhouder meent dat het rendement opweegt tegen het risico, waarbij het risico mede bepaald wordt door de mate van zeggenschap. Een mogelijke bijwerking van die transactie is dat er een systeem ontstaat waarbij het zelfstandig opererend bestuur enige mate van tegenwicht geboden wordt door zeggenschapsrechten van aandeelhouders. Dat is – in positieve zin – een systeem van *checks and balances* en – in negatieve zin – een bodem voor aandeelhoudersactivisme. Ik meen dat het in de basis om voornoemde redenen goed is dat aandeelhouders betrokken zijn bij de corporate governance, maar dat de vraag met name is hoe zij in positieve zin betrokken kunnen zijn. Het antwoord op die vraag hangt nauw samen met de normen die gelden voor de AV en individuele aandeelhouders.

149. *Kamerstukken II* 1970/1971, 10 751, nr. 10 (MvA), p. 2.
150. Zie voor de belangen ook bijlage 1.

5.2.2 De geldende normen voor AV en aandeelhouders

Er kan discussie bestaan over de vraag of aandeelhouders vrij zijn hun eigen belang te dienen. Maeijer meende van wel. Hij beschreef in zijn oratie dat men de AV kon zien (a) als orgaan van de vennootschap, en haar besluiten dus als rechtshandeling van de rechtspersoon, waardoor bij het stemmen in de AV het vennootschappelijk belang voorop zou moeten staan, of (b) als uiting van het samenwerkingskarakter, waarmee de aandeelhouders zeggenschap kunnen blijven uitoefenen over die samenwerking en waarin het vennootschapsbelang dus niet voorop hoeft te staan.[151] Maeijer koos voor het laatstgenoemde pad. De Hoge Raad was hem daarop reeds voorgegaan en heeft het stemrecht van aandeelhouders in de AV, in een drietal arresten gewezen in de periode van 1944 tot en met 1960, aangemerkt als een op zichzelf staand recht om het belang van die aandeelhouder te dienen, waarbij hem niet "een recht in het belang van anderen" is toevertrouwd.[152] De aandeelhouder heeft daarmee – zo overweegt de Hoge Raad – de vrijheid om van zijn stemrecht in de AV naar goeddunken gebruik te maken, mits dit niet ontaardt in misbruik van recht (thans misbruik van bevoegdheid, artikel 3:13 BW).[153] Volgens Maeijer is de vrijheid van de aandeelhouder om zijn eigen belang te dienen voorts beperkt door de redelijkheid en billijkheid, die vereist dat de aandeelhouder bij het uitoefenen van zijn rechten mede rekening moet houden met het belang van de vennootschap.[154] Dit volgt thans ook uit artikel 2:8 BW, dat mede geldt in de relatie tussen de individuele aandeelhouder danwel de AV enerzijds en de rechtspersoon anderzijds. De visie dat de individuele aandeelhouder binnen de grenzen van artikelen 2:8 en 3:13 BW naar geldend recht zijn eigen belang mag dienen wordt algemeen gedeeld in de literatuur,[155] onderschreven in recente rechtspraak van de Ondernemingskamer[156] en onderstreept door

151. Maeijer 1964, par. 5.
152. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*); HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*).
153. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*). Merkwaardigerwijs wordt diezelfde beperking niet genoemd in HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*), maar er is mij geen reden bekend op grond waarvan verondersteld zou moeten worden dat de beperking niet langer van toepassing zou zijn.
154. Maeijer 1964, par. 5. Maeijer spreekt over de 'goede trouw', een term die voor invoering van het nieuw BW in 1992 gebruikt werd in plaats van het huidige begrip redelijkheid en billijkheid.
155. De Jongh, *NJB* 2012/2099; Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/172.4; Rietveld, *TOP* 2013/7; *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/228; Kemp 2015, par. 5.10; Koelemeijer, *TvOB* 2015-2, par. 1; Olaerts, *Ondernemingsrecht* 2017/113, par. 2.3; Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19, artikel 2:8 BW, aant. 2.4. Zie anders: Slagter, *NJB* 2012/1683, die de individuele aandeelhouder niet gebonden acht aan artikel 2:8 BW. Zie uitgebreid over de leerstukken misbruik van bevoegdheid en redelijkheid en billijkheid en hun verhouding tot elkaar in deze beperkende zin: Kemp 2015, par. 6.2.
156. Hof Amsterdam (OK) 18 juli 2018, *JOR* 2018/303, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Eneco*), r.o. 3.13; Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.5; Hof

de wetgever.[157] Ook de Corporate Governance Code gaat hiervan uit.[158] Naar heersend recht is een aandeelhouder dan ook vrij zijn eigen belang te dienen, met als grens dat hij zich jegens de rechtspersoon en de overige institutioneel betrokkenen dient te gedragen naar de eisen van redelijkheid en billijkheid en dat hij de hem toekomende bevoegdheden niet mag misbruiken.[159] Ook in dit geval is dus – net als bij het handelen door het bestuur – sprake van een "tweetrapsraket" bestaande uit een richtsnoer en een correctie: de individuele aandeelhouder richt zich op zijn eigen belang en corrigeert die richting voor zover vereist op grond van artikelen 2:8 BW en 3:13 BW. Die eerste trap mag overigens anders worden ingevuld; het staat de aandeelhouder in beginsel vrij om andere dan zijn eigen belangen te dienen.

De individuele vrijheid binnen de grenzen van de artikelen 2:8 BW en 3:13 BW geldt wat mij betreft voor het handelen van de aandeelhouder in algemene zin, zowel bij het uitoefenen van organisatierechtelijke als vermogensrechtelijke rechten.[160] Dat betekent in mijn optiek dat een grootaandeelhouder die een meerderheidsbelang houdt in een beursvennootschap in beginsel vrij is zijn aandelen te verkopen, maar niet vrijelijk en onaangekondigd zijn volledige

---

Amsterdam (OK) 28 maart 2013, *JOR* 2013/171, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*AAA Auto Group*), r.o. 3.8.

157. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 6.
158. Preambule van de Corporate Governance Code, p. 8.
159. Nowak, *Ondernemingsrecht* 2009/9, par. 7. Zie in vergelijkbare zin: Kemp 2015, par 5.8, met een uitgebreide verwijzing naar de jurisprudentie en de verschillende stromingen in de literatuur ten aanzien van dit onderwerp in paragrafen 5.5 en 5.7. Zie verder hierover ook Olaerts, *Ondernemingsrecht* 2017/113.
160. Voor zover daar in alle gevallen al een strikt onderscheid in te maken valt. Denk aan het voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen dat zowel ziet op het financiële belang als de zeggenschapscomponent van het aandeel. Zie anders: B. Kemp, 'Normering van aandeelhouders. Redelijkheid en billijkheid of misbruik van bevoegdheid', *NJB* 2013/660: "Wanneer een aandeelhouder gebruik maakt van zijn organisatierechtelijke rechten, waaronder het stemrecht, maar bijvoorbeeld ook het agenderingsrecht, is hij gebonden aan art. 2:8 BW dan wel een (inhoudelijk) vergelijkbare norm op basis van art. 3:13 BW. Echter, wanneer de aandeelhouder gebruik maakt van zijn vermogensrechtelijke rechten, zoals het verkopen van zijn aandelen bij een aandelenfusie, is hij in beginsel niet gebonden aan art. 2:8 BW." Zie ook anders: Assink & Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2019/157, par. 3 en voetnoot 56, waarin beschreven wordt dat een mogelijke manier om betrokkenheid van aandeelhouders te reguleren zou kunnen zijn hen te verplichten zich te richten naar het vennootschappelijk belang (wat dan weer niet zou gelden bij de uitoefening van vermogensrechtelijke rechten). Ook Cahen 1970, p. 74 maakt een onderscheid tussen het handelen van de aandeelhouder binnen het interne rechtsverkeer van de NV en handelingen waarbij de aandeelhouder disponeert over zijn aandelen als hem toekomende vermogensbestanddelen. Hij maakt overigens ook onderscheid tussen bevoegdheden van de AV voortvloeiend uit dwingend en regelend recht, zie Cahen 1970, p. 76-77. Als ik het goed lees, betoogt Cahen dat de AV voor bevoegdheden naar dwingend recht het aandeelhoudersbelang prioriteit mag geven, maar dat dat voor bevoegdheden naar regelend recht niet het geval hoeft te zijn (zie bijvoorbeeld Cahen 1970, p. 83).

aandelenbelang mag 'dumpen' op de markt. Hij zou in gesprek moeten gaan met de beursvennootschap over een gecontroleerde verkoop, waarbij rekening gehouden wordt met het belang dat de vennootschap en andere aandeelhouders hebben bij het voorkomen van een plotselinge ineenstorting van de beurskoers. In de praktijk is dit ook niet ongebruikelijk.[161]

> Ik acht het zelfs denkbaar dat een verkopende aandeelhouder bij een beursgang op grond van artikel 2:8 BW gehouden kan zijn om een bepaalde beschermingsconstructie te implementeren. Dit zou ertoe kunnen leiden dat de aandeelhouder gehouden is certificaten te noteren en de onderliggende aandelen te plaatsen bij een stichting administratiekantoor, omdat in een specifiek geval de belangen van de vennootschap en haar stakeholders anders onevenredig worden geschaad. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn bij de beursgang van een producent van een medicijn tegen een zeldzame ziekte, waarin meer dan 50% van de aandelen wordt geplaatst bij beleggers, waarbij de dreiging bestaat dat een concurrerende pharmaceut de controle over de beursvennootschap zou willen verkrijgen om de beursnieuweling te ontbinden en zo commercieel voordeel te behalen.

Hoe groter het belang of de invloed van de desbetreffende aandeelhouder is, hoe groter de invloed van zijn handelen zal zijn op de beursvennootschap en haar stakeholders, en hoe zwaarwegender de verplichting zal zijn om rekening te houden met de belangen van de vennootschap, haar onderneming en haar stakeholders. De AV dient in grotere mate rekening dient te houden met het vennootschappelijk belang en de belangen van de betrokken belanghebbenden indien zij een besluit neemt dat normaliter of typologisch tot de bevoegdheid van het bestuur of de raad van commissarissen behoort, bijvoorbeeld vanwege een tegenstrijdig belang van de leden van die organen.[162] Dit betekent dat de vrijheid van aandeelhouders om (al dan niet via de AV) in hun eigen belang te handelen in dat soort gevallen in strenger wordt gereguleerd, en daarmee potentieel wordt beperkt. Hetzelfde geldt wat mij betreft indien een deel van de bevoegdheid die typologisch onder het bestuur ressorteert, in het bijzonder de bevoegdheid tot strategiebepaling, statutair naar de AV is verlegd. Indien de statuten (een groot deel van) de bevoegdheid tot strategiebepaling toekennen aan de AV, dan zullen hogere eisen gesteld kunnen worden aan de zorgvuldigheid waarmee aandeelhouders bij de besluitvorming in die AV omgaan met

161. In de praktijk worden voor dit doel in een *relationship agreement* tussen de beursvennootschap en de grootaandeelhouder veelal *orderly market arrangements* opgenomen. Hierin wordt afgesproken dat *sell downs* op een manier worden uitgevoerd die zoveel mogelijk een ordelijke markt waarborgt. Daarbij kunnen ook afspraken gemaakt worden over het maximale aantal aandelen dat de aandeelhouder per keer kan verkopen.
162. Mendel & Oostwouder, *NJB* 2013/1776, par. 6. Voor de volledigheid merk ik hier nog op dat dit niet betekent dat de AV zich moet *richten naar* het vennootschappelijk belang. Ik ga hierna uitgebreid op dit verschil in.

de belangen van de vennootschap, haar onderneming en de daarbij betrokken stakeholders. Datzelfde geldt wanneer een aandeelhouder een machtspositie heeft die de vennootschap in verregaande mate van hem afhankelijk maakt.[163] Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de aandeelhouder een dermate groot zeggenschapsbelang heeft dat hij feitelijk (mede) het beleid en de strategie kan bepalen, althans dat het bestuur zonder zijn medewerking dat beleid en die strategie niet tenuitvoer kan brengen.[164] Meer in algemene zin zal een grotere mate van invloed op de besluitvorming binnen de NV een grotere mate van verantwoordelijkheid met zich brengen voor de desbetreffende aandeelhouder, in die zin dat hij meer rekening dient te houden met het vennootschappelijk belang en de belangen van stakeholders die door de besluitvorming kunnen worden geraakt.[165]

Die grotere mate van invloed leidt er in mijn visie dus niet toe dat aandeelhouders zich dienen te *richten naar* het vennootschappelijk belang.[166] Hier wordt

163. Zie voor een voorbeeld buiten het NV-recht: Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2018, *JOR* 2019/9, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*SRK*), r.o. 5.1-5.4. Hierin werd aangenomen dat een lid van de vereniging in beginsel het recht had haar lidmaatschap op te zeggen, maar dat het desbetreffende lid in dit geval bij haar opzegging niet de zorgvuldigheid in acht had genomen die in de gegeven omstandigheden op grond van artikel 2:8 BW van haar mocht worden verlangd. Hierbij was volgens de Ondernemingskamer onder meer relevant dat de gelieerde stichting die de onderneming dreef in verregaande mate van het opzeggende lid afhankelijk was en door de opzegging in haar continuïteit werd bedreigd. Vanwege deze (feitelijke) dominante machtspositie had in redelijkheid van het opzeggende lid mogen worden verwacht dat deze het lidmaatschap niet had mogen beëindigen zonder daarbij verantwoordelijkheid te nemen voor de gevolgen die deze beëindiging zou meebrengen voor de relevante stakeholders.
164. Rietveld, *TOP* 2013/7 en Van Schilfgaarde 2016, nr. 71.
165. Zie in vergelijkbare zin: B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse* (preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' 2009), Deventer: Kluwer 2009, par. 3.2.3; Koelemeijer 1999, p. 207 en 341; De Jongh 2014, nr. 218; Kemp 2015, par. 10.3.12. Deze verantwoordelijkheid van de aandeelhouder kan ook meebrengen dat hij in grotere mate rekening dient te houden met de belangen van minderheidsaandeelhouders, zie bijvoorbeeld HR 12 juli 2013, *NJ* 2013/461, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2013/301, m.nt. E.E.U. Vroom (*VEB/KLM*).
166. Dit is iets anders dan *rekening houden met* het vennootschappelijk belang zoals dat hiervoor werd besproken, in die zin dat het "richten naar" ziet op het richtsnoer (de eerste trap) en het "rekening houden met" ziet op de correctie (de tweede trap). Zie voor nadere onderbouwing het begin van deze paragraaf voor uitgebreide verwijzingen naar literatuur en jurisprudentie. Zie voor een stichting continuïteit ook: Rb. Den Haag (pres.) 23 mei 1989, *KG* 1989/387 (*Brill*), r.o. 3.5: "Behoudens in bijzondere uitzonderingsgevallen heeft de aandeelhouder de bevoegdheid om zonder beperking van zijn (stem)recht gebruik te maken". Verwarrend is vervolgens dat de president vervolgens in r.o. 3.7 wel lijkt te toetsen of de stichting als aandeelhouder in strijd met het belang van de vennootschap heeft gehandeld: "Tot op heden is niet gebleken dat de stichting door tegen de motie van wantrouwen te stemmen in strijd met het belang van de vennootschap heeft gehandeld." En later in r.o. 3.8: "Er zijn geen

wel anders over gedacht.[167] Een visie die er vanuit gaat dat een aandeelhouder gebonden kan zijn aan het vennootschappelijk belang, verhoudt zich echter niet met het wettelijk systeem. Dat gaat er nu juist vanuit dat aandeelhouders geen belang kunnen hebben dat tegenstrijdig is met het vennootschapsbelang.[168]

> Het gaat dan om tegenstrijdig belang in de zin van de wet (in de 'strikte' zin). Artikel 2:129 lid 6 BW gaat ervan uit dat (enkel) bestuurders en commissarissen tegenstrijdige belangen kunnen hebben waardoor – in het uiterste geval – beide organen, enkel voor het specifieke besluit, onbevoegd worden. In dat soort gevallen is de AV bevoegd en die bevoegdheid vervalt niet, zelfs niet als het enige lid of al haar leden geconflicteerd zijn. In het systeem van de wet kunnen aandeelhouders in vennootschappelijke besluitvorming (dus binnen de AV) geen tegenstrijdig belang hebben, "omdat een plicht tot behartiging van het vennootschapsbelang ontbreekt die voor het bestaan van een dergelijk conflict vereist is."[169] Het voorgaande komt duidelijk tot uiting wanneer de geconflicteerde persoon zowel bestuurder als aandeelhouder is. Hij kan dan op grond van de wet niet deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming van het bestuur, maar wel aan de beraadslaging en besluitvorming van de AV.[170] Het voorgaande neemt niet weg dat aandeelhouders een tegenstrijdig belang, anders dan in de zin van de wet (in de 'ruime' zin), kunnen hebben waaraan gevolgen verbonden kunnen worden door de werking van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8

---

aanwijzingen dat zij, anders dan in het verleden, met haar stemgedrag in strijd zal handelen met de goede trouw of tegen het vennootschapsbelang." Die toetsing aan strijd met het vennootschapsbelang lijkt mij niet juist, tenzij daarmee wordt bedoeld dat er sprake zou kunnen zijn van een dusdanige onevenredige strijdigheid met het vennootschapsbelang dat een dergelijke uitoefening van het stemrecht naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (artikel 2:8 lid 2 BW).

167. Assink 2019, par. 10. Zie ook: Assink & Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2019/157, par. 3. Zie in dezelfde zin: par. 6 en 8 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Roovers/Cancun Holding I*). Van Schilfgaarde meent overigens (blijkens par. 8 van zijn annotatie) dat deze gedachte bij minderheidsaandeelhouders van beursvennootschappen moet worden genuanceerd: "Nog steeds waart rond het oude, aan een arrest van 1944 (Wennex) gekoppelde idee dat een aandeelhouder het recht heeft om (uitsluitend) zijn eigen belang in de vennootschap te dienen. Dat idee heeft zijn verdienste voor minderheidsaandeelhouders zonder invloed of ambitie om invloed uit te oefenen, en dan speciaal voor zulke aandeelhouders bij beursvennootschappen. Voor het overige is het al sedert zijn ontstaan verouderd. Het is te betreuren dat de ondernemingskamer en de Hoge Raad, geen aanleiding hebben gezien om in deze zaak, die bij uitstek daarvoor geschikt was, openlijk met die verouderde opvatting te breken."
168. Artikel 2:129 lid 6 BW.
169. K.H.M. de Roo, 'Delegatie van emissiebevoegdheid aan het bestuur', *WPNR* 2020/7278, par. 2.2 en voetnoot 11.
170. R.G.J. Nowak & A.F.J.A. Leijten, 'De nieuwe tegenstrijdigbelangregeling', *Ondernemingsrecht* 2012/92, nr. 17 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/226.

BW.[171] Anders dan bij een tegenstrijdig belang van bestuurders of commissarissen in de zin van de wet (in de strikte zin), is het rechtsgevolg van een tegenstrijdig belang van een aandeelhouder op grond van de redelijkheid en billijkheid (in de ruime zin) niet dat de aandeelhouder niet mag deelnemen aan de besluitvorming, maar dat hij daarbij een bepaalde zorgvuldigheid in acht dient te nemen. Dat kan er toe leiden dat de aandeelhouder adequate maatregelen dient te nemen om de gevolgen van dat tegenstrijdig belang te beperken.[172] Die maatregelen kunnen zich bijvoorbeeld uiten in additionele informatie- en verantwoordingsplichten.[173]

Het uitgangspunt dat aandeelhouders hun eigen belang mogen dienen is ook een uitvloeisel van het Europese recht op het ongestoorde genot van eigendom, waaronder mede de rechten op aandelen worden begrepen.[174] Ook de Hoge Raad lijkt (vooralsnog) niet de overtuiging toegedaan dat aandeelhouders of (in het verlengde daarvan) de AV het vennootschappelijk belang tot richtsnoer dienen te nemen bij het uitoefenen van rechten die tot hun bevoegdheid behoren.[175] Het tegenargument, inhoudende dat de Wennex-leer (zoals laatstelijk bevestigd door de Hoge Raad in 1960) nog stamt uit een tijd waarin het vennootschappelijk belang gericht was op het belang van de (gezamenlijke) aandeelhouders, beklijft niet. Die laatste gedachte lijkt in de jaren 1950 immers grotendeels verlaten.[176] Dat was in ieder geval de visie van de Hoge Raad. Al een

171. Zie over deze vorm van tegenstrijdig belang uitgebreid: Verdam 2003.
172. De Ondernemingskamer nam dit eerder aan in de *Teka*-beschikking, zie Hof Amsterdam (OK) 3 augustus 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3193, r.o. 3.8: "In de algemene vergadering van aandeelhouders van Teka heeft [G] [een familie, SBGN] de meerderheid van de stemmen. [D], [E] en [C], allen lid van [G], zijn zowel aandeelhouder als bestuurder van Teka. Zij hebben – [D] en [E] bij volmacht – deelgenomen aan de besluitvorming door de algemene vergadering van aandeelhouders op 26 maart 2015 over de bezoldiging van het bestuur, waaronder die van de bestuurders die lid zijn van [G], derhalve over hun eigen bezoldiging. Hoewel zij bij die besluitvorming met de belangen van Teka strijdige belangen hadden, is niet gebleken dat deze belangentegenstelling onder ogen is gezien en dat adequate maatregelen zijn genomen. Dit doet een gebrekkige governance vermoeden."
173. Zie Verdam 2003, nr. 14.
174. Artikel 1 Eerste Protocol EVRM. Zie: De Jongh 2014, nr. 217.
175. Zie hierover par. 5 van de annotatie van Van Schilfgaarde bij HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*): "Goed verdedigbaar lijkt mij dat ook voor aandeelhouders, die — gereglementeerd of niet — in belangrijke mate het beleid van de vennootschap (en haar dochters) bepalen, de verplichting om zich te richten naar het vennootschapsbelang geldt (en dat verzaking daarvan kan worden gebracht onder strijd met 'elementaire beginselen'). Maar de ondernemingskamer is niet die kant opgegaan en de Hoge Raad heeft daar niets aan veranderd."
176. Zie uitgebreid: paragraaf 2.4 van dit proefschrift. Zie anders: Assink 2019, par. 10 en Kemp 2015, par. 5.7.2. Kemp meent dat ten tijde van het wijzen van de *Aurora*- en *Distilleerderij Melchers*-arresten de institutionele theorie nog niet algemeen was aanvaard. Zie voor het verband tussen de contractuele theorie en het vennootschapsbelang als het belang van de gezamenlijke aandeelhouders: Kemp 2015, par. 5.2. Zie ook: De Jongh 2019, par. 8, die meent dat ten tijde van Maeijers oratie (1964) de institutionele leer de heersende was, maar

decennium voordat de Hoge Raad de Wennex-leer bevestigde in de *Distilleerderij Melchers*- en *Aurora*-arresten (1959 en 1960), werd het vennootschappelijke belang door hem al gezien als een zelfstandige grootheid die afweek van de belangen van de aandeelhouders (althans, blijkens *Doetinchemse IJzergieterij* in ieder geval van de belangen van de meerderheidsaandeelhouder).[177] Het past niet in die ontwikkeling dat de Hoge Raad vervolgens weer teruggrijpt naar een oude uitleg van het vennootschappelijk belang. De combinatie van de hierboven genoemde arresten geeft het beeld dat het bestuur en de raad van commissarissen zich dienen te richten naar het vennootschapsbelang (dat afweek van de belangen van de aandeelhouders) en dat die aandeelhouders hun eigen belangen mogen dienen.

Dat op enig moment bepaalde uitgangspunten zijn geformuleerd, betekent uiteraard niet dat er niet opnieuw gedachtewisseling over kan plaatsvinden. Ik ben echter geen voorstander van de invoering van een normatief richtsnoer voor aandeelhouders, inhoudende dat zij (onder omstandigheden) dienen te handelen in het vennootschappelijk belang. Een nadeel van een dergelijk systeem is in mijn visie dat het bestuur een deel van zijn primaat op zou geven om te bepalen hoe het vennootschappelijk belang het beste bereikt kan worden. Aandeelhouders zouden besluiten kunnen doordrukken onder het mom van hun dienstbaarheid aan het vennootschappelijk belang. Bescherming tegen acties van aandeelhouders zal minder goed verdedigbaar zijn als die acties (volgens die aandeelhouders) in het belang van de vennootschap zijn. In mijn visie, waarin aandeelhouders, en daarmee de AV als orgaan, wel *rekening moeten houden met* het vennootschappelijk belang, maar zich daar niet *naar hoeven te richten*, houdt het bestuur de verantwoordelijkheid en daarmee het primaat ter bevordering van het vennootschappelijk belang.[178]

---

het belangenpluralisme nog niet was omarmd. Overigens bestaan deze ontwikkelingen uit langzaam groeiende, steeds breder aanvaarde juridische overtuigingen, die grofweg vanaf de Tweede Wereldoorlog zijn waar te nemen tot aan halverwege de jaren 1960. Het is lastig hierin exacte 'omslagen' te duiden, zeker zonder daarbij te worden beïnvloed door *hindsight bias*.

177. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Distilleerderij Melchers*); HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*); HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*). Het te verzelfstandigen belang van de rechtspersoon werd door de Hoge Raad al in 1942 vormgegeven in HR 13 februari 1942, *NJ* 1942/360 (*Baus/De Koedoe I*), zie hierover De Jongh 2019, par. 5.

178. Zie bijvoorbeeld ook *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 2: "Ten tweede hanteert de wetgever als grondslag voor het toetsen van de wijze waarop alle organen hun bevoegdheden uitoefenen het voorschrift dat men zich jegens elkaar redelijk en billijk opstelt. Deze grondnorm is neergelegd in artikel 2:8 BW. Van de betrokkenen wordt verder verwacht dat zij bij het nastreven van hun belangen rekening houden met het vennootschappelijk belang."

> Ik schets hieronder een eenvoudige casus om mijn visie nader toe te lichten. Beursvennootschap A wil een fusie aangaan met beursvennootschap B. Bij beursvennootschap A is de AV bevoegd te besluiten over de fusie. Individuele aandeelhouders van beursvennootschap A zijn niet tevreden over de voorgestelde ruilverhouding omdat die in hun ogen geen recht doet aan hun financiële belangen. Het bestuur van beursvennootschap A erkent dat een ongunstige ruilverhouding geboden wordt, maar meent dat dit voorstel voor aandeelhouders wel het hoogst haalbare is. Alle betrokkenen zijn overtuigd van de strategische noodzaak van de voorgestelde fusie voor het bestendige succes van de onderneming van beursvennootschap A en zien de duidelijke voordelen voor overige stakeholders ten opzichte van het weinig hoopvolle *stand alone*-scenario. Zijn de individuele aandeelhouders nu gehouden om in hun hoedanigheid van leden van de AV vóór de voorgestelde fusie te stemmen omdat de AV gebonden is aan het vennootschappelijk belang dat gediend is bij effectuering van de fusie, of mogen zij tegen het voorstel stemmen omdat de fusie niet in hun eigen (financiële) belang is? Mijns inziens zijn de individuele aandeelhouders in beginsel bevoegd om tegen de voorgestelde fusie te stemmen en daarmee als AV geen (positief) fusiebesluit te nemen. Dit geldt zelfs wanneer het gaat om in meer of mindere mate 'strategische' besluiten, zoals de in het voorbeeld genoemde fusie.

Naast de systematische en conceptuele bezwaren, lijkt het me overigens ook praktisch niet werkbaar, althans niet wenselijk, om tot uitgangspunt te nemen dat aandeelhouders of de AV zich zouden moeten richten naar het vennootschappelijk belang. Een dergelijk uitgangspunt zou leiden tot een aanzienlijke vergroting van de verantwoordelijkheid van beleggers. De vraag komt op wat een dergelijk uitgangspunt voor gevolgen zou hebben voor de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders. De consequentie van een gedragsnorm is immers dat uiteindelijk ook aansprakelijkheid kan worden vastgesteld wanneer die norm wordt geschonden. Indien een dergelijke aansprakelijkheid ontbreekt, dan kan de normadressaat ook niet verplicht worden te handelen in lijn met de toebedeelde verantwoordelijkheid. Een dergelijke ontwikkeling zou denkbaar nadelige gevolgen voor het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat kunnen hebben. Aandeelhouders, zeker in beursvennootschappen, moeten ervan uit kunnen gaan dat zij vrij zijn om hun financiële beleggingen en de rechten die daaraan zijn verbonden op zodanige wijze te beheren dat hun investering zo goed mogelijk wordt gediend. Anders dan bestuurders en commissarissen zijn aandeelhouders immers niet primair deel geworden van de organisatie van de vennootschap omdat zij belang hechten aan het succes van de NV, maar omdat zij belang hechten aan het succes van hun investering (hetgeen, als het goed is, in elkaar verlengde zal liggen). Indien op enig moment toch aangenomen zou worden dat de AV zich (onder omstandigheden) dient te richten naar het vennootschappelijk belang, dan lijkt het mij dat de leden van dat orgaan ook

een tegenstrijdig belang moeten kunnen hebben.[179] Voor zover door de tegenstrijdige belangen van aandeelhouders geen besluit zou kunnen worden genomen, zou het besluit bijvoorbeeld genomen kunnen worden door het bestuur, de raad van commissarissen, of de gemeenschappelijke vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen. Ook een dergelijke regeling leidt weer tot aanvullende verplichtingen en risico's voor aandeelhouders en is daarom niet wenselijk.

Overigens kan ook nog steun worden gevonden voor de visie die meent dat niet de individuele aandeelhouder, maar wel de AV als orgaan gebonden is aan het richtsnoer van het vennootschappelijk belang.[180] Voor die visie pleit dat een besluit van de AV kan worden gekwalificeerd als een op rechtsgevolg gerichte rechtshandeling van een orgaan van de vennootschap.[181] Dit betekent onder omstandigheden dat de AV door middel van haar besluitvorming 'handelt' namens de vennootschap, en de vennootschap in die zin intern of extern vertegenwoordigt.[182] Het lijkt mij echter principieel onmogelijk dat er in dit kader een verschil kan bestaan tussen de verplichtingen van individuele aandeelhouders en die van de AV. Het besluit van de AV als orgaan komt tot stand door uitoefening van het stemrecht door individuele aandeelhouders, en er kan dan ook geen verschil zijn tussen het normatief richtsnoer (als dat bestaat) voor het handelen van de aandeelhouder en dat voor het handelen van de AV (als dat bestaat).[183] Indien de AV overgaat tot het nemen van een besluit, dan is dat niets meer dan het resultaat van de stemmen van alle (aanwezige of vertegenwoordigde) individuele aandeelhouders. Niet valt voor te stellen dat de individuele aandeelhouder zijn stemrecht in beginsel mag uitoefenen in zijn eigen belang terwijl het uiteindelijke besluit van de AV gericht zou moeten zijn op het vennootschappelijk belang. Om dezelfde reden geldt de gebondenheid

179. Ik bedoel hier: in de zin van de wet. Zie hiervoor in dezelfde paragraaf.
180. Kemp 2015, par. 8.3-8.8. Zie in dezelfde zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/124 en Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 4. Een individuele aandeelhouder moet volgens Winter, Wezeman en Schoonbrood zijn stemrecht gebruiken na afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging zijn eigen belang een gewichtige rol mag spelen, zie Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 67.
181. Noot van R.G.J. Nowak (par. 5) bij Rb. Den Haag, 12 maart 2015, *JOR* 2015/135 (*Boskalis/Fugro*). In de literatuur worden wel onderscheiden besluiten met direct externe werking (waarvoor geen aanvullende vertegenwoordigingshandeling nodig is), zoals besluiten tot benoeming en ontslag van bestuurders, en besluiten met indirect externe werking (waarvoor een aanvullende vertegenwoordigingshandeling nodig is), zoals een besluit tot uitgifte van aandelen. Zie: Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 98.
182. Zie in die zin: Kemp 2015, par. 8.5.
183. Hiervoor gelden dezelfde redenen als hiervoor gegeven voor de visie dat zowel de AV als orgaan als individuele aandeelhouders gebonden zijn aan de artikelen 2:8 en 3:13 BW. Zie ook Assink 2019, par. 10, die spreekt over "een onmogelijke normatieve spagaat". De Jongh, *RM Themis* 2016/5, p. 276 schrijft: "Ik vraag mij af hoe realistisch het is een dergelijke schizofrene opstelling van aandeelhouders te vergen."

aan de artikelen 2:8 en 3:13 BW voor zowel individuele aandeelhouders als voor de AV als orgaan. Als het handelen van de individuele aandeelhouder begrensd wordt door de artikelen 2:8 en 3:13 BW, dan vloeit daaruit logischerwijs voort dat datzelfde geldt voor het handelen van de AV, welk orgaan op geen andere wijze kan handelen dan door de wilsuitdrukking van individuele aandeelhouders. Deze benadering correspondeert ook met het wettelijk uitgangspunt voor de normering van vennootschapsorganen. De norm van het vennootschappelijk belang richt zich immers ook primair tot individuele bestuurders en commissarissen, en niet tot het bestuur en de raad van commissarissen als organen.[184] Dat laatste is ook niet nodig, want nu alle individuele leden van die organen op het vennootschappelijk belang zijn gericht, betekent dit ook dat geen van de individuele leden zich aan dat belang kan onttrekken, en dat de desbetreffende organen daarmee vanzelfsprekend gericht zullen zijn op het bedoelde belang. Dat de AV is gebonden aan de artikelen 2:8 en 3:13 BW volgt ook uit het feit dat een besluit van de AV (zijnde het product van alle door individuele aandeelhouders uitgebrachte stemmen) vernietigbaar kan zijn wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid, dan wel omdat het tot stand is gekomen door misbruik van meerderheidsmacht.[185] Hoewel de eenzijdige rechtshandeling van het uitbrengen van een stem door de individuele aandeelhouder in de AV als zodanig niet kan worden vernietigd,[186] kan dat stemrecht wel worden misbruikt bij de totstandkoming van een besluit als bedoeld in artikel 3:13 BW.[187] Mijns inziens hoeven de aandeelhouders noch de AV het vennootschappelijk belang tot richtsnoer te nemen bij het uitoefenen van rechten die tot hun bevoegdheid behoren. De redelijkheid en billijkheid kan hierin geen verandering brengen, want deze is bij de bevoegdheidsuitoefening van organen niet richtsnoerbepalend. De rol van de redelijkheid en billijkheid is om de bestaande (on)vrijheid te normeren en nuanceren (lees: aan te vullen of te beperken). Zij vormt de tweede (de corrigerende) trap van de tweetrapsraket, niet de eerste (de richtinggevende).[188]

Uiteraard kunnen uitzonderlijke situaties zich voordoen waarin noodgedwongen van de hoofdregel moet worden afgeweken. Het kan voorkomen dat door het dienen van het eigen belang door de aandeelhouders de belangen van de

184. Artikelen 2:129 lid 5 en 140 lid 2 BW. Bulten, *Ondernemingsrecht* 2019/76, par. 2.2, meent dat deze norm gericht zou moeten zijn tot het orgaan en niet tot het individu. Die mening deel ik niet. Het individu moet zich, juist bij gedragsnormen, niet kunnen verschuilen achter het geheel. Degenen die handelen en besluiten namens de vennootschap zijn uiteindelijk de individuen die deel uitmaken van het orgaan, en het besluit van een orgaan is niets anders dan het resultaat van hun wilsuitdrukking.
185. HR 29 september 2006, *NJ* 2006/639, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/62 (*The Mill Resort*), r.o. 3.5.
186. Artikel 2:13 lid 1 BW. Zie hierover: Kemp 2015, par. 7.3.
187. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/60.
188. Zie over deze tweetrapsraket paragrafen 3.1.4 en 5.1.2.

NV en de daarbij betrokkenen dermate onevenredig zouden worden geschaad dat van aandeelhouders een andere handelwijze kan worden gevergd. Dit volgt niet alleen uit de redelijkheid en billijkheid die ook geldt tussen enerzijds de aandeelhouders en anderzijds de NV en degenen die bij haar organisatie zijn betrokken, maar ook uit het feit dat een bevoegdheid (zoals het stemrecht, inclusief het recht om tegen een voorstel te stemmen) kan worden misbruikt in geval men, in aanmerking nemende de onevenredigheid tussen het belang bij de uitoefening en het belang dat daardoor wordt geschaad, naar redelijkheid niet tot die uitoefening had kunnen komen.[189] In het eerdere voorbeeld van de fusie kan dit mijns inziens het geval zijn wanneer de voorgestelde ruilverhouding niet onredelijk is, maar de gevolgen voor beursvennootschap A, haar onderneming en haar stakeholders zeer nadelig en vergaand zijn, bijvoorbeeld omdat de fusie een laatste redmiddel is voor de onderneming om een dringend noodzakelijke strategische koerswijziging te forceren die niet op korte termijn op eigen kracht kan worden verwezenlijkt. Deze denkwijze vertoont gelijkenis met de noodzaakfinancieringsjurisprudentie, waarbij aandeelhouders verplicht kunnen zijn om mee te werken aan de totstandkoming van een financiering of te dulden dat daarin wordt voorzien indien dat dringend noodzakelijk is met het oog op het vennootschappelijk belang.[190] Ik zie niet in waarom diezelfde gedachte niet breder van toepassing zou kunnen zijn, dat wil zeggen buiten de financieringspraktijk. Dat zorgt er nog steeds niet voor dat aandeelhouders zich in algemene zin moeten richten naar het vennootschappelijk belang, maar wel dat zij onder bijzondere omstandigheden verplicht kunnen zijn hun rechten al dan niet op een bepaalde wijze uit te oefenen indien dat dringend noodzakelijk is met het oog op dat vennootschappelijk belang.

5.2.3 Stewardship codes en institutionele beleggers

Ik ga nog kort in op een relevante ontwikkeling voor institutionele investeerders in Nederland. Gedurende het laatste decennium is voor dergelijke beleggers de *stewardship code* een rol gaan spelen. Eumedion heeft voor het eerst op 30 juni 2011 een document gepubliceerd dat verschillende '*Best practices for engaged share-ownership*' bevatte en dat was bedoeld voor beleggers die aangesloten waren bij Eumedion. De '*Best practices*'-regeling is inmiddels vervangen door de op 3 juli 2018 door Eumedion gepubliceerde *Nederlandse Stewardship Code*. Op 1 januari 2019 is deze code in werking getreden. Ook niet bij Eumedion aangesloten beleggers kunnen zich verbinden tot naleving hiervan. Van institutionele beleggers wordt verwacht dat zij vanaf boekjaar 2019 rapporteren over de naleving van de stewardship code. Volgens Eumedion benadrukken pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders met de

189. Artikel 3:13 lid 2 BW.
190. *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/131. Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, *JOR* 2010/60, m.nt. A. Doorman (*InterAccess*).

stewardship code de rol die institutionele investeerders spelen bij het bevorderen van langetermijnwaardecreatie in de beursvennootschappen waarin zij beleggen en bieden de principes uit de stewardship code de mogelijkheid om verantwoording af te leggen aan deelnemers en klanten over de wijze waarop zij aandeelhoudersrechten uitoefenen.[191] Deze verantwoordingsverplichting voor institutionele beleggers blijkt ook al uit de wijze waarop zij dienen te rapporteren over naleving van de Corporate Governance Code. Artikel 5:86 Wft bepaalt dat institutionele beleggers met zetel in Nederland die beleggen in beursgenoteerde (certificaten van) aandelen mededeling dienen te doen over de naleving van de principes en *best practice*-bepalingen van de Corporate Governance Code die zijn gericht tot institutionele beleggers. Indien een institutionele belegger die principes of *best practice*-bepalingen in het laatst afgesloten boekjaar niet of niet geheel heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar geheel na te leven, doet hij daarvan gemotiveerd opgave. Die mededeling en opgave dienen door de belegger ten minste eenmaal per boekjaar te worden gedaan (1) in zijn bestuursverslag, (2) op zijn website, of (3) aan het adres van iedere deelnemer of cliënt die daarmee vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd. Mij is niet geheel duidelijk waarom deze transparantievereisten specifiek zien op institutionele investeerders, maar wellicht is dat omdat zij een eenvoudiger te adresseren normadressaat zijn dan andere type aandeelhouders, of dat is geredeneerd vanuit de transparantie naar de achterliggende begunstigden.

Voor de hand ligt dat de vennootschapsrechtelijke basis voor deze transparantieverplichtingen te vinden is in artikel 2:8 BW. Zoals in de vorige paragraaf betoogd, neem ik aan dat de eisen die gesteld kunnen worden aan aandeelhouders op basis van artikel 2:8 BW meer vergaand zijn indien een aandeelhouder meer invloed uitoefent op het beleid en de strategie en minder vergaand wanneer de aandeelhouder louter een financiële investeerder is die zich niet direct wil bemoeien met het beleid en de gang van zaken van de onderneming. Institutionele beleggers zijn bij uitstek financiële investeerders, en het ligt niet voor de hand om van hen een meer vergaande zorgvuldigheid te verwachten dan van andere, meer activistische investeerders (zoals strategische participanten). Zelfs als het lastig is om een onderscheid te maken tussen louter financiële beleggers en meer activistische aandeelhouders, dan nog zou het wat mij betreft meer voor de hand liggen om aan te sluiten bij een objectief criterium, zoals de omvang van het aandelenbelang. Ook op Europees niveau wordt institutionele investeerders echter een grote rol toegedicht in de corporate governance van beursvennootschappen. De Herziene Aandeelhoudersrichtlijn uit 2017 geeft hierbij enige toelichting:

191. Persbericht Eumedion van 3 juli 2018.

> "Institutionele beleggers en vermogensbeheerders zijn vaak belangrijke aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen in de Unie en kunnen daarom een belangrijke rol vervullen in de corporate governance van die vennootschappen, maar ook meer in het algemeen met betrekking tot hun strategie en langetermijnprestaties. De ervaring van de afgelopen jaren leert echter dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders vaak niet betrokken zijn bij vennootschappen waarvan zij aandelen bezitten, en vennootschappen blijken zich vaak onder druk van de kapitaalmarkten vooral op de korte termijn te richten, hetgeen de financiële en niet-financiële langetermijnprestaties van vennootschappen in gevaar kan brengen en, naast andere nadelige gevolgen, tot een minder optimaal investeringsniveau kan leiden, bijvoorbeeld voor onderzoek en ontwikkeling, wat niet alleen de langetermijnprestatie van de vennootschappen maar ook die van de beleggers schaadt."[192]

De Herziene Aandeelhoudersrichtlijn schrijft voor dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een 'betrokkenheidsbeleid' ontwikkelen waarin wordt beschreven hoe zij aandeelhoudersbetrokkenheid in hun beleggingsstrategie integreren, en dat zij dat beleid openbaar maken. Ook dienen institutionele beleggers en vermogensbeheerders jaarlijks openbaar te maken hoe hun betrokkenheidsbeleid is uitgevoerd, met onder meer een algemene beschrijving van stemgedrag, een toelichting bij de belangrijkste stemmingen en het gebruik van de diensten van volmachtadviseurs (*proxy advisors*).[193] Daarnaast dienen institutionele beleggers onder andere openbaar te maken hoe de voornaamste elementen van hun beleggingsstrategie zijn afgestemd op het profiel en de looptijd van hun verplichtingen, in het bijzonder hun langetermijnverplichtingen, en hoe zij bijdragen aan de middellange- tot langetermijnprestaties van hun activa. Deze verplichtingen zijn thans geïmplementeerd in de artikelen 5:87a-d Wft.

5.3 Wie zijn stakeholders en wat is hun rol?

5.3.1 Grondslagen voor zorgvuldigheid en soorten stakeholders

In het Nederlandse governancemodel dient het bestuur mede rekening te houden met de belangen van stakeholders van de NV en de daarmee verbonden onderneming. Over het algemeen behoren tot de stakeholders in ieder geval aandeelhouders, crediteuren, werknemers, afnemers, klanten, toeleveranciers en financiers.[194] Maar niet van alle (rechts)personen is makkelijk vast te stellen of zij kwalificeren als stakeholder. Volgens de Corporate Governance Code

192. Considerans 15 van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.
193. Artikel 3 octies van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.
194. Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 6-7 en Schuit 2008, par. 2.

omvat het begrip 'stakeholders' groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed, waaronder werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden.[195] Oostwouder meent dat de definitie van het begrip stakeholders niet te ruim moet worden genomen, omdat dit onvoldoende richting zou geven, en het bovendien aan het bestuur en de raad van commissarissen is om vast te stellen wie de stakeholders zijn.[196] Hij is van mening dat werknemers en crediteuren vrijwel altijd onder het stakeholdersbegrip vallen en maatschappelijke groeperingen en de overheid meestal niet.[197]

Om te bepalen welke (groepen) (rechts)personen voor een specifiek besluit van het bestuur van de NV kunnen worden aangemerkt als relevante stakeholders is de wettelijke grondslag op basis waarvan een eventuele zorgvuldigheidsplicht jegens hen bestaat doorslaggevend. De Hoge Raad zegt hierover dat bestuurders bij de vervulling van hun taak, mede op grond van het bepaalde in artikel 2:8 BW, zorgvuldigheid dienen te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de *vennootschap* en haar *onderneming* zijn betrokken.[198] De Hoge Raad noemt enkel specifiek artikel 2:8 BW, dat slechts spreekt over de *rechtspersoon* en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken. Zoals beschreven in paragraaf 3.1.2 vallen hieronder (onder andere) de NV zelf, haar organen, individuele bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, pandhouders en vruchtgebruikers met stemrecht of vergaderrecht en (naar thans wordt aangenomen) de ondernemingsraad. Hieronder vallen in ieder geval niet de niet-institutioneel betrokken belanghebbenden zoals crediteuren, werknemers, afnemers, klanten, toeleveranciers of schuldfinanciers. De Hoge Raad overwoog echter dat zorgvuldigheid betracht moet worden met betrekking tot de belangen van al degenen die *mede* op grond van het bepaalde in artikel 2:8 BW bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.[199] In de literatuur is op grond daarvan wel betoogd dat een onderscheid kan worden aangebracht tussen 'interne stakeholders' die binnen de kring van artikel 2:8 BW vallen en 'externe stakeholders', dat wil zeggen de niet-institutioneel betrokken stakeholders.[200] Jegens die laatste groep, waaronder werknemers,

195. Corporate Governance Code, p. 8.
196. Oostwouder, *O&F* 2016/3, par. 2. In dezelfde zin: Assink, *WPNR* 2015/7084, par. 14.
197. Oostwouder, *O&F* 2016/3, par. 2.
198. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12.
199. Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 13.
200. Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 13 en Assink, *WPNR* 2016/7111, voetnoot 35. Zie in dezelfde zin: De Brauw 2017, par. 5.1.4.1. In Assink, *WPNR* 2016/7111, voetnoot 35 wordt terecht opgemerkt dat ook artikel 3:12 BW de zorgvuldigheidsverplichting mede bepaalt.

crediteuren en afnemers, zou dan een zorgvuldigheidsverhouding kunnen bestaan op grond van een of meer van de gedragsnormen zoals opgenomen in de artikelen 6:2 en 6:248 BW, 6:162 BW en artikel 3:13 lid 1 BW.[201]

De artikelen 6:2 en 6:248 BW behelzen de verbintenisrechtelijke redelijkheid en billijkheid. De norm van artikel 6:2 is vergelijkbaar met die van artikel 2:8 BW, maar dan gericht op contractuele verhoudingen in plaats van vennootschappelijke verhoudingen. Het artikel schrijft voor dat schuldeiser en schuldenaar verplicht zijn zich jegens elkaar te gedragen overeenkomstig de eisen van redelijkheid en billijkheid (lid 1) en dat een tussen hen krachtens wet, gewoonte of rechtshandeling geldende regel niet van toepassing is, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn (lid 2). Artikel 6:248 BW schrijft voor dat een overeenkomst niet alleen de door partijen overeengekomen rechtsgevolgen heeft, maar ook die welke, naar de aard van de overeenkomst, uit de wet, de gewoonte of de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeien (lid 1),[202] en dat een tussen partijen als gevolg van de overeenkomst geldende regel niet van toepassing is, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn (lid 2). De artikelen 6:2 en 6:248 BW zouden mijns inziens gezamenlijk een grondslag kunnen vormen voor een zorgvuldigheidsverplichting die strekt tot bescherming van belangen van stakeholders waarmee de NV en haar onderneming in een verbintenisrechtelijke relatie staan.[203] Het feit dat artikel 2:8 BW een grondslag biedt voor een vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid impliceert niet dat de verbintenisrechtelijke redelijkheid en billijkheid in het vennootschapsrecht geen rol speelt.[204]

Artikel 6:162 lid 1 BW bepaalt dat hij die jegens een ander een onrechtmatige daad pleegt, welke hem kan worden toegerekend, verplicht is de schade die

201. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §11.1; Assink 2016, par. 2.3b-c. Zie over artikel 6:162 BW ook: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 2.3.1 met verwijzing naar Assink, *WPNR* 2015/7048.
202. Dit is de norm van de verbintenisrechtelijke goede trouw die al was opgenomen in artikel 1374 (oud) BW van de Wet van 1838. Sinds eind 19e eeuw vond deze norm ook toepassing op rechtsbetrekkingen in de NV. Zie hierover: Koelemeijer 1999, p. 6.
203. Met "haar onderneming" doel ik hier op andere rechtspersonen die betrokken zijn bij de activiteiten van de NV. Dat die artikelen van toepassing zijn op bepaalde actoren die wij als stakeholders beschouwen blijkt ook uit de literatuur, bijvoorbeeld voor obligatiehouders (zie *Asser/De Serière 2-IV* 2018/218) en een stichting continuïteit, ook op basis van de optieovereenkomst, voor zover een dergelijke stichting voorafgaand aan het uitoefenen van een calloptie nog niet onder de kring van artikel 2:8 BW valt als (mogelijk) toekomstig aandeelhouder en vanwege haar bijzondere taak en doelstelling (zie Timmermans 2017, par. 9.5.1). De term 'zorgvuldigheidsverplichting' wordt ook gebruikt in HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2.
204. Koelemeijer 1999, p. 31.

de ander dientengevolge lijdt, te vergoeden. Het tweede lid van dat artikel omschrijft welke gedragingen worden aangemerkt als onrechtmatige daad. In het bijzonder het derde criterium – een doen of nalaten in strijd met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt – is van belang voor de positie van stakeholders. Bestuurders dienen er zorg voor te dragen dat de NV en haar onderneming zich onthouden van onrechtmatige handelingen.[205] Dat betekent dat zij rekening dienen te houden met (rechts)personen jegens wie zij zorgvuldigheid moeten betrachten op de grond van artikel 6:162 BW.[206] Dit artikel biedt bescherming aan stakeholders die niet kwalificeren als institutioneel betrokkenen op grond van artikel 2:8 BW en niet in een verbintenisrechtelijke relatie staan met de NV en haar onderneming, maar jegens wie wel een bepaalde (maatschappelijke) zorgvuldigheid dient te worden betracht. Een andere wettelijke basis voor de bescherming van die categorie stakeholders kan geboden worden door artikel 3:13 lid 1 BW, dat bepaalt dat een bevoegdheid niet kan worden ingeroepen voor zover deze wordt misbruikt. Blijkens lid 2 van datzelfde artikel kan een bevoegdheid onder meer worden misbruikt door haar uit te oefenen met geen ander doel dan een ander te schaden of met een ander doel dan waarvoor zij is verleend of in geval men, in aanmerking nemende de onevenredigheid tussen het belang bij de uitoefening en het belang dat daardoor wordt geschaad, naar redelijkheid niet tot die uitoefening had kunnen komen. De uitoefening van een vennootschappelijke bevoegdheid kan kwalificeren als misbruik van bevoegdheid en is dan ongeoorloofd.[207] In de praktijk zal in

205. Met "haar onderneming" doel ik hier op andere rechtspersonen die betrokken zijn bij de activiteiten van de NV. Ik heb het hier in beginsel over zorgvuldigheid die in het normale verkeer vereist zal zijn tussen de betrokkenen, en niet over de beoordeling van persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders. Wil een bestuurder persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gehouden voor een dergelijke onrechtmatige gedraging dan moet sprake zijn van een voldoende ernstig persoonlijk verwijt. Zie o.a. HR 18 februari 2000, *NJ* 2000/295, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2000/56 (*NHB/Driespan*), r.o. 3.4.1; HR 8 december 2006, *NJ* 2006/659, *JOR* 2007/38 (*Ontvanger/Roelofsen*), r.o. 3.5; HR 5 september 2014, *NJ* 2015/21, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2014/296, m.nt. M.J. Kroeze (*Tulip Air*), r.o. 3.5.2. Zie ook: Timmerman 2017, p. 25-27. Dit is een hoge drempel waaraan niet snel zal zijn voldaan. Deze hoge drempel voor de (aansprakelijkheids)norm van een bestuurder tegenover een derde wordt gerechtvaardigd doordat primair sprake is van een handeling van de NV en omdat in het maatschappelijk belang moet worden voorkomen dat bestuurders hun handelen in onwenselijke mate door defensieve overwegingen laten bepalen, zie HR 20 juni 2008, *NJ* 2009/21, m.nt. J.M.M. Maeijer & H.J. Snijders, *JOR* 2008/260, m.nt. Y. Borrius (*Willems/NOM*), r.o. 5.3 en HR 5 september 2014, *NJ* 2015/21, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2014/296, m.nt. M.J. Kroeze (*Tulip Air*), r.o. 3.5.2.
206. Zie over de zorgvuldigheid die vereist wordt op grond van artikel 6:162 lid 2 BW ook: Van Schilfgaarde 2016, par. 22.
207. Par. 3 van de annotatie van Blanco Fernández bij Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*). Zie bijvoorbeeld de door de Hoge Raad geformuleerde uitzondering op de absolute vertegenwoordigingsbevoegdheid in HR 5 januari 1979, *NJ* 1979/317, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Slijkerman*), waarin is bepaald dat de uitoefening van die bevoegdheid zonder een daaraan ten grondslag liggend geldig bestuursbesluit misbruik van bevoegdheid kan opleveren.

gevallen waarbij sprake is van misbruik van bevoegdheid, de uitoefening van deze bevoegdheid veelal ook al afstuiten op de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid.[208]

Samenvattend zou ik in grote lijnen drie soorten stakeholders willen onderscheiden: (1) *institutioneel betrokken stakeholders* jegens wie een zorgvuldigheidsplicht bestaat op basis van artikel 2:8 BW, (2) *contractueel betrokken stakeholders* jegens wie een zorgvuldigheidsplicht bestaat op basis van de artikelen 6:2 en 6:248 BW en (3) *indirect betrokken stakeholders* jegens wie een zorgvuldigheidsplicht bestaat op basis van artikel 6:162 BW of wiens rechtmatige belangen anderszins onredelijk of onevenredig kunnen worden geschaad op grond van artikel 3:13 BW.

Wie ik onder de *institutioneel betrokken stakeholders* schaar heb ik hiervoor besproken.[209] Hier moet nog worden opgemerkt dat van institutioneel betrokken stakeholders jegens wie zorgvuldigheid betracht dient te worden wat mij betreft in beginsel moet worden uitgesloten het bestuur, voor zover het een bestuursbesluit betreft, en de raad van commissarissen, voor zover het een besluit van de raad van commissarissen betreft. Een zorgvuldigheidsnorm kan meen ik niet betracht worden jegens zichzelf, en zelfs als dat al zou kunnen vereist de zorgvuldigheid die het desbetreffende orgaan jegens anderen dient te betrachten dat het zichzelf 'wegcijfert' in het belang van objectieve oordeelsvorming. Bij een besluit van het bestuur mag niet meespelen of de positie van een bestuurder daarmee in het geding komt. Dat kan uiteraard weer anders zijn wanneer het behoud van die positie niet slechts van belang is voor de bestuurder zelf, maar ook noodzakelijk voor het waarborgen van het belang van de rechtspersoon of voor andere belanghebbenden (maar dat is dan ter bescherming van andere dan eigen belangen).

Onder *contractueel betrokken stakeholders* vallen de (rechts)personen met wie de NV of haar onderneming (waaronder rechtspersonen die betrokken zijn bij de activiteiten van de NV) in een contractuele relatie staat, zoals werknemers (op grond van arbeidsovereenkomsten), crediteuren (bijvoorbeeld op grond van overeenkomsten van geldlening) of afnemers (bijvoorbeeld op grond van leveranciersovereenkomsten).

Onder de *indirect betrokken stakeholders* vallen de stakeholders die niet tot de NV in een vennootschapsrechtelijke of verbintenisrechtelijke relatie staan. Wie dit zijn is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder de soort onderneming. Bij een verzekeraar in een enquêteprocedure behoorden haar verzekerden en polishouders tot haar belangrijkste stakeholders

208. Van Schilfgaarde 2016, nr. 38.
209. Zie paragrafen 3.1.2 en 5.3.1.

(en de Ondernemingskamer ging daar in mee).[210] Bij een geneesmiddelenbedrijf kan het gaan om patiënten of patiëntenorganisaties waarmee de NV weliswaar geen contractuele relatie heeft, maar die wel een concreet belang hebben bij de geneesmiddelen die worden gefabriceerd, en waarbij de NV ook zelf een belang heeft, aangezien zij de eindklanten zijn of vertegenwoordigen waaraan de geneesmiddelen uiteindelijk worden verstrekt. Onder stakeholders vallen mijns inziens echter geen algemene maatschappelijke en sociale belangen. Deze kunnen echter wel meewegen in de besluitvorming van het bestuur (zie hierover paragraaf 5.3.2).

Zowel institutioneel als contractueel betrokken stakeholders baseren hun positie op de algemene privaatrechtelijke norm van redelijkheid en billijkheid waarvan de artikelen 2:8, 6:2 en 6:248 BW uitvloeisels zijn. Deze drie artikelen kennen elk een eerste lid dat de aanvullende werking en een tweede lid dat de beperkende (of derogerende) werking van deze norm beschrijft. Deze artikelen vormen zelf dwingend recht en hun beperkende werking kan zich ook doen gelden ten aanzien van andere bepalingen van dwingend recht.[211] In die zin staan deze aanvullende en beperkende regels dus "boven" de inhoudelijke wettelijke regels, althans bepalen of beperken zij mede de werking van die inhoudelijke regels. Bij de vaststelling van wat de redelijkheid en billijkheid eisen, moet voor elk van deze drie artikelen rekening worden gehouden worden met onder andere algemeen erkende rechtsbeginselen, met de in Nederland levende rechtsovertuigingen en met de maatschappelijke en persoonlijke belangen, die bij het gegeven geval zijn betrokken (vgl. artikel 3:12 BW).[212] Voor institutioneel en contractueel betrokken stakeholders geldt voorts een zekere wederkerigheid die voortvloeit uit de artikelen 2:8, 6:2 en 6:248 BW.[213] Als een partij kwalificeert als begunstigde van de regel, dan kwalificeert deze ook als normadressaat. Je hebt de lusten én de lasten, of je hebt ze allebei niet. Dit vloeit voort uit de woorden "jegens elkander" en "jegens elkaar" zoals opgenomen in de artikelen 2:8 en 6:2 BW, terwijl artikel 6:248 BW het heeft over "partijen" en zich daarmee richt tot alle (weder)partijen die met elkaar in een contractuele verhouding staan. Het zijn van institutioneel of contractueel betrokken stakeholder is in die zin niet vrijblijvend. Een bank die financiering verstrekt aan een NV kwalificeert als contractuele stakeholder en met deze kredietverstrekker moet rekening gehouden worden in de vennootschappelijke besluitvorming, maar de bank moet zelf ook rekening houden met de belangen van de NV en zal zijn contractuele rechten niet in alle situaties mogen inroepen (al zal een contractspartij onder normale omstandigheden een beroep kunnen doen op zijn contractuele

210. Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.7.
211. Artikel 2:25 BW en Van Schilfgaarde 2016, nr. 35.
212. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §11.1.
213. Voor de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders is deze wederkerigheid al eerder gesignaleerd, zie bijvoorbeeld Assink 2016, par. 2.3c.

rechten).[214] Kenmerkend aan stakeholders is over het algemeen dan ook dat zij niet alleen belanghebbende zijn, maar dat de NV en haar onderneming zelf ook een bepaald belang hebben bij hen hebben.[215]

De vraag kan gesteld worden of een theorie, zoals hierboven uiteengezet, waarin enkel met de belangen van stakeholders rekening wordt gehouden op wettelijke gronden (die in mijn visie limitatief gevormd worden door de artikelen 2:8, 6:2, 6:248, 6:162 en 3:13 BW) alomvattend is. Kan het niet zo zijn dat bestuurders en commissarissen bij hun besluitvorming simpelweg de belangen moeten betrekken die zij relevant achten, ongeacht of daarvoor een wettelijke basis is of niet? Voor dat laatste pleit de gedachte dat de rechtspersoon, in de institutionele opvatting van Van Schilfgaarde, een potentieel open rechtsbetrekking is die toegankelijk is voor derden.[216] Hij noemt daarbij als "institutioneel betrokkenen" (lees: stakeholders) onder andere werknemers en zij die op andere wijze in het functioneren van de organisatie een rol spelen.[217] In de visie van Van Schilfgaarde is de betrokkenheid en deelname van stakeholders verdisconteerd in de meerzijdige rechtshandeling die zich uit in de oprichting van de vennootschap.[218] Deze visie vertoont opmerkelijke overeenkomsten met ontwikkelingen in het contractenrecht, waarbij ook de belangen van derden (zij het tot nu toe in beperktere mate dan in een open NV) een rol kunnen spelen.[219] In dit kader heeft de Hoge Raad in 1946 overwogen dat:

> "…wie zich eenmaal contractueel heeft gebonden, – waardoor de contractsverhouding, waarin hij partij is in het rechtsverkeer een schakel is gaan vormen, waarmede de belangen van derden, die aan dit verkeer deelnemen, in allerlei vormen kunnen verbonden worden – ten aanzien van de wijze waarop hij zich ten opzichte van zijn contractueele verplichtingen gedraagt, bij inachtneming van hetgeen in het verkeer betaamt, niet onder

214. Zie hierover ook: C. Hamersma & R. Mellenbergh, 'Derdenwerking van het vennootschappelijke belang', *Ondernemingsrecht* 2013/58, par. 3.2. Uitgangspunt blijft volgens Van Schilfgaarde 2016, nr. 42, dat het steeds gaat om "afweging van belangen en standpunten tegen de achtergrond van ethische en morele waarden en het bepaalde in artikel 3:12 BW."
215. In dezelfde zin: Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 13.
216. Van Schilfgaarde 1974, p. 12.
217. Tegenwoordig worden enkel diegenen die behoren tot de kring van artikel 2:8 BW als "institutioneel betrokkenen" aangemerkt (zie paragraaf 3.1.2 van dit proefschrift). Dat lijkt als ik het goed zie slechts een kwestie van terminologie; aannemelijk is dat Van Schilfgaarde op het fenomeen doelde dat wij tegenwoordig in goed Nederlands aanduiden als 'stakeholder', en niet op de groep van personen die wij in de tegenwoordige enge uitleg aanduiden met het begrip institutioneel betrokkenen. Van Schilfgaarde zal immers niet hebben willen bedoelen dat artikel 2:8 BW ook geldt jegens werknemers.
218. Van Schilfgaarde 1974, p. 12.
219. Koelemeijer 1999, p. 16.

> alle omstandigheden de belangen mag verwaarloozen, die derden bij de behoorlijke nakoming van zijn contract kunnen hebben."[220]

Met andere woorden: door een overeenkomst aan te gaan wordt een partij deelnemer aan het rechtsverkeer, en dit kan gevolgen hebben voor derden die geen partij zijn bij de overeenkomst, maar die wel (mede) afhankelijk worden van de behoorlijke nakoming daarvan, wier belangen daarom niet altijd zomaar mogen worden genegeerd. De Hoge Raad overwoog in 2004 in het *Vleesmeesters Versman/Alog*-arrest:

> "Indien de belangen van een derde zo nauw zijn betrokken bij de behoorlijke uitvoering van de overeenkomst dat hij schade of ander nadeel kan lijden als een contractant in die uitvoering tekortschiet, kunnen de normen van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, meebrengen dat die contractant deze belangen dient te ontzien door zijn gedrag mede door die belangen te laten bepalen. Bij de beantwoording van de vraag of deze normen zulks meebrengen, zal de rechter de terzake dienende omstandigheden van het geval in zijn beoordeling dienen te betrekken, zoals de hoedanigheid van alle betrokken partijen, de aard en strekking van de desbetreffende overeenkomst, de wijze waarop de belangen van de derde daarbij zijn betrokken, de vraag of deze betrokkenheid voor de contractant kenbaar was, de vraag of de derde erop mocht vertrouwen dat zijn belangen zouden worden ontzien, de vraag in hoeverre het voor de contractant bezwaarlijk was met de belangen van de derde rekening te houden, de aard en omvang van het nadeel dat voor de derde dreigt en de vraag of van hem kon worden gevergd dat hij zich daartegen had ingedekt, alsmede de redelijkheid van een eventueel aan de derde aangeboden schadeloosstelling."[221]

Uit de voorgaande arresten blijkt dat derden, die geen partij zijn bij een contract, onder omstandigheden toch van een contractspartij mogen verwachten dat met hun belangen rekening wordt gehouden. Iedereen die deelneemt aan het maatschappelijk verkeer mag van de andere deelnemers verwachten dat zij waar mogelijk zorgvuldig omspringen met zijn of haar kenbare en gerechtvaardigde belangen, zelfs al hebben zij geen directe relatie. De ontwikkeling die ertoe leidt dat een derde een belanghebbende kan zijn bij een rechtsverhouding en daaraan rechten kan ontlenen, is dus zowel waar te nemen in het vennootschapsrecht als in het verbintenissenrecht.[222] Die potentieel open rechtsbetrekking vindt in alle gevallen een basis in de wet. In voorgaande arresten, die gaan over

220. Vgl. HR 3 mei 1946, *NJ* 1946/323 (*Staat/Degens*).
221. HR 24 september 2004, *NJ* 2008/587, m.nt. C.E. du Perron, *JOR* 2004/341 (*Vleesmeesters Versman/Alog*), r.o. 3.4.
222. Deze parallel werd al gesignaleerd in Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2014/111.

het verbintenissenrecht, wordt steeds aangeknoopt bij hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, hetgeen volgt uit artikel 6:162 BW (welk artikel mede geldt jegens de derde die zelf geen partij is bij het contract). Ook in het geval van derdenwerking in het verbintenissenrecht wordt dus aangesloten bij een wettelijke grond.

Op grond van het voorgaande meen ik dat een zorgvuldigheidsverplichting die bij de vennootschappelijke besluitvorming dwingt tot het betrekken van gerechtvaardigde en kenbare belangen van derden zal moeten berusten op wettelijke gronden.[223] Deze gronden worden in mijn optiek limitatief gevormd door de artikelen 2:8 BW, 6:2, 6:248 6:162 en 3:13 BW. Het zou goed zijn als de Hoge Raad dit nadrukkelijk bevestigt, in plaats van (slechts) te overwegen dat "mede op grond van het bepaalde in artikel 2:8 BW" zorgvuldigheid betracht moet worden met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de NV en haar onderneming zijn betrokken. Een dergelijke erkenning van het bestaan van een uitputtende lijst van wettelijke gronden voor gedragsnormen zou bijdragen aan de rechtszekerheid, terwijl de genoemde artikelen voldoende open normen bevatten om in de praktijk passende oplossingen te bieden die rekening houden met de omstandigheden van specifieke gevallen.

5.3.2 Bredere belangen die een rol kunnen spelen bij vennootschappelijke besluitvorming

Het voorgaande betekent niet dat het bestuur van de NV geen rekening kan houden met bredere algemene of maatschappelijke belangen die, volgens de theorie die hiervoor uiteengezet is, strikt genomen niet kwalificeren als belangen van stakeholders. Hieronder vallen belangen die samenhangen met het milieu, de volksgezondheid, het handelsverkeer, werkgelegenheid, eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping. Deze belangen kunnen relevant zijn voor de onderneming en voor verschillende stakeholders en het staat het bestuur vrij deze belangen in zijn overwegingen te betrekken. Ook kunnen maatschappelijke belangen onderdeel vormen van het vennootschappelijk belang,[224] of op grond van artikel 3:12 BW meewegen in hetgeen de redelijkheid en billijkheid in een concreet geval eisen. Wat ik hiervoor geprobeerd heb duidelijk te maken is dat die algemene belangen in de regel niet kwalificeren als belangen van stakeholders.[225] Stakeholders zijn (groepen) (rechts)personen die voor hun belangen kunnen opkomen wanneer daarmee door de NV geen rekening mee gehouden wordt. De genoemde

223. Het gaat hier dus niet om bredere sociale of maatschappelijke belangen die een rol kunnen spelen bij de besluitvorming van het bestuur. Daarover schrijf ik meer in de volgende paragraaf.
224. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/573.
225. Oostwouder, *O&F* 2016/3, par. 2 en Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 13.

algemene belangen zijn vanwege hun abstracte karakter ook niet (goed) kenbaar voor het bestuur.[226]

> In de literatuur zijn elementen zoals milieu, sociale doelen, personeelsaangelegenheden en eerbieding van mensenrechten wel omschreven als een "noodzakelijk middel" om langetermijnwaardecreatie te bereiken.[227] Ik denk niet dat dit laatste door de Commissie Van Manen bedoeld is. Eerder lijkt langetermijnwaardecreatie zoals voorgestaan door de Commissie Van Manen te zien op de totale waarde die de onderneming van de NV creëert (althans niet vernietigt) en die via de NV en haar onderneming ten goede kan komen aan alle betrokken belanghebbenden.

Het bestuur heeft uiteraard wel de taak om zich te houden aan de wettelijke verplichtingen en de vereisten van behoorlijk ondernemerschap, bijvoorbeeld door bepaalde voorzorgsmaatregelen te nemen wanneer de onderneming actief is in landen en sectoren waar zij met corruptie en omkoping in aanraking kan komen.[228] Daarnaast kan een bepaald algemeen of maatschappelijk belang, hoewel geen stakeholderbelang, wel meewegen in de besluitvorming van het bestuur indien dit in een specifiek geval inherent is aan de doelstellingen van de NV. Voorstelbaar is dat een NV zich tot doel heeft gesteld dat zij als onderdeel van haar (profit) activiteiten ook (non-profit) activiteiten wil ontplooien, zoals het beschikbaar maken van drinkwater, elektriciteit of sanitaire voorzieningen in derdewereldlanden of het ter beschikking stellen van voedsel en schoolspullen aan kinderen die leven onder de armoedegrens. Dat maatschappelijk belangwekkende doel kan opgenomen zijn in haar statutaire doelstelling, of zijn vastgelegd als onderdeel van haar niet statutair vastgelegde bestaansdoel, visie of strategie. In dat geval wordt haar eigen vennootschappelijk belang (naast het bestendige succes van de onderneming) mede bepaald door die 'goede' doelstelling.[229]

---

226. Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 16.
227. Oostwouder, *O&F* 2016/3, par. 2.
228. Wat precies moet worden verstaan onder de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap of behoorlijk ondernemersbestuur is in jurisprudentie niet nader uitgewerkt. In *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/111 wordt aangenomen dat de gedragsnormen die zijn vastgelegd in de artikelen 2:9 lid 1 BW en 129 lid 5 BW zich vertalen in vereisten van behoorlijk bestuurlijk gedrag, waaronder begrepen worden de loyaliteitsverplichting, de verplichting belangenverstrengeling te vermijden en de zorgvuldigheidsverplichting. Handelen in strijd met deze vereisten leidt tot onbehoorlijk bestuur. Zie over de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap ook: S.H.M.A. Dumoulin, 'Het bestuur van de beursvennootschap. Enige beschouwingen over bestuur, toezicht en governance', *Ondernemingsrecht* 2019/78.
229. In dezelfde zin: Assink, *WPNR* 2015/7048, par. 18, die over het binnenhalen van algemene belangen in het vennootschappelijk belang terecht opmerkt: "Een dergelijke stap is dus weliswaar vrij*willig* maar, in termen van rechtsgevolg, niet per se vrij*blijvend*." Zie ook: Assink 2016, par. 2.3b.

> De Volksbank heeft als "missie" het optimaliseren van gedeelde waarde, waarbij zij onder andere streeft naar "het nemen van verantwoordelijkheid voor de maatschappij".[230] Daarmee heeft zij het maatschappelijk belang deels geïncorporeerd in haar eigen vennootschappelijk belang. Dat creëert een verplichting voor bestuurders en commissarissen, want zij dienen zich mede naar dat doel te richten, maar het creëert ook ruimte, want zij mogen zich tevens inzetten ten behoeve van die doelstelling.

Ook kan het in de praktijk voorkomen dat een NV zich blijkens haar doelstellingen juist primair richt op belangen van aandeelhouders, zoals bij een investeringsfonds dat rendement wil maken ten behoeve van haar kapitaalverschaffers. In de parlementaire geschiedenis is hierover wel opgemerkt dat het vennootschappelijk belang in de statuten nader kan worden beschreven, "mits dit er niet toe leidt dat de belangen van bepaalde partijen daardoor worden «weggeschreven»".[231] Ik begrijp dit aldus dat niet statutair kan worden bepaald dat de NV louter is gericht op het realiseren van winst ten behoeve van haar aandeelhouders en dat bij het realiseren van die doelstelling geen rekening wordt gehouden met de belangen van andere betrokkenen. Dat laatste volgt immers uit dwingend recht (zie de vorige paragraaf).

De NV en haar onderneming kunnen in bepaalde gevallen *naar hun aard* een maatschappelijke verantwoordelijkheid hebben, die ertoe leidt dat maatschappelijke belangen onderdeel worden van het vennootschappelijk belang. Dit is onder andere het geval wanneer de sector waarin de NV opereert onderdeel is van de Nederlandse vitale infrastructuur.[232] De Ondernemingskamer overwoog in de *Fortis*-zaak dat het bestuur van Fortis ook het algemeen maatschappelijk belang dat gemoeid was met Fortis' instandhouding diende betrekken.[233] Dat belang werd ingegeven door de omvang van de activiteiten van Fortis, waardoor zij diep geworteld was in het financieel en economisch verkeer en een nutsfunctie vervulde als systeembank, als gevolg waarvan haar (dreigende) ondergang het risico inhield dat ernstige schade werd toegebracht aan het financiële systeem en de reële economie. Zoals het Hof Amsterdam het later formuleerde: "De positie die Fortis als systeembank in het financieel en economisch verkeer

230. Zie over de Volksbank: Winter, *Ondernemingsrecht* 2019/2, par. 5. Zie over de mogelijkheid van het verankeren van de maatschappelijke rol van de Volksbank in de statuten van de bank: *Kamerstukken II* 2019/20, 33 532, nr. 87, p. 3.
231. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 13.
232. Vgl. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/125. Er zijn 12 vitale sectoren: energie, telecommunicatie en ICT, drinkwater, voedsel, gezondheid, financieel, keren en beheren oppervlaktewater, openbare orde en veiligheid, rechtsorde, openbaar bestuur, transport, chemische en nucleaire industrie. Zie hierover uitgebreid: Bulten & De Jong 2017, p. 16. Zie over het algemeen belang als onderdeel van het vennootschappelijk belang ook: Croiset van Uchelen 2019, p. 38.
233. Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, *JOR* 2013/41, m.nt. C.D.J. Bulten (*Fortis*), r.o. 4.4.

innam, impliceert dat haar vennootschappelijk belang en de in artikel 2:8 lid 2 BW bedoelde redelijkheid en billijkheid mede worden bepaald door het maatschappelijk belang bij behoud van de continuïteit van (de onderneming van) Fortis."[234]

Wat is nu het verschil tussen (a) het deel uitmaken van het vennootschappelijk belang (zoals, in het voorbeeld van De Volksbank hierboven, de maatschappij als geheel) en (b) het zijn van stakeholder (zoals veelal werknemers, klanten en crediteuren)? Het belangrijkste verschil is wat mij betreft dat als een deelbelang deel uitmaakt van het vennootschappelijk belang (dit is de eerste, richtinggevende trap), het bestuur en de raad van commissarissen er (mede) naar zullen streven dat deelbelang te bevorderen, terwijl zij ten aanzien van de belangen van stakeholders een zorgvuldigheidsverplichting kennen (dit is de tweede, corrigerende trap).[235]

> Een voorbeeld van het eerste geval is te vinden bij ABN AMRO Bank N.V. De doelomschrijving in de statuten van ABN AMRO omvat mede "de bevordering van de directe en indirecte belangen van allen die op enigerlei wijze betrokken zijn bij de vennootschap, alsmede van de continuïteit van de vennootschap en van de aan haar verbonden onderneming(en)".[236] Daarnaast bepalen de statuten dat het belang van de vennootschap omvat "het belang van de met haar verbonden onderneming, daaronder mede begrepen de gerechtvaardigde belangen van de klanten, de spaarders en depositohouders, de aandeelhouders, de houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen, de werknemers en de samenleving waarin de vennootschap haar activiteiten uitvoert. Deze belangen worden onder meer behartigd door het voeren van een beheerst beloningsbeleid."[237] In het geval van ABN AMRO zijn de belangen van de stakeholders dus onderdeel geworden van het vennootschappelijk belang en daarmee mede van het richtsnoer, de eerste (richtinggevende) stap, in aanvulling op het blijvende gegeven dat hun belangen tevens in acht moeten worden genomen in de tweede (corrigerende) stap.

Belangen die deel uitmaken van het vennootschappelijk belang vormen onderdeel van de taak- en doelstelling van het bestuur en de raad van commissarissen, terwijl stakeholderbelangen slechts zoveel mogelijk moeten worden "gespaard" bij het bereiken van het doel. Ook leidt dit tot een verschil voor de potentiële

---

234. Hof Amsterdam, 29 juli 2014, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos, (*Fortis*), r.o. 5.2.6. In dit geval werd specifiek naar artikel 2:8 lid 2 BW verwezen omdat de vraag was of artikel 2:107a BW in de gegeven omstandigheden toepassing miste op grond van de beperkende werking van redelijkheid en billijkheid.
235. Zie over deze tweetrapsraket paragrafen 3.1.4 en 5.1.2.
236. Artikel 2.2(c) van de statuten van ABN AMRO Bank N.V.
237. Artikel 2.3 van de statuten van ABN AMRO Bank N.V.

aansprakelijkheid van de bestuurder. Als het handelen van de bestuurder strijdig is met het vennootschapsbelang, dan zal sprake zijn van onbehoorlijke taakvervulling en kan de bestuurder als gevolg daarvan in beginsel aansprakelijk worden gehouden door de NV, tenzij hem geen ernstig verwijt kan worden gemaakt en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden.[238] Niet makkelijk zal vast te stellen zijn wat de schade in een dergelijk geval bedraagt en het is niet in alle gevallen voor de hand liggend dat de NV haar eigen bestuurder aansprakelijk zal stellen. Stakeholders kunnen daarentegen voor hun eigen kenbare en gerechtvaardigde belangen opkomen op een wijze die afhankelijk is van de wettelijke grond waarop de zorgvuldigheidsnorm is gebaseerd. Handelen in strijd met een wettelijke plicht, zoals de plicht in artikel 2:8 BW, kan als zodanig tevens een onrechtmatige daad opleveren, wat ook tot aansprakelijkheid van een bestuurder kan leiden indien aan de vereisten daarvoor is voldaan.[239] Onder omstandigheden kan een bestuurder door het bewerkstelligen van een besluit dus onrechtmatig handelen jegens een derde (de stakeholder), waarbij de bestuurder direct aansprakelijk is jegens de derde. Dit kan het geval zijn ongeacht of het bestuursbesluit rechtsgeldig is genomen en ongeacht of het besluit kan kwalificeren als een onrechtmatige daad van de rechtspersoon.[240] Daarnaast kan een stakeholder in een kort geding of een enquêteprocedure vorderen dat bepaalde gedragingen niet worden verricht, omdat zij strijdig zijn met zijn gerechtvaardigde en kenbare belangen, op basis van de relevante wettelijke bepaling waar die desbetreffende stakeholder zich op kan beroepen.[241] Uiteraard staat in geval van strijd met artikel 2:8 BW ook de weg naar vernietiging van het gewraakte besluit open op grond van artikel 2:15 lid 1 sub b BW. Het voorgaande betekent dat het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, bij belangrijke besluiten telkens op zorgvuldige wijze in kaart dienen te brengen welke deelbelangen onderdeel zijn van het vennootschappelijk belang van de desbetreffende NV, en welke belangen van welke stakeholders geraakt kunnen worden door de desbetreffende besluiten.

---

238. Artikel 2:9 BW. Zie bijvoorbeeld Rb. Midden-Nederland 19 februari 2014, *JOR* 2014/124, mn.t Ph.W. Schreurs & L.A. van Driel, r.o. 4.11: "Van een ernstig verwijt is in beginsel sprake indien de bestuurder zijn eigen belang heeft laten prevaleren boven dat van de vennootschap."
239. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/231.
240. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/103.
241. Zie hierover ook: Kemp 2015, par. 7.4. In Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2009, *JOR* 2009/163, m.nt. R.M. Hermans (*ASMI*) werd Stichting Continuïteit ASM International door de Ondernemingskamer verboden om in de AV van ASMI International N.V. van 14 mei 2009 te stemmen en deel te nemen aan de besluitvorming ter zake van een specifiek agendapunt t.a.v. het verlenen van een optie op preferente aandelen aan diezelfde stichting.

5.4 De schommelende machtsbalans tussen bestuur en aandeelhouders

> "Iedere vrijheid heeft tenslotte haar grenzen, vrijheid veronderstelt zelfs begrenzing."[242]

De machtsverhouding tussen het bestuur en de AV kan worden beïnvloed door het toekennen van bevoegdheden aan deze organen in de wet. Deze standaardallocatie van bevoegdheden kan verder worden aangepast in de statuten, voor zover dwingendrechtelijke bepalingen zich daar niet tegen verzetten.[243] Een algemene bevoegdheid van een orgaan zal tevens worden beperkt doordat zij wordt begrensd door specifieke bevoegdheden van andere organen.[244] Het *Forumbank*-arrest moet wat mij betreft niet alleen gelezen worden als een duiding van waar de bevoegdheid van de AV ophoudt, maar ook als een bevestiging van het feit dat alle organen binnen de organisatie van de NV hun eigen bevoegdheden hebben en die bevoegdheden niet mogen overschrijden. De Hoge Raad overweegt in dat arrest immers dat "ook de algemene vergadering de bij wet en statuten getrokken grenzen harer bevoegdheid niet mag overschrijden" [onderstreping SBGN].[245] In dit hoofdstuk ga ik in op de beperkingen en uitbreidingen van bevoegdheden van het bestuur en de AV, die kunnen volgen uit de wet, statuten of voort kunnen vloeien uit algemene normen die de uitoefening van bevoegdheden in specifieke gevallen kunnen normeren.

Uiteraard zijn er ook beperkingen van bevoegdheden denkbaar die niet direct samenhangen met de machtsverhouding tussen de organen van de NV. Zo mogen vennootschappelijke organen of leden daarvan niet in strijd met de wet handelen, wat gezien kan worden als beperking van hun bevoegdheid of beleidsvrijheid.[246] Deze beperkingen bespreek ik hier niet, omdat zij niet direct samenhangen met de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en AV.

5.4.1 Wettelijke en statutaire beperkingen en uitbreidingen van bestuursbevoegdheden; het verleggen van de bevoegdheid tot strategiebepaling naar de AV

Voor de bestuursbevoegdheid blijkt uit artikel 2:129 lid 1 BW dat deze beperkt kan worden. Dit artikel spreekt van "beperkingen volgens de statuten", maar hierbij moet worden aangenomen dat beperkingen ook uit de wet kunnen

242. Löwensteyn 1959, p. 159
243. Daarbij is met name artikel 2:25 BW relevant, dat aangeeft dat van de bepalingen van boek 2 BW slechts worden afgeweken, voor zover dat uit de wet blijkt. Bevoegdheden kunnen dus niet worden beperkt voor zover zij voortvloeien uit dwingende regels zonder afwijkmogelijkheid.
244. Löwensteyn 1959, p. 116.
245. HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43, m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (*Forumbank*).
246. Zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.

volgen.[247] Een voorbeeld hiervan vormt artikel 2:107a BW. Wettelijke beperkingen van de bestuursbevoegdheid kunnen ook volgen uit het overhevelen van bevoegdheden aan de AV en kunnen meen ik ook zien op het beleid en de strategie van de NV. Hoewel het bestuur de algemene bevoegdheid toekomt om het beleid te bepalen, zijn ook specifieke bevoegdheden aan de AV toegekend op het gebied van beleid, die daarmee dus niet toekomen aan het bestuur. Een voorbeeld van zo'n AV-bevoegdheid op grond van de wet is het bepalen van het beleid voor de bezoldiging van het bestuur.[248]

Over hoe ver statutaire beperkingen van de bestuursbevoegdheid kunnen gaan, met name waar die beperkingen het gevolg zijn van het overhevelen van bevoegdheden naar de AV, in het bijzonder voor zover die zien op de strategie, wordt verschillend gedacht. Van Solinge, Nieuwe Weme en Van Olffen menen dat de bestuursbevoegdheid, waaronder het bepalen van de strategie, enkel aan het bestuur kan worden ontnomen, maar dat die bevoegdheid niet statutair aan een ander orgaan kan worden toebedeeld.[249] Wel kan volgens hen in besloten verhoudingen mogelijk van dit standpunt worden afgeweken, maar bij een beursvennootschap achten zij het in ieder geval niet geoorloofd dat de bevoegdheid tot het vaststellen van de strategie wordt overgedragen aan de AV.[250] Bulten verdedigt de 'strenge leer' en stelt dat onderdelen van de bestuurstaak nimmer aan een ander orgaan kunnen worden overgedragen.[251] Tegenover de Nijmeegse school staan Timmerman en Assink, die menen dat het toegelaten is dat een deel van de bestuursbevoegdheid, waaronder het vaststellen van de strategie, wordt overgeheveld naar een ander orgaan, zoals de AV.[252]

Ik sluit mij in dit geval aan bij de Rotterdamse school. Uit de tekst van artikel 2:129 lid 1 BW blijkt dat ons vennootschapsrecht hier flexibiliteit biedt en dat de statuten beperkingen kunnen bevatten die zien op de gehele

247. Een voorbeeld hiervan is artikel 2:107a BW. Mijns inziens zou het wetsartikel dan ook moeten aanvangen met de woorden: "Behoudens beperkingen volgens de wet en de statuten…". Zie in dezelfde zin par. 7 van de reactie op de consultatie van het voorontwerk bedenktijd voor beursvennootschappen van Allen & Overy van 7 februari 2019, internetconsultatie.nl/wetsvoorstelbedenktijd/reacties.
248. Artikel 2:135 lid 1 BW. Zie hierover ook: Assink 2019, par. 7.
249. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/121 en 155-156. In dezelfde zin, specifiek ten aanzien van het bepalen van de strategie: Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2019/12, par. 2.1 en Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 3. Laatstgenoemde ziet het bepalen van de strategie als kerntaak van het bestuur, die niet aan het bestuur kan worden ontnomen en overgedragen aan de AV. Zie ook: Van Schilfgaarde, nr. 67. Opname in de statuten van bevoegdheden van de AV ten aanzien van de strategie lijkt hem "een hachelijke zaak".
250. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/5.
251. Bulten, *Ondernemingsrecht* 2019/76, par. 3.7.
252. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8b; Timmerman 2018, par. 2.2.9; Assink 2019, par. 9.

bestuursbevoegdheid.[253] Daarbij lijkt het mij onlogisch en niet getuigen van een effectief ondernemingsrecht als een onderdeel van de bestuursbevoegdheid, zoals het bepalen van de strategie, wordt ontnomen aan het bestuur, maar niet wordt toebedeeld aan een ander orgaan. Wordt er dan geen strategie bepaald? Daarvan kan geen sprake zijn, zeker niet wanneer de NV een onderneming drijft. Valt die ontnomen bestuursbevoegdheid dan op grond van artikel 2:107 lid 1 BW van rechtswege toe aan de AV?[254] Dat laatste is een mogelijkheid, maar dat zou de facto neerkomen op eenzelfde uitkomst als wanneer de desbetreffende bevoegdheid statutair aan de AV zou worden toegekend. Dat betekent dat er in elk geval geen sprake is van een principiële strijd met de vennootschappelijke orde, wanneer de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie wordt toebedeeld aan de AV, zoals door sommigen wordt betoogd.[255] Deze visie wordt mijns inziens ondersteund door de jurisprudentie van de Hoge Raad, waarin meerdere keren is geoordeeld dat "het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap" [onderstreping SBGN].[256] Ik lees hierin dat de bevoegdheid tot het bepalen van de strategie niet absoluut is en onder andere beperkt kan worden door concrete statutaire en wettelijke bevoegdheden van andere organen. Die lezing wordt ondersteund doordat de AV op haar beurt "haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten" [onderstreping SBGN].[257] Het woord "terzake" slaat terug op de strategie zoals die "in beginsel" bepaald wordt door het bestuur. Volgens de Hoge Raad wordt hiermee over het algemeen bedoeld dat het bestuur niet verplicht is de AV vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is (waaronder het bepalen van de strategie) "behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen".[258] Dergelijke regelingen kunnen zien op het

253. De genoemde flexibiliteit wordt niet beperkt door de codificatie van de bevoegdheid tot bepaling van beleid en strategie zoals voorgesteld in het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap. Zowel uit de tekst van de voorgestelde wet als uit de memorie van toelichting blijkt dat dit het bestaande systeem niet wijzigt. Zie ook verderop in deze paragraaf.
254. Dit wordt geopperd in Assink 2019, par. 9.
255. Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 3 en Bulten, *Ondernemingsrecht* 2019/76, par. 3.7.
256. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.14; HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1; HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.
257. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3.
258. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1.

recht om commissarissen en bestuurders te benoemen en te ontslaan,[259] maar ook op statutaire herallocatie van strategische bevoegdheden. Tot slot blijkt ook uit de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap dat het bestuur, in ieder geval binnen besloten verhoudingen, in voorkomende gevallen niet noodzakelijkerwijs de strategie bepaalt.[260] Volgens mij kan datzelfde in theorie gelden bij open verhoudingen, en verzetten de formulering van en de toelichting op voornoemd wetsvoorstel zich daar niet tegen. Op basis van de wet, jurisprudentie en wetsgeschiedenis zou ik daarom willen aannemen dat de bevoegdheid tot strategiebepaling strikt genomen van regelend recht is en kan worden beperkt door nadere wettelijke en statutaire regelingen, ook door die bevoegdheid geheel of deels aan een ander orgaan toe te kennen.[261]

Op het moment van schrijven is het voornoemde wetsvoorstel nog niet aangenomen. In het wetsvoorstel wordt een wijziging van artikel 2:129 lid 1 BW voorgesteld. Deze wijziging komt erop neer dat voor beursvennootschappen wordt bepaald dat onder het besturen van de vennootschap in ieder geval wordt begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.[262] Met Bulten meen ik dat deze wijziging enkel verduidelijkt dat het bepalen van het beleid en de strategie onder de bestuurstaak moet worden begrepen.[263] De woorden "[b]ehoudens beperkingen volgens de statuten" zien ook op het tweede deel van het voorgestelde artikel. Daarnaast merkt de wetgever in de memorie van toelichting op dat de voorgestelde wijziging een *codificatie* van jurisprudentie betreft (welke jurisprudentie ruimte laat voor afwijkingen, zie hiervoor) die inhoudt dat het bestuur *in beginsel* over het beleid en de strategie gaat.[264] In mijn visie is statutaire afwijking van het beginsel dat het bestuur het beleid en de strategie bepaalt daarmee na de eventuele invoering van dit voorstel nog net zo goed mogelijk als onder het (op het moment van schrijven) huidige recht.[265]

259. In Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2008, *JOR* 2008/158, r.o. 3.1 (*ASMI*) noemde de Ondernemingskamer deze bevoegdheden en tevens het agenderingsrecht. Het agenderingsrecht is met name een procedurele en geen inhoudelijke bevoegdheid, dus niet goed valt in te zien hoe die de bestuurstaak zou kunnen beperken anders dan in combinatie met een inhoudelijke bevoegdheid.
260. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 10.
261. Zie ook paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.
262. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, artikel I.B.
263. Bulten, *Ondernemingsrecht* 2019/76, par. 3.7.
264. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3, p. 10 en 37.
265. Zie ook: Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2020/51, par. 2.1.

Voor zover de strategie louter gaat over de visie en doelstellingen op hoofdlijnen, meen ik met Assink dat het vaststellen hiervan volledig bij de AV zou kunnen worden gelegd.[266] Ook kunnen bestuursbesluiten, zelfs waar die gaan over het beleid en de strategie, onderworpen worden aan de voorafgaande goedkeuring van de AV. In besloten verhoudingen, zoals bij groepsvennootschappen van een concern of bij portfoliovennootschappen die gehouden worden door private equity maatschappijen, is het niet ongebruikelijk dat meerjarige businessplannen en jaarlijkse budgetten moeten worden goedgekeurd of vastgesteld door de AV, hetgeen feitelijk niets anders is dan het inkaderen van de vrijheid van het bestuur om de strategie te bepalen, door deze bevoegdheid deels bij de AV te leggen. Ik geef direct toe dat dit in de context van beursvennootschappen minder praktisch lijkt, maar dat maakt het niet principieel onmogelijk of ongewenst. Bij beursvennootschappen met een grootaandeelhouder, zoals bij Boskalis, Heineken of Randstad, lijkt het me in voorkomende gevallen ook logisch en gewenst dat de strategie wordt bepaald in samenspraak met de grootaandeelhouder.

Er zijn wat mij betreft twee belangrijke beperkingen op het verleggen van onderdelen van de bestuurstaak van het bestuur naar een ander orgaan. Ten eerste kan dit niet zien op bevoegdheden die dwingendrechtelijk zijn toegekend aan het bestuur. Dit volgt uit het feit dat van de bepalingen van boek 2 BW slechts kan worden afgeweken, voor zover dat uit de wet blijkt.[267]

> Bestuurstaken die dwingendrechtelijk zijn toebedeeld aan het bestuur en die om die reden niet kunnen worden verlegd naar een ander orgaan betreffen de volgende: de verplichtingen tot het voeren van een deugdelijke administratie,[268] het inschrijven van de vennootschap in het handelsregister,[269] het bijhouden van een aandeelhoudersregister,[270] het ondertekenen van een beschrijving van een inbreng op aandelen anders dan in geld[271] of van de beschrijving in het kader van de Nachgründungsregeling,[272] het opmaken van de jaarrekening en het bestuursverslag en het toevoegen van de gegevens als bedoeld in artikel 2:392 BW,[273] het oproepen van een AV indien het vermogen is gedaald tot een bedrag gelijk aan of lager dan de

266. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8b. Zie ook Timmerman 2018, par. 2.2.9. In dergelijke gevallen zal op aandeelhouders bij het totstandkomen van de besluitvorming in de AV een zwaardere zorgvuldigheidsplicht rusten om rekening te houden met de belangen van de vennootschap, haar onderneming en relevante stakeholders. Zie hierover paragraaf 5.2.2.
267. Artikel 2:25 BW. Zie in dezelfde zin: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/231.
268. Artikel 2:10 BW.
269. Artikel 2:69 BW.
270. Artikel 2:85 BW.
271. Artikel 2:94b BW.
272. Artikel 2:94c BW.
273. Artikel 2:101 en 392 BW.

helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal,[274] het bij het handelsregister neerleggen van een afschrift van statutenwijziging en de gewijzigde statuten,[275] het verschaffen van noodzakelijke gegevens aan de raad van commissarissen,[276] het opstellen van een voorstel tot fusie en een toelichting daarop, het neerleggen van afschriften ter inzage daarvan en het informeren van de AV over na het voorstel gebleken belangrijke wijzigingen in de activa en de passiva[277] en de gedeelde bevoegdheid (tezamen met de raad van commissarissen) tot het ontslaan van aansprakelijkheid van een voormalig aandeelhouder voor het op een aandeel te storten bedrag.[278]

Ten tweede kan het verleggen van bestuursbevoegdheden niet zover gaan dat hierdoor feitelijk de volledige bestuurstaak aan dat andere orgaan wordt toegekend. De bestuurstaak kan niet geheel aan het bestuur worden ontnomen.[279] Zij kan ook niet onbeperkt worden ingeperkt. De bestuurstaak kan niet aan anderen worden opgedragen en de statuten mogen de bestuursbevoegdheid niet aan het bestuur ontnemen, bijvoorbeeld door te vergaande statutaire instructierechten en benodigde goedkeuringen door een ander orgaan voor te schrijven.[280] Er moet een "rest aan reële autonome bestuursbevoegdheid overblijven"[281] en er mag geen sprake zijn van "volledige uitholling van de bestuurstaak".[282] Zo is het niet mogelijk om (vrijwel) alle bestuursbesluiten aan goedkeuring van een ander orgaan te onderwerpen.[283] Voor zover de bestuursbevoegdheid wordt ingeperkt door het overhevelen van bevoegdheden aan de AV, moet ervan worden uitgegaan dat er op de AV een toenemende verantwoordelijkheid rust bij uitoefening van die bevoegdheden, met name waar die bevoegdheden zien op de strategie van de NV.[284]

Ook in de Verenigde Staten valt het bepalen en uitvoeren van het beleid en de strategie onder de bestuursrol.[285] Dit betreft tevens het bepalen van strategische doelen op de lange termijn. Die kerntaak van het bestuur kan

274. Artikel 2:108a BW.
275. Artikel 2:126 BW.
276. Artikel 2:141 BW.
277. Artikel 2:312-314 BW.
278. Artikel 2:90 BW
279. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §51.1.
280. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/155.
281. *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009/389 en 414. In vergelijkbare zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/155.
282. Koelemeijer, par. 7.3.
283. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/155 en *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3 (MvT), p. 11.
284. Zie paragraaf 5.2.2 van dit proefschrift.
285. Assink 2007, nr. 8. Zie ook: par. 3.7 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

> volgens de Delaware Supreme Court niet worden uitgeoefend door aandeelhouders: "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."[286]

Een statutaire beperking van bestuursbevoegdheid kan er ook in bestaan dat een statutair instructierecht voor de AV wordt opgenomen waarin wordt bepaald dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van de AV die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen.[287] Deze statutaire instructiemacht moet onderscheiden worden van de 'feitelijke instructiemacht' van de AV. Hierover ging de behandeling van een cassatiemiddel in de *Cancun*-beschikkingen. In dit middel werd betoogd dat het belang van de *joint venture* geheel samen zou vallen met de belangen van de aandeelhouders, op gelijke wijze als een statutaire instructiebevoegdheid (die niet was opgenomen). De Hoge Raad overwoog dat het bestuur van een vennootschap niet verplicht is de instructies van de AV of van een of meer bepaalde aandeelhouders op te volgen, maar een eigen verantwoordelijkheid heeft om zich te richten naar het belang van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming. Dat is niet anders indien de aandeelhouders op grond van de machtsverhoudingen binnen de vennootschap 'feitelijke instructiemacht' hebben.[288] Interessant is dat de vennootschap na de genoemde enquêteprocedure een bodemprocedure begon tegen de voormalig bestuurders om schade op hen te verhalen. De rechtbank ging hier (net als eerder de Ondernemingskamer) in op de vraag of de bestuurders er goed aan hadden gedaan om de instructie van de aandeelhouders op te volgen. De rechtbank kwam bij de beoordeling van deze vraag tot een ander oordeel dan de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in de enquêteprocedure:

---

286. Delaware Supreme Court, *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
287. Artikel 2:129 lid 4 BW. Voor de BV is met de Wet Flex-BV de mogelijkheid ingevoerd om niet slechts algemene maar ook concrete instructies te geven aan het bestuur, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (zie artikel 2:239 lid 4 BW). Een dergelijke instructiebevoegdheid van aandeelhouders kon overigens ook al in de arbeids- of managementovereenkomst van de bestuurder worden opgenomen; hoewel de status hiervan niet geheel duidelijk is, wordt hier in de rechtspraak wel degelijk belang aan gehecht. Zie Rb. Amsterdam 12 januari 2011, *JOR* 2011/250, m.nt. C.D.J. Bulten (*Canicula/ING Trust*) en Rb. Amsterdam 2 augustus 2017, *JOR* 2018/117, m.nt. S.M. Bartman (*Cancun Holding II/TMF*). In zijn annotatie is Bartman kritisch op laatstgenoemde uitspraak. In de literatuur wordt door sommigen al aangenomen dat het onderscheid tussen algemene en concrete instructies met de wijziging van het BV-recht ook voor de NV is verdwenen. Zie hierover uitgebreid: Assink & Verbrugh 2016, par. 3.3.4 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/153. Voor zover dat niet zo zou zijn, zie ik geen reden waarom de mogelijkheid om te voorzien in een statutair specifiek instructierecht niet ook in het NV-recht zou moeten kunnen worden opgenomen.
288. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1.

> "Nu de emissie een initiatief van de aandeelhouders was, bijgestaan door advocaten, zonder betrokkenheid van het bestuur van Cancun II, was het primair aan de aandeelhouders zelf om de door hen gemaakte afspraken over de tijdelijkheid van de emissie vast te leggen en voorzieningen te treffen voor het geval Sabadell toch zou afhaken. Het voert nogal ver om dit van Equity Trust te verwachten, die als trustbestuurder de instructies van de aandeelhouders had op te volgen. […]
>
> De rechtbank is van oordeel dat Equity Trust te goeder trouw is afgegaan op de instructie die zij van de aandeelhouders kreeg. Zij mocht ervan uitgaan dat het panklare plan dat zij kreeg gepresenteerd, door de aandeelhouders en hun advocaten goed was doordacht in het licht van hun onderlinge verhoudingen, inclusief de ruilverhouding en het niveau waarop de emissie zou plaatsvinden (in Efesyde dan wel in Cancun II). Bij deze stand van zaken kan Equity Trust er geen verwijt van worden gemaakt dat zij niet heeft gecontroleerd of er een zakelijke ruilverhouding werd gehanteerd en dat zij geen voorwaarden heeft gesteld of zekerheden heeft bedongen. Evenmin heeft Equity Trust hier in strijd gehandeld met haar verplichtingen uit de managementovereenkomst, waarvoor geen strengere maatstaf geldt dan artikel 2:9 BW."[289] [onderstreping SBGN]

Inmiddels is het vonnis van de rechtbank in hoger beroep bekrachtigd.[290] Uiteraard betreffen de enquêteprocedure en de civiele procedure twee verschillende procedures met verschillende beoordelingskaders. In de enquêteprocedure is vastgesteld dat sprake is geweest van wanbeleid door een bestuurder en van verwijtbaar handelen door de trustbestuurder. Dit brengt niet automatisch met zich dat in de aansprakelijkheidsprocedure ook geoordeeld wordt dat de trustbestuurder een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt.[291] Niettemin is het wat mij betreft opmerkelijk – en ergens zelfs onwenselijk – dat over de vraag of de bestuurder de instructie van de aandeelhouder mocht (of moest) opvolgen in zulke sterk tegenstrijdige bewoordingen wordt geoordeeld in de verschillende procedures.

De gedachte van de feitelijke instructiemacht vertoont gelijkenissen met de in de literatuur wel uitgesproken gedachte dat het zich in de praktijk niet goed laat indenken dat de visie van een meerderheid van de aandeelhouders consequent

289. Rb. Amsterdam 2 augustus 2017, *JOR* 2018/117, m.nt. S.M. Bartman (*Cancun Holding II/TMF*), r.o. 4.11-4.12.
290. Hof Amsterdam 23 juni 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:1790.
291. Zoals de rechtbank overwoog: "De enquêteprocedure kent een eigen inrichting en procesregels en dient een ander doel dan de onderhavige procedure. De rechtbank zal dus zelfstandig de aan het adres van Equity Trust gemaakte verwijten beoordelen en vaststellen of deze een persoonlijk ernstig verwijt dan wel schending van verplichtingen uit de managementovereenkomst opleveren." Zie Rb. Amsterdam 2 augustus 2017, *JOR* 2018/117, m.nt. S.M. Bartman (*Cancun Holding II/TMF*), r.o. 4.8.

en langdurig wordt genegeerd.[292] Die gedachte zou ook gezien kunnen worden als een informele beperking van de bestuursbevoegdheid. Ook in de parlementaire geschiedenis is in de periode van 1991 tot en met 2005 herhaaldelijk (in wisselende bewoordingen) het standpunt ingenomen dat de ondernemingsleiding een ingrijpend gewijzigde (economische) machtsverhouding in de AV niet voor onbepaalde tijd moet kunnen negeren.[293] De Commissie Peters merkte in 1997 ook op dat algemeen onder de kapitaalverschaffers levende opvattingen over onderwerpen die hen aangaan door de ondernemingsleiding niet langdurig genegeerd mogen worden.[294] Met name de zinsnede "over onderwerpen die hen aangaan" lijkt me van belang bij het inkaderen van de hiervoor genoemde overtuigingen. De AV moet in beginsel inderdaad kunnen besluiten over de onderwerpen die binnen haar bevoegdheid vallen. Relevant is in dat kader wat bedoeld wordt met "negeren". Zoals ook blijkt uit het *Fugro*-arrest, heeft de AV enkel iets te zeggen (in de zin dat zij bindende besluiten kan nemen) over onderwerpen die haar aangaan. Gaat het om onderwerpen waarover de AV niet bevoegd is, dan mogen de aandeelhouders daarover op de AV van gedachten wisselen, maar zij mogen daarover niet stemmen en kunnen niet hun wil opleggen aan het bestuur. In laatstbedoelde zin kan de meerderheid van de AV wel degelijk "genegeerd" worden.

Zoals blijkt uit de *AkzoNobel*-beschikking betekent het feit dat een besluit van de NV niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders niet zonder meer dat de NV in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.[295] Wat ook blijkt uit de *AkzoNobel*-beschikking is dat een onder de aandeelhouders levend onbegrip over het gevoerde beleid niet genegeerd kan worden.[296] Ik begrijp dit zo dat het bestuur verplicht is om verantwoording af te leggen aan de aandeelhouders binnen de AV over de wijze waarop hij de NV bestuurt en over het gevoerde beleid en de gevoerde strategie. De AV is een plek waar aandeelhouders en bestuur met elkaar van gedachten kunnen wisselen, ook over zaken waartoe de AV niet bevoegd is om te besluiten. In die zin kan de AV niet "genegeerd" worden. Wanneer de onvrede van aandeelhouders voortduurt, ook bij voortdurende en zorgvuldige verantwoording over een

292. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §4.2.
293. *Kamerstukken II* 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 5-6; *Kamerstukken II* 1997/98, 25 732, nr. 3 (MvT), p. 2 en 6; *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 15; *Kamerstukken II*, 30 419, nr. 3 (MvT), p. 16. Zie ook *Kamerstukken II* 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 4: "…een vasthoudende bieder die de meerderheid van de aandelen verwerft, zal, indien hij zich de tijd gunt, naar wordt aangenomen iedere hindernis kunnen nemen die is opgeworpen…".
294. Veertig Aanbevelingen, par. 5.4.1, p. 20-21.
295. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.34.
296. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.35.

verdedigbaar beleid, kan het bestuur uiteindelijk toch kiezen zijn eigen strategische route te volgen wanneer dit in het belang is van de NV en haar onderneming. Gezien de ontwikkelingen in de rechtspraak lijkt het mij dan ook dat het zich in de praktijk wel laat indenken dat de visie van een meerderheid van de aandeelhouders consequent en langdurig wordt genegeerd door het bestuur, in die zin dat de mening van een meerderheid van de AV niet wordt gevolgd, mits dit in het belang is van de NV en haar onderneming, het bestuur zorgvuldig omgaat met de belangen van aandeelhouders en hierover voldoende verantwoording blijft afleggen. Uiteraard is dit een onwaarschijnlijk scenario, waarin de meerderheid van de AV consequent aanstuurt op een ontwikkeling die strijdig is met het belang van de NV en haar onderneming. Een beleid dat ingaat tegen de wensen van aandeelhouders kan enkel gevolgd worden indien sprake is van adequate beschermingsconstructies, omdat de AV anders simpelweg het bestuur en de raad van commissarissen kan vervangen of de noodzakelijke medewerking aan belangrijke besluiten kan weigeren. In algemene zin zal het ook binnen de verantwoordelijkheid van het bestuur passen om te zorgen dat de organen van de vennootschap op dusdanige wijze met elkaar samenwerken dat efficiënte besluitvorming wordt gegarandeerd.

5.4.2 Wettelijke en statutaire beperkingen en uitbreidingen van bevoegdheden van de AV; oligarchische regelingen

Net als beperkingen van bestuursbevoegdheid, zijn ook wettelijke en statutaire beperkingen van bevoegdheden van de AV mogelijk, waaronder door uitbreidingen van bevoegdheden van het bestuur of de raad van commissarissen, voor zover dit niet strijdig is met dwingendrechtelijke regelingen.[297] Een voorbeeld van een wettelijke beperking vormt artikel 2:162 BW dat bij toepassing van het volledig structuurregime bepaalt dat de bestuurders worden benoemd door de raad van commissarissen en niet door de AV. De bevoegdheden van de AV kunnen ook worden beperkt doordat de bestuursbevoegdheden statutair worden uitgebreid. Regelingen die de bevoegdheden (deels) weghalen bij de AV en (deels) centraliseren bij het bestuur en raad van commissarissen (of een gelieerde entiteit, zoals een stichting prioriteit die wordt bestuurd door leden van het bestuur en/of de raad van commissarissen) worden ook wel oligarchische regelingen genoemd.[298] In algemene zin kan de organisatie van de NV in vrij grote mate oligarchisch worden ingericht, waarbij zelfs 'kernbevoegdheden' van de AV aanzienlijk kunnen worden beperkt.[299] Zo kan de bevoegdheid tot statutenwijziging (die dwingendrechtelijk aan de AV toekomt)

297. Zie ook Löwensteyn 1959, p. 27: "Ons recht laat tot op zekere hoogte de mogelijkheid bepaalde bevoegdheden van de A.V. over te hevelen naar het bestuur en andere instanties."
298. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/554 beschrijven oligarchie als "een heerschappij van weinigen door een concentratie van bevoegdheden".
299. Zie hierover ook Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §45.4. Zie paragraaf 3.3 van dit proefschrift over kernbevoegdheden van de AV.

worden beperkt door te bepalen dat wijziging slechts mogelijk is op voorstel of na toestemming van het bestuur, de raad van commissarissen of de prioriteit.[300] In de praktijk gebeurt dit meestal ook. Uit onderzoek blijkt dat 88,9% van de Nederlandse beursvennootschappen gebruik maakt van een oligarchische clausule bij statutenwijziging, en dan met name van de variant waarbij een besluit tot statutenwijziging slechts kan worden genomen op voorstel van het bestuur (waar in de meeste gevallen de goedkeuring van de raad van commissarissen voor nodig is).[301]

Enkele besluiten van de AV kunnen volgens de ratio van de desbetreffende bepalingen niet aan de goedkeuring van andere vennootschapsorganen (of derden) worden onderworpen, wanneer de wet bepaalt dat de AV een bepaalde bevoegdheid 'steeds' of 'te allen tijde' kan uitoefenen.[302] Dat is het geval bij schorsing en ontslag van bestuurders.[303] In de statuten van de NV kan wel worden bepaald dat de benoeming van bestuurders door de AV geschiedt uit een bindende

300. Artikel 2:121 lid 2 BW. Zie hierover: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/59 en 615a; Lennarts, T&C Burgerlijk Wetboek, art. 2:121 BW, aant. 2; Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121, par. 2.3. Zie over de toelaatbaarheid van een dergelijke regeling in het kader van het agenderingsrecht: paragraaf 6.2.3 van dit proefschrift. Zie ook: Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7222 en Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7223, die menen "dat deze praktijk zich moeilijk verhoudt met de heersende opvattingen omtrent bescherming van beursvennootschappen en *good governance*" (zie Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7223, par. 4.2-4.4). Zij beargumenteren dat een dergelijke oligarchische regeling kwalificeert als beschermingsconstructie en dat deze daarom tijdelijk zou moeten zijn. Oligarchische regelingen *kunnen* weliswaar functioneren als beschermingsconstructie, maar zijn daar niet primair voor bedoeld (hetzelfde geldt voor de structuurregeling, zie *Kamerstukken II* 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 4). Behoudens aanwezigheid van een daadwerkelijke dreiging functioneren zij ook niet als zodanig. Als die dreiging er niet is, is geen sprake van bescherming en is ook de RNA-norm niet van toepassing. In die zin is geen sprake van een traditionele beschermingsconstructie. Deze regelingen zijn veeleer een invulling van het door de Hoge Raad geformuleerde beginsel dat iedere vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar vennootschappelijke organisatie naar eigen inzicht in te richten (zie hierover paragrafen 2.8 en 5.4.1 van dit proefschrift). De ratio van dit soort oligarchische regelingen is dat de NV niet afhankelijk dient te zijn van een toevallige meerderheid in de AV, zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/203.3. Deze ratio kan overigens ook gepercipieerd worden als een motief voor beschermingsconstructies, zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/554. Zie ook over oligarchische clausules als beschermingsconstructie: Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/78. Voor zover een oligarchische regeling gezien de omstandigheden van het geval kwalificeert als beschermingsconstructie, meen ik niet dat een beschermingsconstructie naar huidig recht tijdelijk moet zijn. Dat volgt ook niet uit de RNA-norm. Zie over de invulling en toepassing van de RNA-norm uitgebreid paragraaf 6.1.4 van dit proefschrift.

301. Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7222, par. 2. Dit onderzoek ziet op Nederlandse NV's en SE's met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen zijn genoteerd aan, en toegelaten tot de handel op, een effectenbeurs.

302. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/92.

303. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/92.

voordracht die gedaan wordt door de raad van commissarissen of de prioriteit.[304] Aan die voordracht kan de AV echter steeds het bindend karakter ontnemen bij een besluit genomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen, die meer dan de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen.[305] Ook hier geldt dat het woord 'steeds' zo moet worden gelezen dat het besluit tot doorbreking van de bindende voordracht niet aan de goedkeuring van anderen kan worden onderworpen.[306] Toepassing van een oligarchische regeling ten aanzien van de benoemingsbevoegdheid van de AV is blijkens de wetsgeschiedenis bewust niet onbeperkt mogelijk:

> "Die motieven zijn de volgende: 1°. de aandeelhouders hebben toch ook een door het recht te erkennen belang bij de zaak, 2°. het is niet wenschelijk, dat enkele personen alles te zeggen hebben, zonder dat er afdoende middelen zijn hen ter verantwoording te roepen als zij onbekwaam of onbetrouwbaar zijn. De combinatie van deze motieven vormt den regel: aan de vergadering van aandeelhouders worden zekere „grondrechten" voorbehouden. Het beperken van de oligarchische clausule nu is niet anders dan het toepassen van dezen regel."[307]

Indien de bindende voordracht door de AV wordt doorbroken, dan is de AV in beginsel vrij in de benoeming.[308] In sommige gevallen is echter statutair voorzien in een repeterende bindende voordracht, waarbij aandeelhouders niet hun eigen kandidaten kunnen aandragen, zolang het orgaan dat bevoegd is tot het

---

304. Artikel 2:133 lid 1 BW. Dit is al sinds het begin van de 20e eeuw een populair gebruik bij beursvennootschappen. Volgens Löwensteyn 1959, p. 32 kwam een dergelijke regeling in de praktijk niet zelden neer op coöptatie.
305. Artikel 2:133 lid 2 BW. Op grond van artikel 52 lid 3 van de Overgangswet nieuw Burgerlijk Wetboek is dit lid niet van toepassing op een NV waarop ingevolge artikel XVIII van de Wet van 1929 voor het tijdstip van in werking treden van Boek 2 BW artikel 48a lid 2 van het Wetboek van Koophandel niet van toepassing was. Dit betekent dat bij een NV die voor inwerkingtreding van de NV is opgericht en die een bindend voordrachtsrecht in de statuten had opgenomen, de AV dit bindend voordrachtsrecht in beginsel niet kan doorbreken. De overgangsbepaling is niet langer van toepassing indien er in de statuten van de NV wijzigingen worden aangebracht in de bepalingen omtrent de voordracht, zie J.G. Kist/L.E. Visser, *Beginselen van handelsrecht volgens de Nederlandsche wet, De Naamloze Vennootschap, supplement op deel III*, 's-Gravenhage: Gebr. Belifante 1929, p. 235 en Dortmond, *Ondernemingsrecht* 2004/92. De Corporate Governance Code schrijft overigens voor een beursvennootschap voor dat een besluit tot doorbreking van een bindend voordrachtsrecht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen moet kunnen geschieden bij volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, zie *best practice*-bepaling 4.3.3 van de Corporate Governance Code.
306. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/92.
307. Belinfante 1929, p. 322.
308. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/250.

doen van een voordracht kandidaten blijft voordragen.[309] Voor de benoeming van commissarissen geldt dat de statuten kunnen bepalen dat ten hoogste een derde van de commissarissen wordt benoemd door anderen dan de AV.[310] Tevens kunnen statutaire kwaliteitseisen worden gesteld waaraan de commissarissen moeten voldoen om zo de kring van benoembare personen te beperken. Deze eisen kunnen evenwel terzijde worden geschoven door een AV-besluit genomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.[311] Aan degenen die bevoegd zijn tot benoeming komt ook de bevoegdheid tot schorsing en ontslag toe.[312] Indien in de statuten is bepaald dat het besluit tot schorsing of ontslag slechts mag worden genomen met een versterkte meerderheid in een AV, waarin een bepaald gedeelte van het kapitaal is vertegenwoordigd, dan mag deze versterkte meerderheid niet hoger zijn dan twee derden van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het kapitaal.[313] De bevoegdheid tot ontslag kan door de AV niet worden gedelegeerd of afhankelijk worden gesteld van een statutaire voorstel- of goedkeuringsregeling.[314] Overigens kunnen het bestuur en de raad van commissarissen de uitoefening van kernbevoegdheden ook zonder oligarchische regelingen enigszins compliceren.[315]

Concrete wettelijke en statutaire bevoegdheden van de AV of aandeelhouders worden mijns inziens niet beperkt door het enkele feit dat zij daarmee direct of

---

309. Dit is geoorloofd volgens De Brauw 2017, par. 12.4.6.4; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/597; en Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 4. Zie anders: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/250.
310. Artikel 2:143 BW.
311. Artikel 2:132 lid 2 BW.
312. Artikel 2:134 lid 1 BW en artikel 2:144 lid 1 BW.
313. Artikel 2:134 lid 2 BW. Voor de BV geldt een gelijkluidend artikel 2:244 lid 2 BW, waarover de voorzieningenrechter in de *Kekk/Delfino*-uitspraak oordeelde dat hiervan bij contractuele afspraak kan worden afgeweken in die zin dat een besluit tot schorsing of ontslag alleen met unanimiteit van stemmen kan worden genomen, welk vonnis in hoger beroep werd vernietigd omdat het Hof Amsterdam van mening was dat een dergelijke contractuele regeling (gezien de ratio daarvan) "met het oog op het belang van de vennootschap al spoedig naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar moet worden geacht." Zie Rb. Amsterdam (vzr.) 16 januari 2014, *JOR* 2014/157, m.nt. R.G.J. Nowak (*Kekk/Delfino*) en Hof Amsterdam 13 januari 2015, *JOR* 2015/69, m.nt. R.G.J. Nowak (*Kekk/Delfino*). Over deze uitspraken en meer in het algemeen de vraag of bij overeenkomst van dwingend recht mag worden afgeweken is discussie, zie o.a. de noten van Nowak bij de uitspraken van de voorzieningenrechter en het Hof Amsterdam en Bosse, *WPNR* 2015/7065.
314. Vgl. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/92.
315. Zie hierover in het kader van het wettelijk convocatie- en agenderingsrecht ook Timmerman, *TvOB* 2018-1, p. 15: "…een aandeelhoudersvergadering kan haar bevoegdheid niet zomaar uitoefenen. Er is in het Nederlandse systeem samenspel met het bestuur nodig. Als dat ontbreekt, kan het uitoefenen van een bevoegdheid op een aandeelhoudersvergadering op complicaties stuiten. En die kunnen besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering vertragen." Ik kom op de uitwerking van het convocatie- en agenderingsrecht uitgebreid terug in paragraaf 6.2 van dit proefschrift.

indirect invloed zouden uitoefenen op de strategie. Ik bedoel hiermee, dat het niet zo is dat de AV of aandeelhouders hun eigen bevoegdheden uiteindelijk niet kunnen uitoefenen enkel omdat die uitoefening raakt aan de strategie van de NV, zonder dat die uitoefening raakt aan concrete bestuursbevoegdheden.[316] In de woorden van Timmerman:

> "[…] als de aandeelhoudersvergadering op grond van de wet of statuten een bevoegdheid heeft die aan de strategie van de vennootschap raakt (ik noem het ontslag van de president-commissaris), dan *hebben* zij die bevoegdheid ook ingeval de vergadering die bevoegdheid inzet als breekijzer om de strategie te wijzigen."[317]

Concrete wettelijke en statutaire bevoegdheden van de AV kunnen zo een beperking vormen van de algemene bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen. Aandeelhouders en AV mogen door uitoefening van die wettelijke en statutaire rechten dus tot op zekere hoogte ook direct of indirect invloed uitoefenen op de strategie.[318] Dat strookt met de Corporate Governance Code, die bepaalt dat de AV een zodanige invloed uit moet kunnen oefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* binnen de vennootschap.[319] Dit volgt ook uit de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap, die vermeldt dat de bedenktijd nodig is omdat aandeelhouders anders (indirect) invloed kunnen uitoefenen op de strategie door het drukmiddel van de bevoegdheid tot het benoemen, schorsen of ontslag van bestuurders of commissarissen.[320]

5.4.3 Beperkingen en uitbreidingen van bevoegdheden van bestuur en AV in specifieke gevallen op grond van artikelen 2:8 en 3:13 BW

Een beperking of uitbreiding van bevoegdheden van het bestuur of de AV kan volgen uit artikel 2:8 BW.[321] Een *uitbreiding* van bevoegdheden zal gegrond kunnen zijn op het eerste lid van dat artikel (de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid). In zijn conclusie bij de *ABN AMRO*-beschikking

316. Wel kan de uitoefening hiervan, met name waar het de uitoefening van het convocatie- en agenderingsrecht betreft, onder omstandigheden tijdelijk worden tegengehouden of uitgesteld. Ik schrijf hierover in paragraaf 6.2 van dit proefschrift.
317. Timmerman, *TvOB* 2018-1, par. 4 en, verwijzend naar Timmerman: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.10. Zie in dezelfde zin: Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, *JOR* 2010/61, m.nt. C. de Bres (*AHAM*), r.o. 3.3, *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/139d en (over beschermingsconstructies) Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 3. Zie hierover ook: paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.
318. Zie in dezelfde zin: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43 en Assink 2019, par. 9.
319. Principe 4.1 van de Corporate Governance Code.
320. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 14.
321. Zie hierover uitgebreid: Oosterhoff 2017, hoofdstuk 6.

ging A-G Timmerman in op de vraag of de redelijkheid en billijkheid kunnen bewerkstelligen dat een orgaan een bevoegdheid toekomt, die het op grond van de wet en statuten niet heeft. De A-G sloot niet uit dat dat het geval kon zijn, maar zag daarvoor weinig ruimte, behoudens bijzondere omstandigheden.[322] Ik sluit mij daarbij aan. Ik zou willen aannemen dat een slechts op vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid gegronde bevoegdheid kan bestaan indien sprake is van bijzondere omstandigheden, zoals een niet-wettelijke bevoegdheid die geworteld is in Nederland levende rechtsovertuigingen[323] of indien sprake is van concrete toezeggingen door het bevoegde orgaan waardoor het gerechtvaardigde verwachtingen heeft gewekt.[324] Een voorbeeld van het eerste geval is de responstijd die het bestuur onder omstandigheden zal kunnen inroepen wanneer de voorgenomen uitoefening van het agenderings- of convocatierecht kan leiden tot wijziging van de strategie van de beursvennootschap.[325] Een voorbeeld van het tweede geval bestaat in de situatie dat het bestuur verklaart dat de AV om goedkeuring gevraagd zal worden voor een bestuursbesluit, zonder dat die goedkeuring op grond van de wet en statuten vereist is.[326] Daarnaast zijn er bijzondere omstandigheden denkbaar die kunnen leiden tot een aanvullend recht van aandeelhouders om inlichten te ontvangen buiten het verband van de AV.[327]

Er kan op grond van het eerste lid van artikel 2:8 BW overigens ook sprake zijn van een uitbreiding van *verplichtingen*. Zo bepaalde de rechtbank Amsterdam in 2008 dat de redelijkheid en billijkheid de aandeelhouder van Delta Lloyd

---

322. Par. 3.49 en 3.53 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
323. Artikel 3:12 BW. Zie ook par. 3.53 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
324. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.3. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.8b; Assink 2019, par. 9. Zie ook: par. 2.49 concl. A-G Wesseling-van Gent bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*). In paragraaf 4.4 van dit proefschrift schreef ik al dat de verklaring over de toepassing van de Corporate Governance Code in het jaarverslag van een beursvennootschap niet vrijblijvend is, maar in beginsel een concrete toezegging is jegens de bij de NV betrokkenen die mede inhoud geeft aan algemene normen zoals onder andere neergelegd in artikel 2:8 BW (zie aldaar voor nadere bronvermelding).
325. In de *Cryo-Save*-beschikking rechtvaardigde de Ondernemingskamer de responstijd op basis van de redelijkheid en billijkheid, zie Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo-Save*). Meer in het algemeen ziet de Hoge Raad de Corporate Governance Code als een uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging, zie HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.4; HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.2. Zie voor een nadere toelichting en nuancering: paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.
326. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.3.
327. Vletter-van Dort 2001, par. 3.3.3a e.v. Zie ook: Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 64 en Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, *JOR* 2009/129 (*Butôt*), r.o. 3.7. Zie meer uitgebreid paragraaf 3.3 van dit proefschrift, in het bijzonder voetnoot 205.

verplichtte in te stemmen met een door de raad van commissarissen van Delta Lloyd (op grond van zijn statutaire initiatiefrecht) voorgestelde statutenwijziging.[328] Ook overwoog de Ondernemingskamer dat de bieder of verwerver van een pakket aandelen op grond van artikel 2:8 BW openheid van zaken diende te geven over zijn voornemens.[329]

Een *beperking* van bevoegdheden van het bestuur of de AV op basis van artikel 2:8 BW zal gegrond zijn op het tweede lid, dat de beperkende of derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid behelst.[330] Dit zal toepassing kunnen vinden als de uitoefening van de bevoegdheid in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.[331] Dit kan in het bijzonder het geval zijn wanneer de belangen van degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken onnodig of onevenredig worden geschaad.[332] In een enkel geval is ook een beperking op de ontslagbevoegdheid aangenomen op grond van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid.[333]

In gevallen waar het slechts de verhouding tussen het bestuur en AV betreft, zal veelal zowel sprake zijn van een uitbreiding van de bevoegdheid van het ene orgaan als de beperking van de bevoegdheid van het andere orgaan. Een voorbeeld: wanneer het bestuur op goede gronden de responstijd inroept, en die wordt door een rechter in stand gelaten, dan is dit zowel een uitbreiding van de bestuursbevoegdheden, als een beperking van het agenderingsrecht van aandeelhouders. Een ander voorbeeld: wanneer op grond van gerechtvaardigde verwachtingen een goedkeuringsbevoegdheid van de AV wordt aangenomen die niet voortvloeit uit de wet of de statuten, dan is zowel sprake van een beperking van de bestuursbevoegdheid, als van een uitbreiding van de bevoegdheid van de AV.

---

328. Rb. Amsterdam 26 maart 2008, *JOR* 2008/125, m.nt. S.M. Bartman (*Delta Lloyd/Aviva*). Bartman spreekt in zijn annotatie over een "stemgebod".
329. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*LVMH/Gucci*), r.o. 3.3 en Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89, m.nt. M. Brink (*Uni-Invest/Breevast*), r.o. 4.16.
330. Op grond hiervan kan een agenderingsverzoek geweigerd worden, zie HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.4. Een andere grond voor een dergelijke weigering kan artikel 3:13 lid 1 BW zijn. Maeijer 1964, par. 5. Op grond van artikel 2:8 lid 2 BW kan ook artikel 2:107a BW niet toepassing zijn, zie Hof Amsterdam, 29 juli 2014, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos, (*Fortis*), r.o. 5.2.6 (waarover uitgebreider paragraaf 6.2.1).
331. Hof Amsterdam (OK) 18 juli 2018, *JOR* 2018/303, m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (*Eneco*), r.o. 3.13.
332. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1-4.2.2.
333. Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*).

Voor zowel de aanvullende als de beperkende redelijkheid en billijkheid geldt in dit soort gevallen een hoge drempel. Voor de beperkende redelijkheid en billijkheid volgt dit al uit de wet, omdat de desbetreffende regel in de gegeven omstandigheden *onaanvaardbaar* moet zijn, wil zij niet van toepassing zijn.[334] Voor de aanvullende redelijkheid en billijkheid volgt dit uit het stelsel van de wet en de rechtszekerheid. Zie in dit verband ook de conclusie van A-G Timmerman bij de *ABN AMRO*-beschikking:

> "Ik wil niet categorisch uitsluiten dat aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid kan meebrengen dat voor een bepaald orgaan een hem niet door de wet of statuten toegekende bevoegdheid mag worden aangenomen. Het moet dan mijns inziens wel evident zijn dat in de omstandigheden van het geval een dergelijke bevoegdheid aan het betrokken orgaan dient toe te komen. […] De bevoegdheidsverlening dient ook te passen in het stelsel van de wet."
>
> Een andere opvatting verdraagt zich niet met het beginsel van het wettelijke systeem dat in het belang van de rechtszekerheid en een goede organisatie van de rechtspersoon aan de hand van de wet en de statuten kan worden bepaald welke bevoegdheden een orgaan toekomt. Het zou leiden tot rechtsonzekerheid die juist op het punt van de bevoegdheidsverdeling moeilijk geaccepteerd kan worden. Dit geldt zeker voor vennootschappen met vele deelnemers, zoals beursvennootschappen. De bevoegdheidsverdeling in de vennootschap dient in die gevallen steeds helder te zijn. Daarop kan alleen in heel bijzondere gevallen op grond van de redelijkheid en billijkheid een uitzondering worden gemaakt. De wettelijke en statutaire bevoegdheidsverdeling moet voor de organen van de vennootschap een soort 'spoorboekje' zijn.[335]

Een beperking van een bevoegdheid van het bestuur of de AV, althans van de mogelijkheid tot uitoefening daarvan, kan ook voortvloeien uit het feit dat een dergelijke uitoefening misbruik van bevoegdheid zou opleveren op grond van artikel 3:13 lid 1 BW. Uitoefening van een bevoegdheid leidt tot misbruik daarvan indien de bevoegdheid wordt uitgeoefend met geen ander doel dan de ander te schaden, met een ander doel dan waarvoor zij is verleend, of in het geval het orgaan, in aanmerking nemende de onevenredigheid tussen het belang bij de uitoefening en het belang dat daardoor wordt geschaad, naar redelijkheid niet tot die uitoefening had kunnen komen.[336] Hiervan kan voor wat betreft de bevoegdheid van aandeelhouders onder andere sprake van zijn

334. Artikel 2:8 lid 2 BW.
335. Par. 3.49 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
336. Artikel 3:13 lid 2 BW.

bij gebruikmaking van het stemrecht[337] of van het agenderingsrecht.[338] Ook kan de vrije benoemingsbevoegdheid van de AV worden beperkt als de benoeming geschiedt met de opzet om de aandeelhouders of een derde onbillijk te bevoordelen, danwel om de NV of een derde te schaden.[339] Bevoegdheden van het bestuur kunnen op deze grond ook worden beperkt. Dat kan onder andere bij uitoefening van de vertegenwoordigingsbevoegdheid,[340] of bij het aanvragen van een faillissement.[341] Löwensteyn erkende al dat de bestuursautonomie begrensd werd door misbruik van bevoegdheid.[342]

5.5 Conclusie

In de jaren 1970 vond een verschuiving plaats van het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen. Zij dienden zich niet langer te richten naar het belang van de vennootschap, maar naar het belang van de vennootschap en haar onderneming. Tegenwoordig dient de leiding van een vennootschap met onderneming zich te richten naar het belang van die onderneming. Dit verlegt de focus van de vennootschap als juridisch samenwerkingsverband naar de onderneming als economisch-maatschappelijk verschijnsel, met belangen bij, én belanghebbenden in de vorm van, veel verschillende betrokkenen.

Het belang van de NV is gericht op het bestendig succesvol maken van de onderneming, waarbij ook andere omstandigheden een rol kunnen spelen, zoals het bestaansdoel (*corporate purpose*) van de NV. Dit gezamenlijke richtpunt vormt het vennootschappelijk belang. Bij zijn besluitvorming neemt het bestuur dat belang steeds tot uitgangspunt, waarbij tevens zorgvuldig dient te worden omgegaan met de belangen van stakeholders. Deze zorgvuldigheidsplicht geldt voor institutioneel betrokken stakeholders op grond van artikel 2:8, voor contractueel betrokken stakeholders op grond van artikelen 6:2 en 6:248 BW en voor indirect betrokken stakeholders op grond van de artikelen 6:162 en 3:13 BW. Dit vormt een sluitend systeem van uitputtende gedragsnormen die de kring van betrokken belanghebbenden bij de organisatie van de NV en haar

337. HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*).
338. Op grond hiervan kan het agenderingsverzoek geweigerd worden, zie HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.4. Een andere grond voor een dergelijke weigering kan artikel 2:8 lid 2 BW zijn.
339. HR 13 februari 1942, *NJ* 1942/360 (*Baus/De Koedoe I*).
340. HR 5 januari 1979, *NJ* 1979/317, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Slijkerman*).
341. HR 18 december 2015, *NJ* 2016/172, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2016/145, m.nt. J.B.A. Jansen (*Hoeksma/Trade*).
342. Löwensteyn ziet de leerstukken van misbruik van bevoegdheid en goede trouw (thans de redelijkheid en billijkheid) als dezelfde beperkingsgronden, zie Löwensteyn 1959, p. 159 en 170.

onderneming in de wijdste zin beheersen. Daarnaast kunnen andere belangen dan die van de onderneming ook het vennootschappelijk belang kleuren, zodat zij deel gaan uitmaken van het richtsnoer voor het handelen van het bestuur. Om te zorgen dat de onderneming bestendig succesvol wordt, bepaalt het bestuur het beleid, waaronder ook een strategie. Hiertoe formuleert het bestuur in de regel een visie op lange termijn en strategische doelstellingen en een strategisch plan op middellange termijn. De uitvoering van die strategie zal op onderdelen de medewerking van de AV kunnen vereisen.

Waar gewenst kan van de wettelijke verdeling van bevoegdheden afgeweken worden, tenzij dwingendrechtelijke bepalingen zich daartegen verzetten. Een uitbreiding of beperking van bevoegdheden van het bestuur of de AV zal veelal volgen uit de wet of de statuten. Onder omstandigheden kunnen aanvullende bevoegdheden of beperkingen op bevoegdheden volgen uit de artikelen 2:8 en 3:13 BW. Het beperken van de taak van het bestuur kan ook worden geëffectueerd door het verleggen van zijn bevoegdheden, waaronder het bepalen van het beleid en de strategie, naar de AV. De bevoegdheid van het bestuur ten aanzien van die onderwerpen wordt daarmee evenzoveel beperkt. Hierop bestaan twee beperkingen: (1) dit kan niet zien op bevoegdheden die dwingendrechtelijk zijn toegekend aan het bestuur en (2) dit kan niet zover gaan dat de bestuursbevoegdheid volledig bij het bestuur wordt weggenomen.

Bevoegdheden van de AV kunnen ook vergaand worden ingeperkt, onder andere door oligarchische regelingen, tenzij dwingendrechtelijke regelingen zich daartegen verzetten. In algemene zin kan de organisatie van de NV in vrij grote mate oligarchisch worden ingericht, waarbij zelfs ‘kernbevoegdheden’ van de AV aanzienlijk kunnen worden beperkt. Er geldt in beginsel geen beperking van AV-bevoegdheden vanwege het enkele feit dat zij raken aan de strategie van de NV. Met andere woorden, de AV kan haar bevoegdheden in beginsel inzetten, ook om een strategiewijziging te forceren.

Hoofdstuk 6. Strategische onderwerpen in de praktijk

De theoretische kern van dit proefschrift is uitgewerkt in het vorige hoofdstuk. Dit hoofdstuk 6 focust op de uitwerking van die theoretische kern voor drie onderwerpen waarbij in de praktijk veelal conflicten (kunnen) optreden tussen de bevoegdheden van het bestuur en die van aandeelhouders over het beleid en de strategie van de beursvennootschap. Die onderwerpen zijn: (1) bescherming van beursvennootschappen tegen een (mogelijk) vijandig overnamebod, (2) gebruik van het convocatie- en agenderingsrecht door (activistische) aandeelhouders, en (3) de goedkeuringsbevoegdheid van de AV op grond van artikel 2:107a BW. Ik behandel deze onderwerpen geenszins volledig; anderen hebben hier veelzijdiger en in meer detail over geschreven. Het voornaamste doel is om inzicht te geven in bepaalde aspecten die bij deze onderwerpen relevant zijn in de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en AV bij de beursvennootschap.

6.1 Vijandige biedingen en bescherming van beursvennootschappen

Onder een 'vijandig bod' begrijp ik een openbaar bod dat wordt aangekondigd of uitgebracht op (certificaten van) aandelen in het kapitaal van een beursvennootschap zonder dat daarover overeenstemming is bereikt met de beursvennootschap.[1] In Nederland is het mogelijk om een dergelijk vijandig bod uit te brengen. Een openbaar bod kan zelfs worden aangekondigd of uitgebracht zonder dat overleg is gevoerd met de doelvennootschap (ook wel aangeduid

1. In de praktijk wordt ook wel onderscheid gemaakt tussen een 'ongevraagd' (*unsolicited*) bod en een vijandig bod, zie De Brauw 2017, par. 4.4. Juridisch is dat onderscheid er niet. Als het bod wordt aangekondigd en er is geen overeenstemming met de doelvennootschap, dan kan het weliswaar ongevraagd zijn, maar wordt het aangemerkt als vijandig (ook wel: onvriendelijk of vijandelijk). Zie artikel 2:118a lid 2 sub a BW. Van een aankondiging is formeel geen sprake indien een bieder informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod openbaar maakt, maar de doelvennootschap onverwijld na openbaarmaking van de informatie door middel van een openbare mededeling meedeelt dat zij met de bieder overleg voert (artikel 5 lid 2 Bob). Zie tevens Van Ginneken 2010, par. 1.3; Abma & Tali 2013, par. 3.3; Bijveld 2014; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/692.

als een 'rauwelijks' bod).[2] Tegen (de dreiging van) een vijandig bod kunnen in Nederland beschermingsconstructies worden ingezet. Dit zijn statutaire of contractuele maatregelen die het vennootschappelijk belang kunnen beschermen tegen ongewenste invloeden van (potentiële) aandeelhouders.[3] Deze maatregelen kunnen onder andere worden gebruikt om een vijandig bod op een beursvennootschap te voorkomen, bemoeilijken of vertragen. Ook kunnen zij worden gebruikt tegen activistische aandeelhouders die het beleid en de strategie van de beursvennootschap willen beïnvloeden. In bepaalde gevallen worden zij ingezet door het bestuur van de beursvennootschap, in andere gevallen door derden, zoals een stichting.[4] Ik ga hierna eerst in op enkele historische en ideologische achtergronden die relevant zijn voor bescherming tegen vijandige biedingen, waarna ik het kader beschrijf voor de beoordeling van een overnamebod door het bestuur en de raad van commissarissen, de soorten beschermingsconstructies en de toelaatbaarheid daarvan, in het bijzonder met het oog op de inbreuk op zeggenschapsverhoudingen tussen de AV en het bestuur van de beursvennootschap.

6.1.1 Historische en ideologische achtergronden

Beschermingsconstructies in de vorm van oligarchische regelingen werden al sinds het einde van de 19e eeuw toegepast.[5] Openbare biedingen waren in Nederland echter nagenoeg afwezig totdat een internationale overnamegolf in de jaren zestig en zeventig Nederland bereikte, met in 1972 een hoogtepunt van 33 openbare biedingen.[6] Deze overnamegolf leidde tot de eerste fusiegedragscode die tot stand kwam onder leiding van Van der Grinten en van kracht werd op 19 juni 1970. In 1969 werd door de Verenigde Machinefabrieken NV voor het eerst een optie op preferente aandelen verleend; een constructie die in de loop van de jaren 1970 op bredere schaal werd geïmplementeerd.[7] Mede door het veelvuldig gebruik van beschermingsconstructies was de invloed van aandeelhouders halverwege de jaren 1980 tot een minimum beperkt.[8] In de jaren 1980 was in de Verenigde Staten wederom sprake van een overnamegolf.[9]

---

2. De Brauw 2017, par. 12.2. Een rauwelijks bod kan een reden vormen om geoorloofde beschermingsmaatregelen te treffen, zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/573. Voorafgaand aan 27 oktober 2007 gold er een verbod op het aankondigen van een rauwelijks bod (De Brauw 2017, par. 12.2). Dit verbod was neergelegd in artikel 9d van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995. Zie over deze oude regel: M.H. Muller & K. Schenau, 'Het rauwelijks bod', *V&O* 2002/5, p. 94-96.
3. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/554.
4. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12.
5. In paragrafen 2.2 en 2.3 van dit proefschrift bied ik een meer uitgebreide beschrijving van deze ontwikkelingen.
6. De Jongh 2014, nr. 172.
7. De Jongh 2014, nr. 172.
8. De Jongh 2014, nr. 174.
9. De Jongh 2014, nr. 183 en Van Ginneken 2010, par. 3.3.1.

Men sprak ook wel van "the Deal Decade".[10] De ideologische achtergrond bij deze nieuwe overnamegolf was dat bestuurders efficiënter beleid zouden voeren en daarmee *agency*-kosten zouden beperken, indien er een effectieve *market for corporate control* zou zijn.[11] In die gedachte werken beschermingsconstructies inefficiëntie in de hand, omdat een niet-presterend bestuur zich kan verschansen achter de beschermingswallen (het fenomeen '*entrenched boards*'). Indien vijandige overnames onmogelijk worden gemaakt, blijft het bestuur zitten en wordt het niet afgestraft voor zijn ondermaatse prestaties.[12] Omdat een overname onwaarschijnlijker wordt, zouden de aandelen in dergelijke beursvennootschappen worden verhandeld tegen een lagere beurskoers. Vanwege de alomtegenwoordigheid van beschermingsconstructies in Nederland werd ook wel gesproken van de '*Dutch discount*'.[13]

Van Ginneken en later De Jongh hebben gewezen op de tekortkomingen in de theorie van de *market for corporate control*.[14] Ten eerste zou deze theorie in de praktijk niet altijd optimaal werken omdat soms te laat of niet wordt ingegrepen bij een slecht presterend bestuur. Ten tweede wordt de disciplinerende werking beperkt door het ontbreken van een mondiaal *level playing field*. Ten derde zijn overnames (en met name vijandige) lang niet altijd succesvol voor de beursvennootschap zelf. Hoe het ook zij, zoals Van Ginneken terecht opmerkte, werkt een efficiënte *market for corporate control* alleen met een passieve vennootschapsleiding. Als het bestuur namelijk zelf de uitkomst van een overnameproces kan beïnvloeden, dan zal het veelal willen voorkomen dat het wordt 'gedisciplineerd' (oftewel: ontslagen). In Nederland wordt van het bestuur een actieve

10. Cheffins 2019, p. 5.
11. Vgl. Manne 1965. Zie De Jongh 2014, nr. 183 ; Van Ginneken 2010, par. 3.3.1 ; Cheffins 2019, p. 151.
12. Cheffins 2013, p. 11 spreekt zelfs niet van beschermingsmaatregelen maar van *management entrenchement devices*.
13. Het bestaan van een dergelijke korting op de beurskoers is in economische zin logisch verklaarbaar, aangezien zeggenschap een bepaalde waarde vertegenwoordigt die (structureel of potentieel op een toekomstig moment) wordt weggenomen van aandeelhouders. Empirisch is dit verschijnsel nooit ondubbelzinnig aangetoond (maar, zoals een bekende uitspraak toegeschreven aan de Britse astrofysicus Martin Rees luidt: "absence of evidence is not evidence of absence"). Wel wordt zowel het invoeren als het instellen en afschaffen van beschermingsconstructies doorgaans aangemerkt als voorwetenschap in de zin van artikel 7 van de Verordening Marktmisbruik, zie ook Stevens 2018, 7.5.2 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/555 en 556. Dit impliceert dat dergelijke informatie een significante invloed zou kunnen hebben op de koers. Zie over de *Dutch discount*: P. Wakkie, 'Beschermingsmaatregel en Dutch discount', in: G. van Solinge (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?* (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 135), Deventer: Kluwer 2016, P. 195-200; Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2017/47, par. 2.2; Timmermans 2017, par. 2.6.2. Zie over het mogelijke negatieve en positieve waarde-effect van beschermingsconstructies: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/566.
14. De Jongh 2014, nr. 183 en Van Ginneken 2010, par. 9.2.1.

rol verwacht en niet zonder meer vertrouwd op een effectieve disciplinerende werking van de markt.[15]

> Hetzelfde geldt voor de boards of directors in Delaware. Zowel in vriendelijke als in vijandige biedingen wordt van hen een actieve rol verwacht.[16] Zij kunnen hun verantwoordelijkheid tot het maken van strategische keuzes niet overlaten aan de AV en hebben de mogelijkheid beschermingsmaatregelen te treffen. Ook in de Verenigde Staten wordt tegenwoordig meer algemeen erkend dat de *market for corporate control*, de *efficient market hypothesis* en andere marktgebaseerde mechanismen slechts beperkte (en daarmee onvoldoende) werking hebben.[17]

Door de Nederlandse wetgever is de ideologische keuze gemaakt om vennootschappen vrij te laten in hun keuze om al dan niet beschermingsconstructies te implementeren. Dit blijkt onder andere uit de wet, die op toestaat dat beschermingsconstructies worden gebruikt. Dit blijkt onder andere uit artikel 2:118a BW dat het gebruik van certificering als beschermingsconstructie faciliteert in "oorlogssituaties" en artikel 5:71 lid 1 sub c en d Wft dat de biedplicht tijdelijk of onbeperkt niet van toepassing verklaart op een stichting continuïteit respectievelijk een stichting administratiekantoor. Die ideologische keuze blijkt ook uit de wijze waarop Nederland de Overnamerichtlijn heeft geïmplementeerd, waarbij ten aanzien van de artikelen 9 en 11 van die richtlijn, op basis van artikel 12 daarvan, gekozen is voor een facultatieve passiviteitsregel. De passiviteitsregel houdt in dat het bestuur geen handelingen mag verrichten die het slagen van een aangekondigd openbaar bod zouden kunnen frustreren (zoals het uitgeven van aandelen aan een derde), anders dan voor zover die bestaan uit het zoeken naar alternatieve biedingen of na goedkeuring door de AV.[18] Artikel 12 van de Overnamerichtlijn biedt lidstaten de mogelijkheid om de passiviteitsregel facultatief te implementeren, in die zin dat vennootschappen de mogelijkheid hebben zelf te besluiten of zij de passiviteitsregel toepassen. In Nederland is voor die mogelijkheid gekozen (artikel 2:359b BW).[19]

---

15. Van Ginneken 2010, par. 1.1.
16. Delaware Supreme Court, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) en Van Ginneken 2010, par. 3.4.3.
17. Eisenberg & Cox 2014, p. 270. Zie over de *efficient market hypothesis*: Van Ginneken 2010, par. 3.4.3 over Delaware Supreme Court, *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
18. Artikel 9 lid 2 Overnamerichtlijn.
19. Zie hierover: Van Olffen 2008 en Garcia Nelen 2019, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, 2 BW, art. 2:359b.

6.1.2 De beoordeling van een openbaar bod en de rol van het bestuur

In de Nederlandse overnamepraktijk tracht een bieder in eerste instantie veelal overeenstemming te bereiken met de beursvennootschap over de voorwaarden waaronder hij bereid is een openbaar bod uit te brengen. De bieder beoogt op deze wijze te bewerkstelligen dat het bestuur meewerkt aan het realiseren van het openbaar bod en het bod aanbeveelt aan de aandeelhouders van de beursvennootschap. Uit ervaring blijkt dat de meeste overnamepogingen eindigen in de fase vóór de openbare aankondiging van het bod. De reden hiervoor kan zijn dat het bestuur van de beursvennootschap überhaupt niet geïnteresseerd is in een overname, niets ziet in de bieder die zich op dat moment aandient, of dat geen overeenstemming wordt bereikt over de voorwaarden waarop het bod zou moeten worden uitgebracht. In Nederland is het zonder de medewerking van de beursvennootschap in de praktijk gecompliceerd om de aandelen in een beursvennootschap te verkrijgen. Dit heeft te maken met het feit dat een overname in dat geval wordt bemoeilijkt omdat er geen *due diligence*-onderzoek kan plaatsvinden, geen medewerking wordt verleend voor een behoorlijke mededingingsanalyse en het bewerkstelligen van goedkeuringen door toezichthouders en de financiering complexer en duurder wordt, nog los van mogelijke interventies door de beursvennootschap zelf of door derden (zoals een stichting of een *white knight*).[20] Dit maakt dat het beoordelen van een voorstel tot het uitbrengen van een openbaar bod in Nederland in eerste instantie behoort tot de bevoegdheid van het bestuur van de beursvennootschap, onder toezicht van de raad van commissarissen. Op basis van jurisprudentie zijn hiervoor een aantal grondregels te onderscheiden. In algemene zin en behoudens andersluidende bijzondere regelingen zijn de hierna beschreven regels in mijn optiek de belangrijkste principes die gelden bij het beoordelen van een potentieel overnamebod.

(a) *Het besluit over het al dan niet meewerken aan en steunen van een bod behoort tot de bevoegdheid van het bestuur*. Het bestuur is bevoegd om te besluiten de onderneming van de beursvennootschap zelfstandig (*stand alone*) voort te zetten, een fusie aan te gaan of een bod op de aandelen uit te lokken,[21] alsmede om de positie van de doelvennootschap te bepalen in reactie op voorstellen van een (potentiële) bieder.[22] Een besluit van het bestuur dient wel zorgvuldig tot stand te komen en gericht te zijn op het vennootschapsbelang; het bestuur kan een goed onderbouwd, realistisch

20. In vergelijkbare zin: De Brauw 2017, par. 12.3; Croiset van Uchelen 2019, p. 40; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.1. Vergelijkbare overwegingen spelen overigens in de Verenigde Staten, en ook daar is een vijandige overname technisch mogelijk, maar lastig uitvoerbaar. Zie: Cheffins 2019, p. 235.
21. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.5.
22. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.10.

en strategisch (mogelijk) superieur bod over het algemeen niet afwijzen zonder het serieus te bestuderen.[23] Het bestuur dient in algemene zin dan ook open te staan voor voorstellen, in die zin dat het die niet bij voorbaat kan afwijzen.[24]

(b) *Het bestuur maakt een zelfstandige afweging en volgt een zorgvuldig besluitvormingsproces*. Er rust in beginsel geen verplichting op het bestuur om inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen te voeren met een (potentiële) bieder. Wel dient het bestuur zich gedegen te informeren. Dit kan inhouden dat de vennootschap overleg dient te voeren met een bieder om onduidelijkheden op te helderen.[25] Het bestuur van de beursvennootschap kan in redelijkheid tot het besluit komen om een bod niet te steunen, ook als dat niet strookt met de wil van (de meerderheid van de) aandeelhouders, en zelfs als aannemelijk is dat een *stand alone*-scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn).[26]

(c) *De AV heeft in beginsel geen recht op voorafgaande inspraak*. Er rust geen verplichting op het bestuur om de AV in zijn besluitvorming te betrekken of te consulteren voorafgaand aan een besluit om wel of geen medewerking te verlenen aan een bod op het geheel of een deel van de onderneming.[27] Dit is slechts anders indien dit volgt uit de wet, statuten of overeenkomst.[28]

(d) *Het bestuur dient achteraf verantwoording af te leggen en de AV kan daar consequenties aan verbinden*. Aandeelhouders hebben recht op en belang bij het afleggen van verantwoording door het bestuur over het door hem gevoerde beleid. Op die wijze dienen zij toereikende informatie te krijgen over de daaraan ten grondslag liggende gegevens en afwegingen, zowel met het oog op de uitoefening van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden, als ter bepaling van hun eigen beleggings- en

---

23. Zie in vergelijkbare zin: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 3.1.
24. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.20.
25. De Brauw 2017, par. 5.1.9.2. In vergelijkbare zin: Croiset van Uchelen 2019, p. 35-36. Dit kan voortvloeien uit de taakvervulling waartoe bestuurders gehouden zijn, vgl. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.15. Die taakvervulling vereist een actieve rol van een geïnformeerd bestuur. In jurisprudentie wordt aan dit overleg ook expliciet aandacht besteed, zie bijvoorbeeld HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer (*RNA*), r.o. 3.10.
26. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.34.
27. Zie HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), r.o. 6.4.2 en HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.5. Zie in meer algemene zin: HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 3.4.2.
28. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3-4.4.

> investeringsbeleid.[29] In mijn visie betekent dit dat wettelijke en statutaire aandeelhoudersbevoegdheden op een dusdanige manier kunnen worden uitgeoefend dat uiting gegeven wordt aan onvrede over het gevoerde beleid. Aandeelhouders kunnen die onvrede tot uiting brengen in een AV, onder andere tijdens de behandeling van de vaststelling van de jaarrekening, decharge en benoemingen.[30]

In de praktijk zal het bestuur bij interesse van een mogelijke bieder een voorstel ontvangen met de mededeling dat, en onder welke voorwaarden, de potentiële bieder bereid is een bod uit te brengen op de beursvennootschap. Voor de beoordeling van dat voorstel zijn met name van belang: de strategische rationale, de geboden financiële vergoeding,[31] de dealzekerheid en de gevolgen voor stakeholders.[32] De strategische rationale wordt bepaald door het antwoord op de vraag of de strategische keuze om mee te werken aan het overnamebod in grotere mate zou bijdragen aan het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie dan de huidige strategie en andere strategische alternatieven.[33] De door een bieder geboden prijs is relevant omdat om het bod te doen slagen het uiteindelijk van cruciaal belang is dat aandeelhouders hun aandelen aanmelden onder het bod. De dealzekerheid is relevant omdat er een grote kans moet zijn dat het bod inderdaad wordt doorgezet en succesvol wordt afgerond, wil de beursvennootschap meewerken aan de aankondiging van het voorgenomen bod en zichzelf daarmee '*in play*' brengen.[34] De mate van zekerheid wordt beïnvloed door benodigde goedkeuringen van mededingingsautoriteiten of andere toezichthouders, maar ook door de vraag of een grootaandeelhouder bereid is zijn aandelen aan te melden onder het bod.[35]

---

29. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.31.
30. Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2020/51, par. 2.1.
31. Hieronder valt zowel de prijs per aandeel als de wijze van betaling (in contanten, in aandelen, of een combinatie van beide).
32. Zie ook: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 3.2.
33. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*) en principe 1.1 in de Corporate Governance Code. Zie: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11, par. 1.
34. Dit wil zeggen dat de beursvennootschap in feite openbaar maakt dat zij bereid is mee te werken aan een overname, hetgeen kan leiden tot biedingen van andere geïnteresseerde kandidaten.
35. Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 21 maart 2017, *JOR* 2017/229, m.nt. M.H.C. Sinninghe Damsté (*TMG*), r.o. 3.36, waarbij de Ondernemingskamer het begrijpelijk achtte dat een voldoende mate van dealzekerheid als één van de voorwaarden werd aanvaard waaraan een bod moest voldoen. Daarbij lag het volgens de Ondernemingskamer voor de hand dat een bod slechts gestand zou worden gedaan indien de bieder door gestanddoening van het bod een belang van meer dan 50% zou verwerven, waarbij de realiteit was dat een consortium van twee aandeelhouders (die niet voornemens waren de aandelen aan te bieden

Tot slot zijn de gevolgen voor stakeholders relevant, omdat het bestuur hoeder is van de belangen van stakeholders en het die belangen zorgvuldig dient mee te wegen in zijn besluitvorming.

In Delaware is lang discussie geweest over wie uiteindelijk besluit over of een openbaar bod aanvaardbaar is en in welke gevallen de board of directors een vijandig overnamebod mag blokkeren, bijvoorbeeld door gebruik te maken van een *poison pill*. In 1985 bepaalde de Delaware Supreme Court in een viertal uitspraken dat de board of directors zich actief mag opstellen en daarbij ook beschermingsmaatregelen mag gebruiken.[36] Dat uitgangspunt geldt thans nog steeds. Het werd in 2011 nog eens, in duidelijke taal, door de Delaware Court of Chancery bevestigd: "as Delaware law currently stands, the answer must be that the power to defeat an inadequate hostile tender offer ultimately lies with the board of directors."[37] Het richtsnoer van de board of directors van een beursvennootschap gevestigd in Delaware kan 'verkleuren' wanneer sprake is van een overnamesituatie en tevens duidelijk is dat de zelfstandigheid van de beursvennootschap niet langer wordt nagestreefd. De directors veranderen dan van bewakers van de vennootschap in veilingmeesters, die de hoogste biedprijs voor de aandeelhouders dienen te ontlokken. Dit wordt aangeduid als de Revlon-doctrine.[38]

> In 1985 had Revlon een vijandig overnamebod ontvangen van Pantry Pride (van $58 per aandeel, na verschillende verhogingen), waarna Revlon een overeenkomst sloot om overgenomen te worden door Forstmann Little (voor $57,25 per aandeel, na verschillende verhogingen). Om ervoor te zorgen dat Forstmann Little als winnaar uit de biedingenstrijd zou komen, bevatte de overeenkomst drie elementen die andere bieders moesten afschrikken: (1) Revlon gaf opties aan Forstmann Little om twee divisies van Revlon te kopen onder de marktprijs, welke opties uitoefenbaar zouden worden indien een derde partij 40% of meer van de aandelen in Revlon zou verkrijgen ('*lock-up options*'), (2) Revlon beloofde exclusief met Forstmann Little te spreken over een mogelijke overname ('*no-shop*'-bepaling), en (3) als de transactie niet doorging, zou Forstmann Little een *break fee*

---

omdat zij zelf een bod wilden uitbrengen op TMG) gezamenlijk 59% van de aandelen in TMG hielden.

36. Van Ginneken 2010, par. 3.3.1. Het gaat hier om: Delaware Supreme Court, *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); Delaware Supreme Court, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); Delaware Supreme Court, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) (mondeling gewezen in 1985); Delaware Supreme Court, *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).
37. Delaware Court of Chancery, *Air Products and Chemicals Inc. v. Airgas Inc.*, Civ. 5249-CC, 5256-CC (Del. Ch. 2011).
38. Zie hierover ook: par. 3.14-3.16 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).

> van $25 miljoen ontvangen. De Delaware Supreme Court bevestigde het oordeel van de Court of Chancery en overwoog dat bepaalde beschermingsmaatregelen die genomen waren tot op een zeker moment aanvaardbaar konden zijn, maar: "…when Pantry Pride increased its offer to $50 per share, and then to $53, it became apparent to all that the break-up of the company was inevitable. The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the Unocal standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company."[39]

De Revlon-doctrine bepaalt enkel het richtsnoer van de board of directors in gevallen dat de board of directors besloten heeft om aan te sturen op een verkoop van de vennootschap. Buiten die gevallen is een board of directors "not under any per se duty to maximize shareholder value in the short term, even in the context of a takeover."[40] De board of directors mag zich dus ook richten op de lange termijn, zolang die maar leidt tot het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.[41] Anders dan in de Verenigde Staten, blijft het bestuur van een beursvennootschap in Nederland zelfs wanneer zelfstandigheid niet langer een doel op zich is, gericht op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie, en richt het zich in beginsel niet naar de belangen of wensen van een enkele groep stakeholders (zoals aandeelhouders).[42]

---

39. Delaware Supreme Court, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
40. Delaware Supreme Court, *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
41. Zie hierover paragrafen 3.2 en 5.1.1.
42. Dit volgt onder andere uit HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*) en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*). Dat kan anders zijn in het geval van een (onvermijdelijk) faillissement, zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, *JOR* 2020/85, m.nt. P.H.M. Broere (*ZED+*), r.o. 3.12-3.13.

6.1.3 Mogelijke beschermingsmaatregelen

De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies kan verschillen per methode en per situatie. In Nederland zijn veel soorten beschermingsconstructies tegen vijandige biedingen bedacht en gebruikt. Ik zet de voornaamste hieronder uiteen met een onderverdeling tussen permanente en ad hoc beschermingsconstructies, om het fenomeen zo beter bespreekbaar te maken in het bestek van dit proefschrift.[43]

(a) Permanente beschermingsconstructies

(i) *Onafhankelijke beschermingsstichtingen*. Hieronder vallen de stichting die gerechtigd is tot een calloptie op preferente aandelen in het kapitaal van de beursvennootschap (ook wel een "prefstichting")[44] en de stichting die aandelen houdt in de beursvennootschap en daarvan genoteerde certificaten heeft uitgegeven (een "stichting administratiekantoor"[45]).[46] Een dergelijke stichting is vrijgesteld van de

43. Dit overzicht is mede geïnspireerd op De Brauw 2017, par. 12.4.6 en Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 7.12. Zie voor een uitgebreide beschrijving van verschillende soorten beschermingsconstructies: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/593–632. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/554 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2 noemen de hier gebruikte indeling ook als mogelijk onderscheid. Van Solinge en Nieuwe Weme definiëren deze categorieën anders, waardoor zij bijvoorbeeld een stichting continuïteit met een calloptie op preferente aandelen aanmerken als een ad hoc beschermingsconstructie. Ik categoriseer deze onder de permanente constructies, omdat deze doorgaans al bij de beursgang wordt opgetuigd, waarbij de structuur permanent beschikbaar is en niet pas wanneer een dreiging zich voordoet. Een andere indeling die ook wel voorkomt maakt onderscheid tussen statutaire en buiten-statutaire beschermingsmaatregelen (zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/554 en Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.1).

44. De calloptie op preferente aandelen wordt in de praktijk vaak gehanteerd als beschermingsconstructie omdat de uitgifteprijs voor preferente aandelen lager kan zijn dan de beurskoers van de gewone aandelen (artikel 2:80 lid 1 BW) en het voorkeursrecht voor preferente aandelen kan worden uitgesloten (artikel 2:96a lid 2-3 BW). Zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2. Prefstichtingen die in de praktijk als beschermingsconstructie hebben gefungeerd zijn o.a. Stichting Continuïteit Breevast vanwege het voornemen van Uni-Invest om over te gaan tot het uitbrengen van een bod op Breevast in 1998, waarover Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *JOR* 1999/89, m.nt. M. Brink (*Uni-Invest/Breevast*); Stichting Preferente Aandelen B KPN na het aangekondigde bod van América Móvil op KPN in 2013; en Stichting Preferred Shares Mylan naar aanleiding van de avances van Teva Pharmaceutical Industries ten aanzien van Mylan in 2015.

45. Bijvoorbeeld Stichting Administratiekantoor Continuïteit ABN AMRO Bank, welke stichting certificaten van aandelen ABN AMRO Bank N.V. heeft uitgegeven die genoteerd zijn aan Euronext Amsterdam (zie stichtingadministratiekantoorabnamro.com). Zie kritisch over de beweegredenen van de minister voor deze constructie: R. Abma, 'Enige kanttekeningen bij de voorgenomen beschermingsconstructie bij ABN AMRO', *Ondernemingsrecht* 2015/73 en Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2017/47.

46. Zie hierover Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12. Hieronder valt niet de stichting prioriteit, waarvoor geen vereiste bestaat dat de meerderheid van het bestuur onafhankelijk moet zijn. Voor de stichting administratiekantoor en de prefstichting geldt dit vereiste op grond van de artikelen 2:118a lid 3 BW en 5:71 lid 1 sub c en d Wft. Aangenomen wordt

biedplicht, welke vrijstelling voor een prefstichting beperkt is tot een periode van twee jaar.[47]

(ii) *Oligarchische regelingen*. Hieronder vallen regelingen die de macht van de AV beperken en daarmee bemoeilijken of verhinderen dat een vijandige bieder controle kan krijgen wanneer het vijandig bod zou slagen, bijvoorbeeld door toepassing van stemrechtbeperkingen, goedkeurings- of voorstelrechten, de holding- of piramidestructuur[48] of prioriteitsaandelen met voorstel- of goedkeuringsrechten die zijn uitgegeven aan een stichting.[49]

(b) Ad hoc beschermingsconstructies

(i) *Uitgifte van (rechten tot het nemen van) gewone aandelen*. Een beursvennootschap kan een minderheidsbelang in aandelen uitgeven

---

dat voor de vraag of een stichting onafhankelijk is in de zin van laatstgenoemd artikel moet worden aangesloten bij artikel 2:118a lid 3 BW (zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/187.1). Volgens *Kamerstukken II* 2005/06, 30419, 8, p. 7 is het begrip 'onafhankelijk' onderhevig aan veranderende maatschappelijke opvattingen en kan het begrip in lagere wetgeving worden verduidelijkt, waarbij artikel 2:118a lid 3 BW "het uitgangspunt" vormt. Overigens was het criterium dat de meerderheid van de bestuursleden van een prefstichting onafhankelijk moest zijn ook al terug te vinden in Bijlage X bij het Fondsenreglement uit 1989, zie hierover: A.A. Bootsma e.a., *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, Rotterdam: Erasmus School of Law/Instituut voor Ondernemingsrecht 2015, par. 1.3.1.

47. Vanaf het moment van verkrijging van de preferente aandelen. Zie artikel 5:71 lid 1 sub c Wft.

48. Met een piramideconstructie wordt gedoeld op het 'stapelen' van vennootschappen om zo een meerderheidsbelang te creëren terwijl economisch uiteindelijk een minderheidsbelang wordt gehouden, hetgeen bijvoorbeeld het geval is bij de familie Heineken die een meerderheidsbelang houdt in L'Arche Green N.V., welke vennootschap een belang van 52.599% houdt in Heineken Holding N.V. dat weer een belang houdt van 50.005% in Heineken N.V. L'Arche Green N.V. kan zo effectief met een 25%-belang zeggenschap uitoefenen over Heineken N.V. Zie ook Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/66. Berle en Means schreven ook al over '*pyramiding*': "This involves the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another – a process which can be repeated a number of times", zie Berle & Means 1932, hoofdstuk V.

49. Aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders kan ook de bevoegdheid worden toegekend om een bindende voordracht te doen voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Een dergelijke bevoegdheid bestaat bijvoorbeeld bij Akzo Nobel N.V., zie Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), in het bijzonder r.o. 2.8, en Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/66. Overigens wordt ook het structuurregime in sommige gevallen aangemerkt als beschermingsconstructie, aangezien beschermende werking uit zou kunnen gaan van de wettelijke governanceregels die het voor een vijandige bieder lastiger kunnen maken om controle te verkrijgen over het bestuur en de raad van commissarissen. Een enigszins hiermee samenhangend begrip is '*global antitakeover device*', een verzamelterm voor het verschijnsel dat beursvennootschappen zich kunnen onderwerpen aan verschillende regulatoire kaders door zetel en beursnoteringen in verschillende landen te nemen, hetgeen kan zorgen voor regulatoire hindernissen, complexiteit en onzekerheid bij een eventueel overnamebod. Zie hierover: K. Kastiel & A. Libson, 'Global Antitakeover Devices', 36 *Yale Journal on Regulation*, 2019.

aan een bevriende minderheidsaandeelhouder (een *white squire*) met financiële verwatering[50] of aan een stichting zonder financiële verwatering.[51]

(ii) *Transacties betreffende materiële vermogensbestanddelen*. Dit kan gaan over de aankoop van een onderneming,[52] de verkoop van een belangrijke dochter (*crown jewel*) aan een derde of aan een stichting[53] of over het plaatsen van een belangrijke dochteronderneming in een joint venture.[54]

---

50. In de praktijk is bescherming door uitgifte van aandelen met financiële verwatering gebruikt door GUCCI Group N.V. tegen *stakebuilding* van LVHM S.A. in 1999, waarbij GUCCI Group N.V. een belang van ruim 25% uitgaf aan een werknemersstichting onder een participatieplan en later dat jaar 40% aan Pinault-Printemps-Redoute S.A. Zie hierover Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87, 22 maart 1999, *JOR* 1999/88, 27 april 1999, *JOR* 1999/105 en 27 mei 1999, *JOR* 1999/121, m.nt. L.L.M. Prinsen en HR 27 september 2000, *NJ* 2000/653, *JOR* 2000/217, m.nt. M. Brink (*Gucci*).
51. Uitgifte van aandelen zonder financiële verwatering is in het verleden toegepast door Rodamco North America N.V. (RNA) door het verlenen van een calloptie op de uitgifte van aandelen tot een maximum van 41,2% in haar kapitaal aan Stichting RNA als bescherming tegen het verzoek van Westfield Holdings Ltd. tot (onder andere) het ontslag van bestuurders en commissarissen van RNA. Zie hierover: HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*) en het persbericht van RNA van 24 september 2001. Deze vorm van uitgifte lijkt in de praktijk op bescherming door uitgifte van preferente aandelen als hierboven beschreven, zie Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 7.1.2.
52. In 2008 deed Staples een bod op Corporate Express, dat door laatstgenoemde werd afgewezen, waarna Staples haar bod niettemin doorzette. Corporate Express bereikte daarop overeenstemming voor de aankoop van Lyreco waarbij de aandeelhouders van Lyreco aandeelhouder zouden worden van Corporate Express. Uiteindelijk verhoogde Staples haar bod, ging Corporate Express met Staples in zee en werd de overname van Lyreco afgeblazen. Zie Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 7.12; De Brauw 2017, par. 12.4.7; Van der Klip, *Ondernemingsrecht* 2008/127.
53. Van de verkoop aan een derde ter frustering van een overnamebod leek sprake te zijn bij de verkoop van LaSalle Bank Corporation door ABN AMRO Holding N.V. toen laatstgenoemde in 2007 mogelijk zou worden overgenomen door een consortium. Volgens de Ondernemingskamer was niet komen vast te staan dat sprake was van een gecoördineerde manoeuvre gericht op het frustreren van de overname-intenties van het consortium, zie Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 3.15. De Hoge Raad nam hierop tot uitgangspunt dat geen sprake was van een ongeoorloofde beschermingsmaatregel, zie HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.2. Van de verkoop aan een stichting was sprake bij het bod van Mittal Steel op Arcelor in 2006. Dit had betrekking op niet-Nederlandse vennootschappen maar had wel een Nederlands tintje. Arcelor had voorafgaand aan het bod van Mittal Steel een geslaagd bod gedaan op Dofasco. Mittal wilde Dofasco na verkrijging van de aandelen Arcelor doorverkopen aan ThyssenKrupp. Arcelor plaatste echter 89% van de aandelen Dofasco in een onafhankelijke stichting naar Nederlands recht tegen verkrijging van certificaten van die aandelen, waarbij Arcelor het economische belang en de operationele zeggenschap behield. Zie Rb. Rotterdam (vzr.) 23 januari 2007, *JOR* 2007/40, m.nt. M. Brink.
54. Een voorbeeld hiervan vormde de gang van zaken rondom HBG (met bouw- en baggeractiviteiten), dat in 2001 een bod van Koninklijke Boskalis Westminster ontving op haar baggerdivisie HAM en tevens een bod ontving van Heijmans op HBG zelf, met dien verstande

Het hierboven weergegeven overzicht is niet uitputtend en er zijn vele variaties mogelijk. Zo kunnen beschermingsconstructies zowel op het niveau van de beursvennootschap als op dochterniveau worden ingesteld of uitgeoefend. Daarnaast kan ook zonder specifiek geconstrueerde juridische beschermingsconstructie een vijandig bod worden afgewend of bemoeilijkt door gebruik te maken van algemene regelingen zoals het wettelijk structuurregime en de responstijd van maximaal 180 dagen uit de Corporate Governance Code (waarover later meer).

Op 18 december 2019 is een wetsvoorstel ingediend dat het mogelijk moet maken dat het bestuur van een beursvennootschap een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroept.[55] De bedenktijd kan worden ingeroepen indien aandeelhouders het agenderings- danwel het convocatierecht willen uitoefenen of wanneer er een vijandig overnamebod is aangekondigd of uitgebracht, hetgeen naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.[56] De bedenktijd gaat in vanaf het moment van indiening van het agenderings- of convocatieverzoek danwel uiterlijk vanaf het moment dat het vijandig bod is uitgebracht.[57] De bedenktijd eindigt in ieder geval de dag na gestanddoening van het vijandige bod. De bedenktijd is mijns inziens dan ook geen beschermingsmaatregel tegen vijandige biedingen, omdat het een openbaar bod niet zal kunnen tegenhouden of vertragen. Het biedingsproces kan zijn normale beloop hebben.[58]

Volgens Van Olffen kan de bedenktijd wel opnieuw worden ingeroepen na gestanddoening.[59] Wat mij betreft is dat onduidelijk. De memorie van toelichting merkt op dat dit zou kunnen in het geval van een nieuw vijandig

---

dat een bod pas zou worden uitgebracht als HAM werd verkocht aan Koninklijke Boskalis Westminster (het bod van Heijmans was in feite dus slechts gericht op het verkrijgen van de bouwdivisie). HBG sloot hierop een overeenkomst met Ballast Nedam tot het combineren van HAM met de baggerdivisie van Ballast Nedam in een joint venture waarin HBG voor twee derden en Ballast Nedam voor een derde participeerde. De joint venture-overeenkomst bevatte een *change of control*-clausule die onder andere bepaalde dat wanneer een derde partij ten aanzien van HBG of Ballast Nedam de bevoegdheid verwierf tot het benoemen en ontslaan van een meerderheid van de bestuurders of commissarissen of tenminste 70% van de (certificaten van) aandelen verkreeg, de overgenomen joint venture- partij de aandelen onder omstandigheden moest overdragen aan de andere joint venture-partij. Zie HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).

55. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2.
56. Hiervan is sprake bij een substantiële schending van het belang van de vennootschap en de onderneming (*Kamerstukken II* 1997/98, 25732, nr. 3 (MvT), p. 21).
57. Ik zal in paragraaf 6.2.4 stilstaan bij de implicaties van het wetsvoorstel voor het agenderings- en convocatierecht.
58. Zie in vergelijkbare zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/632.
59. Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2020/51, par. 26 met verwijzing naar *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 36.

bod,[60] maar na gestanddoening van een bod zal zo'n nieuw bod er niet komen. Denkbaar is dat de bedenktijd ook kan worden ingeroepen indien het bod gestand is gedaan, de bieder de meerderheid van de aandelen heeft verkregen, en hij tracht door gebruikmaking van het agenderings- of convocatierecht wijzigingen door te voeren in het bestuur en de raad van commissarissen. Voor het opnieuw inroepen van de bedenktijd bij een agenderings- of convocatieverzoek na gestanddoening van een bod zullen in ieder geval goede redenen moeten zijn. De ratio voor het laten eindigen van de bedenktijd bij gestanddoening is immers dat de wetgever meent dat de partij die door een bod zeggenschap in de vennootschap heeft verkregen deze daadwerkelijk moet kunnen uitoefenen door andere bestuurders en commissarissen te benoemen.[61] De bedenktijd kent ook een maximale termijn en is in die zin "eindig". Die elementen zijn lastig te rijmen met de gedachte dat de bedenktijd telkens opnieuw kan worden ingeroepen.[62] In ieder geval zal daarvoor sprake moeten zijn van materiële nieuwe omstandigheden, die ertoe nopen dat het bestuur opnieuw het beleid zal moeten gaan bepalen, met informatievergaring en betrokkenheid van stakeholders.

Het is de vraag of het inroepen van de bedenktijd bij een vijandig bod de positie van het bestuur in alle gevallen versterkt, aangezien het signaal naar de markt, zeker voor buitenlandse investeerders, kan zijn dat het bestuur het voorstel niet bij voorbaat onzinnig acht.[63] Kennelijk heeft het bestuur immers een periode nodig voor zorgvuldige beleidsbepaling. Het kan in sommige gevallen beter zijn om het voorstel na intern beraad af te wijzen, en de bedenktijd pas in te roepen wanneer aandeelhouders daadwerkelijk in actie komen.[64] Wanneer dat gebeurt, bijvoorbeeld op initiatief van *hedge funds* in het kader van een vijandig bod, dan kan de bedenktijd in sommige gevallen alsnog van pas komen.

---

60. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 35.
61. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 23, 35-36. Zie hiertegen: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/52, par. 4.2.
62. Vgl. De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/52, par. 4.1, die uit de termijn afleidt dat de wetgever de 250 dagen kennelijk als maximaal proportioneel ziet onder de *RNA*-norm.
63. Een ingewikkeld element van de bedenktijd vind ik dat het bestuur deze kan inroepen wanneer het verzoek of het bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, maar dat bedenktijd juist bedoelt zorg te dragen voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Ik kan me goed voorstellen dat het bestuur juist een bedenktijd zou willen inroepen wanneer nog onduidelijk is of een verzoek of bod wezenlijk in strijd is met het vennootschapsbelang. Het bestuur zal zich hier nu eerst over moeten uitspreken en dit vereiste zet de verhoudingen direct op scherp. Het bestuur kan zich ook weer niet zo duidelijk uitspreken dat hieruit blijkt dat in feite geen verdere beleidsbepaling noodzakelijk is. In dat geval kan de bedenktijd namelijk worden beëindigd (zie het voorgestelde artikel 2:114b lid 4 sub b BW).
64. Vgl. De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/52.

De vennootschapsleiding van een beursvennootschap kan een overname ook al behoorlijk bemoeilijken door simpelweg te weigeren om serieus in overleg te gaan met een potentiële bieder (de *just say no*-strategie).[65] Het bestuur van de beursvennootschap is in beginsel ook niet verplicht om inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bieder die ongevraagd een overnamevoorstel doet.[66] Het bestuur kan zelfs in gesprek gaan met een bevriende partij die vervolgens een (concurrerend) bod doet op de beursvennootschap (een *white knight*), als dit een strategisch alternatief is dat bijdraagt aan het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming.[67]

In de Verenigde Staten is de bekendste beschermingsmaatregel de *poison pill* (ook wel: *shareholder rights plan*).[68] Hierbij worden aan bestaande aandeelhouders (anders dan de bieder) voorwaardelijke rechten uitgegeven tot verkrijging van aandelen met een aanzienlijke korting ten opzichte van de beurskoers (vaak voor de helft van de prijs).[69] Hiertoe is de board of directors in beginsel bevoegd.[70] Hij kan een dergelijke *poison pill* implementeren zonder goedkeuring van de AV, ook wanneer er geen directe dreiging bestaat, maar er wel een vermoeden is dat die in de toekomst zou kunnen ontstaan.[71] De rechten kunnen worden uitgeoefend indien aan een bepaalde voorwaarde is voldaan, zoals een derde die een bepaald percentage van het geplaatst kapitaal heeft verkregen. Vanwege de verwatering die dit tot gevolg heeft, zal de bieder een veel hogere prijs moeten betalen dan hij voornemens was te doen. Dit duidt men wel aan als "*flip-in*". Vaak kennen *poison pills* ook een "*flip-over*" element, wat inhoudt dat aandeelhouders van de doelvennootschap bij een fusie of vergelijkbare transactie na het openbaar bod rechten krijgen om tegen korting aandelen te kopen in de bieder, wiens aandeelhouders daarbij verwateren.[72] Een dergelijke fusie

65. Stevens & Garcia Nelen 2017, par. 7.12.
66. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.14.
67. De Brauw 2017, par. 12.4.6.2.
68. Dit instrument is in 1982 bedacht door de Amerikaanse advocaat Martin Lipton, zie Van Ginneken 2010, par. 3.3.2.
69. Eisenber & Cox 2014, p. 1239. In Frankrijk is een soortgelijke mogelijkheid opgenomen bij de implementatie van de Overnamerichtlijn in de Franse wet. Het bestuur van de doelvennootschap kan daar hangende een overnamebod rechten uitgeven om het (potentiële) belang van een bieder te verwateren, mits zij hiertoe gemachtigd is door de AV (zogenaamde *bons d'offre*). In Nederland bestaat deze wettelijke mogelijkheid niet, maar is deze wel contractueel vorm te geven. Zo is in het openbaar bod van Thales S.A. op Gemalto N.V. in 2017 een structuur gecreëerd naar Frans model waarbij de doelvennootschap rechten rechten tot het nemen van aandelen kan uitgeven aan bestaande aandeelhouders met uitsluiting van een eventuele concurrerende bieder. Zie hierover Hezer & Kemp, *MvO* 2018/7.
70. Zie paragraaf 3.2 van dit proefschrift.
71. Delaware Supreme Court, *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).
72. Eisenber & Cox 2014, p. 1240.

> is een gebruikelijke transactie na een openbaar bod, waardoor tevens alle rechten en plichten van de doelvennootschap overgaan op de verkrijgende vennootschap, inclusief de verplichting tot het uitgeven van aandelen in het kapitaal van de bieder.[73] Overigens kan een bieder die zich geconfronteerd ziet met een *poison pill* er wel voor kiezen om de bestuurders van de doelvennootschap te vervangen in een *contested election*, mits er uiteraard geen *staggered board* is.[74] De *poison pill* kan dan door de nieuwe bestuurders worden ontmanteld.[75]

Naast beschermingsmaatregelen die ingezet kunnen worden door de beursvennootschap of een daaraan gerelateerde stichting, zijn er ook vormen van bescherming die kunnen worden uitgeoefend door de overheid of een daaraan verbonden orgaan. In Nederland zijn dergelijke publieke beschermingsmaatregelen tot nog toe slechts beperkt aanwezig.[76]

> In Nederland zijn enkele wettelijke overheidstoetsen vastgelegd. Zo is voor het verkrijgen van een gekwalificeerde deelneming in banken, verzekeraars en bepaalde andere financiële ondernemingen een verklaring van geen bezwaar vereist van DNB of (voor banken) de ECB.[77] Daarnaast moeten overnames van grote elektriciteitscentrales en LNG-installaties worden getoetst door de minister van Economische Zaken en Klimaat.[78] In 2017 publiceerden Bulten en De Jong een rapport van een onderzoek dat zij hadden uitgevoerd in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrumonderzoek naar de wijze waarop (buitenlands) aandeelhouderschap gevolgen kan hebben voor de nationale veiligheid.[79] In het regeerakkoord van datzelfde jaar is, kennelijk in lijn met de bevindingen van genoemd onderzoek, opgenomen dat vitale sectoren specifieke bescherming moesten krijgen.[80] Die afspraak leidde in 2019 tot het voorstel voor

73. Van Ginneken 2010, par. 3.3.2.
74. Zie hierover uitgebreid paragraaf 3.3 van dit proefschrift.
75. Croiset van Uchelen 2019, p. 39.
76. Zie voor enkele voorbeelden: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/631.
77. Een gekwalificeerde deelneming betreft een rechtstreeks of middellijk belang van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal van een onderneming of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van ten minste 10% van de stemrechten in een onderneming, of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van een daarmee vergelijkbare zeggenschap in een onderneming, waarbij bij het bepalen van het aantal stemrechten dat iemand in een onderneming heeft, tot diens stemrechten mede worden gerekend de stemmen waarover hij beschikt of geacht wordt te beschikken op grond van artikel 5:45 Wft (zie artikel 1:1 Wft).
78. Zie De Kok, *NtEr* 2019-5/6, p. 150.
79. Bulten & De Jong 2017.
80. Regeerakkoord 2017-2021, 'Vertrouwen in de toekomst', p. 34. 'Vitale sectoren' zijn 12 specifieke sectoren: energie, telecommunicatie en ICT, drinkwater, voedsel, gezondheid, financieel, keren en beheren oppervlaktewater, openbare orde en veiligheid, rechtsorde, openbaar bestuur, transport, chemische en nucleaire industrie. Zie: Bulten & De Jong 2017, p. 16.

de Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie (dat op het moment van schrijven in behandeling is).[81] Volgens dit wetsvoorstel moet de minister van Economische Zaken en Klimaat de bevoegdheid krijgen om het verkrijgen of houden van overwegende zeggenschap in een telecommunicatiepartij te verbieden indien het verkrijgen of houden van deze zeggenschap naar zijn oordeel leidt tot een bedreiging van het publieke belang.[82]

In 2019 is ook de Europese verordening tot vaststelling van een kader voor de screening van buitenlandse directe investeringen in de Europese Unie aangenomen. Deze verordening biedt een Europees kader voor de screening van buitenlandse investeringen op het gebied van veiligheid en de openbare orde.[83] In de Verenigde Staten bestaat al sinds de jaren 1970 een Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), dat zich kan buigen over bepaalde investeringen in Amerikaanse ondernemingen om te bepalen of die een bedreiging vormen.[84] Denkbaar is dat er in de nasleep van de COVID-19-pandemie aanvullende regelingen worden ingevoerd om belangrijke ondernemingen, die door de marktomstandigheden kwetsbaar zijn geworden voor ongewenste overnames, te beschermen.[85]

In dit proefschrift ga ik op dergelijke publieke goedkeuringsmogelijkheden niet dieper in, aangezien deze in beginsel geen invloed hebben op de machtsverhouding tussen het bestuur en de aandeelhouders (*binnen* de vennootschapsorganisatie). Het gaat in dit soort gevallen om bescherming die al dan niet verleend kan worden door een overheidsorgaan (*buiten* de vennootschapsorganisatie). Uiteraard zal een dergelijk goedkeuringsvereiste in het algemeen wel invloed kunnen hebben op hoe een bieder zich opstelt ten opzichte van een doelvennootschap.

Wanneer er een openbaar bod is uitgebracht, is het bestuur van een beursvennootschap bevoegd (en zelfs verplicht) om zich uit te spreken over het bod in zijn gemotiveerde standpuntbepaling (in de praktijk aangeduid als het *position statement*). Een dergelijke verklaring dient uiterlijk vier werkdagen

81. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 153, nr. 9 (NvW II). Zie hierover: C.D.J. Bulten, B.J. de Jong & E.J. Breukink, 'De wet voorkoming ongewenste zeggenschap telecom', *Ondernemingsrecht* 2018/17.
82. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 153, nr. 3 (MvT), p. 2.
83. Zie hierover: De Kok, *NtEr* 2019-5/6 en W.M. Kros, 'De Verordening inzake screening van overnames in de EU – de gevolgen voor de M&A-praktijk', *O&F* 2019/3.
84. Zie over het CFIUS-proces uitgebreid: Bulten & De Jong 2017, p. 160-165.
85. Zie hierover bijvoorbeeld: 'Vestager urges stakebuilding to block Chinese takeovers', *Financial Times*, 12 april 2020 en 'Tweede Kamer wil meer bescherming tegen ongewenste overnames van bedrijven', *Het Financieele Dagblad*, 18 april 2020.

voorafgaand aan de AV waarin het openbaar bod wordt besproken openbaar gemaakt te worden.[86]

> In de Verenigde Staten dient de board of directors van de doelvennootschap binnen 10 werkdagen na publicatie van een openbaar bod een standpunt te bepalen.[87] De board of directors kan ervoor kiezen het bod aan te bevelen of af te wijzen, maar kan er ook voor kiezen geen positie in te nemen (een neutrale standpuntbepaling) of aangeven dat hij niet in staat is een standpunt te bepalen.[88]

Het bestuur zal een openbaar bod enkel kunnen steunen en het in zijn standpuntbepaling kunnen aanbevelen aan de aandeelhouders van de beursvennootschap, indien de voorwaarden van het bod en de voorgenomen overname dienstig zijn aan het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het bestuur van de beursvennootschap zal zich (binnen de grenzen van zijn bevoegdheid) actief moeten bemoeien met de beoordeling van een (mogelijk) openbaar overnamebod, ook al is en blijft een openbaar bod in beginsel een bod aan de houders van aandelen in een beursvennootschap en is het aan die aandeelhouders om te besluiten of zij dat bod aanvaarden en hun aandelen onder het bod aanmelden. In het geval van een vriendelijk overnamebod zal de bemoeienis van het bestuur en de raad van commissarissen onder andere tot uiting komen in het *merger protocol*, de overeenkomst waarin doelvennootschap en bieder afspraken maken over de voorwaarden van het openbaar bod dat de bieder zal uitbrengen op de aandelen in de beursvennootschap. In Nederland is het de praktijk hierin uitgebreide *non-financial covenants* op te nemen: afspraken tussen de bieder en de beursvennootschap waarin de bieder toezegt om voor een bepaalde periode specifieke rechten van stakeholders te eerbiedigen, waarbij alle of een deel van die verplichtingen enkel gewijzigd kunnen worden met instemming van één of meer onafhankelijke leden van de raad van commissarissen.[89] Deze garanties kunnen zien op werkgelegenheid, de vestigingsplaats, de strategie, onderzoek & ontwikkeling (R&D), merken, financiering, corporate governance, integratieplannen, sociaal ondernemerschap (CSR) en de positie van minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap na gestanddoening van het openbaar bod. Deze verplichtingen kunnen na afronding van de overname indien nodig worden afgedwongen door de onafhankelijke commissarissen.

86. Artikel 18 lid 2 van het Bob.
87. Regulation 14e-2(a) bij de Securities Exchange Act.
88. Regulation 14e-2(a) bij de Securities Exchange Act.
89. De Brauw & Beckers, *TOP* 2015/203, §4.2.

In het geval van een vijandig overnamebod dat naar het oordeel van het bestuur niet in het belang van de beursvennootschap is, zal de actieve rol van het bestuur zich moeten uiten in het feit dat het daaraan uiteindelijk geen medewerking verleent. In zijn standpuntbepaling zal het bestuur dan gemotiveerd aangeven waarom hij het bod niet steunt en niet aanbeveelt. Als de bieder het overnamebod zonder steun van het bestuur doorzet, dan zal het bestuur er vanuit zijn actieve rol voor kunnen kiezen het vennootschappelijk belang actief te (laten) beschermen. De vrijheid van het bestuur om een mogelijk overnamebod zelfstandig en naar eigen inzicht te beoordelen, betekent niet dat het zich in alle gevallen vrijelijk mag bedienen van vormen van bescherming tegen een dergelijk bod, indien de bieder na een afwijzing door het bestuur niettemin besluit het bod door te zetten. De rechtsverhouding tussen de doelvennootschap en de potentiële bieder wordt in zoverre door de redelijkheid en billijkheid beheerst, dat het bestuur van de doelvennootschap onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van (potentiële) bieders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bieders onevenredig kunnen schaden.[90]

> De Hoge Raad geeft niet aan welke omstandigheden hij hier op het oog heeft gehad. Wel is het volgens hem relevant dat het gaat om 'serieuze' bieders gaat; het bestuur van de vennootschap hoeft geen acht te slaan op voorstellen die niet serieus of realistisch zijn. Er zijn mijns inziens verschillende omstandigheden die in dit kader relevant kunnen zijn. De vennootschap kan bijvoorbeeld uitlatingen hebben gedaan die bij een bieder gerechtvaardigde verwachtingen hebben gewekt dat de vennootschap zich zou onthouden van beschermende of frustrerende maatregelen. Ook zou het gelijkheidsbeginsel een rol kunnen spelen wanneer meerdere bieders vergelijkbare voorstellen hebben gedaan.[91] Volgens de Ondernemingskamer zijn er omstandigheden die ertoe kunnen bijdragen dat inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn, zelfs indien een vennootschap niet het strategische besluit heeft genomen om het stand alone scenario te verlaten.[92] Naast de voorgestelde biedprijs zijn die omstandigheden onder meer: wat de strategische bedoelingen van de potentiële bieder zijn, wat de inhoud van de voorstellen is, in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bieder en de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen de doelvennootschap en de potentiële bieder. Als dergelijke omstandigheden potentieel kunnen leiden tot een verplichting tot onderhandelen met een bieder, dan

90. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.13.
91. Vgl. Hezer & Kemp, *MvO* 2018/7, par. 2.2.
92. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.14.

> zullen zij ook kunnen bijdragen aan de conclusie dat de vennootschap zich niet mag beschermen tegen een dergelijke bieder. Er is echter geen regel die voorschrijft dat bescherming niet kan worden ingeroepen wanneer een of meer van de hiervoor genoemde omstandigheden aan de orde zijn. Dit moet steeds van geval tot geval worden bekeken, waarbij de relevante belangen in aanmerking worden genomen.

Daar staat tegenover dat de vraag kan opkomen of het bestuur, gezien zijn fiduciaire taak en actieve rol, onder omstandigheden ook *verplicht* kan zijn om de beursvennootschap te beschermen.[93] Ik denk dat dat onder omstandigheden het geval zal kunnen zijn. Als onderdeel van die verplichting kan het bestuur gehouden zijn een grondige analyse te maken van de mogelijke beschermingsmaatregelen die het tot zijn beschikking heeft, en in zijn besluitvorming omtrent de reactie op een vijandig overnamebod die beschermingsmogelijkheden ook zorgvuldig te overwegen. Het zal, zeker voor een in beginsel "onbeschermde" beursvennootschap (in de zin dat geen permanente beschermingsconstructies voorhanden zijn), van belang zijn om de potentiële ad hoc beschermingsmogelijkheden in kaart te brengen zodat adequaat gereageerd kan worden wanneer een dreiging zich aandient. Zo kan ook een onbeschermde beursvennootschap mogelijk toch beschermd worden wanneer de nood aan de man is, om het bestendige succes van de onderneming te bevorderen en te zorgen dat de belangen van stakeholders niet onevenredig worden geschaad.[94]

Hoe verhoudt de gedachte, dat het bestuur niet in alle gevallen onbeperkt bescherming kan effectueren, zich tot de gedachte dat het daartoe in andere gevallen zelfs verplicht kan zijn? Het antwoord is deels te vinden in de *ABN AMRO*-beschikking, waarbij in de passage over het respecteren van gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bieders wordt terugverwezen naar rechtsoverweging 4.2 van diezelfde beschikking. Rechtsoverwegingen 4.2 en 4.6 van de Hoge Raad samen lees ik aldus dat het bestuur gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bieders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bieders onevenredig kunnen schaden, indien er sprake is van een gecoördineerde manoeuvre gericht op het frustreren van de overname-intenties van de desbetreffende bieder die kwalificeert als een ongeoorloofde beschermingsmaatregel. Dit lijkt een nogal wonderlijke redenering van de Hoge Raad, die er kort en goed op neerkomt dat het bestuur zich moet onthouden van een beschermingsmaatregel indien deze *ongeoorloofd* is. Wanneer is dat het geval? Kort gezegd is dit het geval wanneer de beschermingsmaatregel in strijd is met de wet, statuten en de gedragsnormen

93. Zie in dezelfde zin: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.1.
94. Zie over ad hoc beschermingsconstructies paragraaf 6.1.5 van dit proefschrift.

die geformuleerd zijn in de jurisprudentie. Ik ga hier in de volgende paragraaf nader op in.

Tot slot zullen bij besluitvorming omtrent overnamebiedingen in het algemeen en beschermingsmaatregelen in het bijzonder ook tegenstrijdige belangen bij bestuurders en commissarissen een rol kunnen spelen.[95] Een tegenstrijdig belang bestaat in het geval van een direct of indirect persoonlijk belang dat tegenstrijdig is met het belang van de NV en haar onderneming.[96] Of sprake is van een dergelijk tegenstrijdig belang moet steeds worden beoordeeld met inachtneming van de omstandigheden van het geval.[97] Relevant kan zijn dat een bieder heeft aangekondigd dat hij bepaalde personen zal willen ontslaan of juist zal willen belonen bij het slagen van de overname.[98] Behoudens dergelijke aanvullende omstandigheden zal over het algemeen geen sprake zijn van een tegenstrijdig belang, aangezien bestuurders en commissarissen veelal geen direct of indirect persoonlijk belang hebben waardoor zij niet in staat zouden zijn het belang van de NV en de daaraan verbonden onderneming met de vereiste integriteit en objectiviteit te behartigen.[99] Het enkele feit dat bestuurders aandelen in de beursvennootschap houden maakt niet dat hun belangen strijdig zijn met het vennootschappelijk belang.[100]

6.1.4 De geoorloofdheid van beschermingsmaatregelen

Voor de geoorloofdheid van beschermingsmaatregelen geldt als uitgangspunt dat bescherming tegen een vijandig overnamebod naar Nederlands recht geoorloofd is, binnen de grenzen van de wet, statuten en de gedragsnormen

95. Zie voor besluitvorming omtrent overnamebiedingen uitgebreid: De Brauw 2017, par. 5.1.9.8 en De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11. Zie voor tegenstrijdig belang en bescherming (onder de oude tegenstrijdig belang-regeling): C.A. Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 436; H.J. de Kluiver, 'Reactie op C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 23; en C.A. Schwarz, 'Het rechte pad; nogmaals beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 60.
96. Artikelen 2:129 lid 6 en 140 lid 5 BW.
97. HR 29 juni 2007, *NJ* 2007/420, J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/169, m.nt. S.M. Bartman & A.F.J.A. Leijten (*Bruil*), r.o. 3.4.
98. Zie specifiek over belonen bij het slagen van de overname: *Kamerstukken II* 2008/09, 31763, nr. 3 (MvT), p. 12. In theorie hoeft ook deze omstandigheid strikt genomen niet noodzakelijkerwijs te leiden tot een tegenstrijdig belang, aangezien het vennootschapsbelang en het persoonlijke belang op één lijn kunnen liggen. Uiteraard moet in het kader van zorgvuldige en zuivere besluitvorming bij voorkeur wel de schijn voorkomen worden dat dergelijke vergoedingen afbreuk doen aan de objectieve oordeelsvorming van bestuurders en commissarissen.
99. HR 29 juni 2007, *NJ* 2007/420, J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/169, m.nt. S.M. Bartman & A.F.J.A. Leijten (*Bruil*), r.o. 3.7. Zie ook: De Brauw 2017, par. 5.1.9.8.
100. Zie bijvoorbeeld ook: Hof Amsterdam (OK) 17 april 2008, *JOR* 2008/157, A. Doorman (*ABN AMRO*), r.o. 3.44.

die in de jurisprudentie zijn geformuleerd.[101] Dat geldt ook voor een beursvennootschap die niet beschikt over statutaire beschermingsconstructies (een "onbeschermde" beursvennootschap of een beursvennootschap met een "open structuur"). Als richtsnoer geldt dat een beschermingsmaatregel enkel kan worden ingezet met het oog op het beschermen van het belang van de beursvennootschap en haar onderneming of ter voorkoming van het onnodig of onevenredig beschadigen van de belangen van stakeholders. Een beschermingsmaatregel mag niet worden ingezet louter ter bescherming van de positie van bestuurders en commissarissen, of om de invloedspositie van de AV of individuele aandeelhouders om andere onrechtmatige motieven nadelig te beïnvloeden.[102] Ook mag een beschermingsmaatregel mijns inziens niet worden ingezet louter om de strategie te beschermen; die strategie kan immers ook in strijd zijn met het vennootschapsbelang.[103] Het vennootschapsbelang blijft leidend voor bestuurlijke besluitvorming, ook bij bescherming. Voor een goed beeld van de geoorloofdheid van verschillende soorten beschermingsconstructies is een goed begrip van de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van beschermingsmaatregelen van belang.

Er is mijns inziens geen algemeen antwoord op de vraag of bescherming van een beursvennootschap deel uitmaakt van het beleid en de strategie of behoort tot de bevoegdheid van het bestuur of de bevoegdheid van de AV. Dat antwoord kan slechts worden gegeven met inachtneming van de omstandigheden van een specifiek geval. In het bijzonder is het antwoord op die vraag afhankelijk van welke bevoegdheden moeten worden uitgeoefend voor het instellen en uitvoeren van de specifieke beschermingsmaatregel. De vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling is het spoorboekje dat steeds gevolgd moet worden om te bepalen wie op welk moment een bepaalde bevoegdheid toekomt, of waarmee bevoegdheden van bepaalde organen juist omzeild kunnen worden door een andere route te volgen. De keuze om een *stand alone*-scenario na te streven of om dit scenario te verlaten door een fusie aan te gaan of medewerking te verlenen aan een openbaar bod is wel een strategisch besluit.[104] Hiertoe is het bestuur (handelend onder toezicht van de raad van commissarissen) bevoegd, zonder dat het gehouden is de AV te consulteren of te raadplegen.[105] Indien het bestuur inderdaad besluit om, in het licht van een dreigend vijandig overnamebod, het *stand alone*-scenario na te streven, dan betekent dit niet dat zij daarmee

101. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.1.
102. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.1.
103. Zie paragraaf 5.1.3 van dit proefschrift over waarom het vennootschapsbelang en de strategie niet vereenzelvigd mogen worden.
104. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.5 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.14.
105. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.5

ook automatisch bevoegd is om de zelfstandigheid van de beursvennootschap te beschermen door plotsklaps een permanente beschermingsconstructie op NV-niveau op te tuigen. Dergelijke structuren kunnen veelal niet worden geïmplementeerd zonder medewerking van de AV.[106] Het bestuur heeft hierbij veelal wel een initiërende rol, maar handelt vervolgens op grond van een besluit van, of krachtens, de bevoegdheid die hem is toegekend door de AV. Hetzelfde geldt wanneer de beschermingsconstructie volledig wordt afgebroken, waarbij over het algemeen in ieder geval een statutenwijziging noodzakelijk zal zijn.

In de *Fugro*-casus werd vooral in eerste aanleg de nadruk gelegd op het feit dat de ontmanteling van de Antilliaanse beschermingsconstructie op het terrein ligt van de door het bestuur te bepalen strategie.[107] Deze overweging doet aan het hiervoor overwogene niet af. Het bestuur van een beursvennootschap is in beginsel inderdaad bevoegd om een dergelijke transactie te effectueren of te beëindigen zonder medewerking van de AV, omdat het in dit specifieke geval een beschermingsconstructie op dochterniveau betrof.[108] Het bestuur is binnen de grenzen van de wet en statuten bevoegd te beschikken over de vermogensbestanddelen van de beursvennootschap (zoals dochtervennootschappen). Dit wil niet zeggen dat bescherming in algemene zin tot de exclusieve bevoegdheid van het bestuur hoort. Hoewel bescherming veelal raakvlakken zal hebben met de strategie van de beursvennootschap, zal voor het instellen of afbreken van specifieke vormen van permanente beschermingsconstructies vaak medewerking van de AV vereist zijn. Ik zie bescherming in algemene zin dan ook niet als exclusief onderdeel van de bestuursbevoegdheid.[109] Enkel voor zover beschermingsmogelijkheden binnen de exclusieve bevoegdheid van het bestuur vallen, valt uitoefening van die bevoegdheid samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.[110] Het bestuur van de beursvennootschap is in

106. Uit de *LVMH/Gucci*- en *Uni-Invest/Breevast*-beschikkingen blijkt ook dat het effectueren van een beschermingsconstructie in strijd met (dwingend) recht of statutaire bepalingen kan leiden tot gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen, zie Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, *JOR* 1999/87 (*LVMH/Gucci*) en Hof Amsterdam (OK) *JOR* 1999/89, m.nt. M. Brink (*Uni-Invest/Breevast*).
107. Rb Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135, m.nt. R.G.J. Nowak (*Boskalis/Fugro*).
108. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 4 met verwijzing naar Nowak in par. 15 van zijn annotatie bij Rb Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 (*Boskalis/Fugro*). Zie ook: D.W. Stuijt, 'Certificering als beschermingsconstructie?', *WPNR* 2018/7212, p. 805.
109. Zie kennelijk anders: Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 2-3, die bescherming ziet als onderdeel van de bestuurstaak en aanneemt dat het bestuur het primaat heeft over de invoering en afschaffing van beschermingsconstructies. Overigens erkent Nieuwe Weme wel dat invoering van een beschermingsconstructie afhankelijk kan zijn van de medewerking van de AV en dat aandeelhouders en de AV hun wettelijke en statutaire bevoegdheden kunnen gebruiken om ervoor te zorgen dat een beschermingsconstructie wordt afgeschaft.
110. Zie HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6, laatste zin: "Voor zover bevoegdheden omtrent de inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie toekomen aan het bestuur, valt de

beginsel (dat wil zeggen: behoudens andersluidende regelingen) wel bevoegd tot het instellen of afbreken van een beschermingsconstructie op dochterniveau, zoals in het *Fugro*-arrest. Het instellen van een beschermingsconstructie op het niveau van de beursvennootschap behoort over het algemeen echter niet tot de bevoegdheid van het bestuur, maar tot de bevoegdheid van de AV.[111] Het bestuur kan hiertoe voorstellen doen. Het *uitoefenen* van de beschermingsmaatregel op het niveau van de beursvennootschap vormt veelal geen onderdeel van de bevoegdheid van het bestuur, maar van de onafhankelijke stichting, die haar bevoegdheid onafhankelijk van de vennootschap en haar organen kan uitoefenen.[112] Volgens de Hoge Raad betreft het uitoefenen van een calloptie door een stichting dan ook niet (mede) het beleid van de beursvennootschap en kan die handeling om die reden geen onderdeel vormen van een enquêteonderzoek.[113]

Voor het bepalen van de toelaatbaarheid van bescherming kan in het licht van de vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling onderscheid gemaakt worden tussen de permanente beschermingsconstructies en ad hoc beschermingsconstructies. Voor permanente beschermingsconstructies bestaan er over het algemeen twee momenten waarop beoordeeld moet worden wie een bevoegdheid toekomt. Dat is ten eerste het moment van het *implementeren* van een structuur om het uitoefenen van een beschermingsmaatregel mogelijk te maken (veelal voorafgaand aan de beursgang) en ten tweede het moment van het *uitoefenen* van de bescherming (veelal pas bij een mogelijke vijandige overname of andere dreiging). Het implementeren van een permanente beschermingsconstructie op het niveau van de beursvennootschap is doorgaans niet mogelijk zonder dat op het moment van invoeren van de beschermingsmaatregel of op enig moment daaraan voorafgaand medewerking door de AV wordt verleend. Het verlenen van een recht tot het nemen van preferente aandelen, het verlenen van medewerking aan certificering en het wijzigen van de statuten betreffen

---

uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap."

111. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 4.
112. Idem.
113. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.7. De betreffende onderdelen van de cassatieklachten richtten zich slechts tegen het oordeel van de Ondernemingskamer dat de stichting wat betreft het uitoefenen van de optie *voor de doeleinden van het enquêterecht* niet heeft te gelden als medebeleidsbepaler, maar de Hoge Raad trekt dit breder en stelt meer algemeen dat uitoefening door de stichting van de haar verleende optie niet het beleid van ASMI betreft. Aangezien een onafhankelijke stichting ook geen ondernemingsraad heeft, kan haar handelen overigens ook niet onder de reikwijdte van het enquêterecht worden gebracht door een enquête te verzoeken bij de stichting (artikel 2:344 sub b BW). Overigens acht ik het niet ondenkbaar dat het uitoefenen van een calloptie onder omstandigheden wel onderdeel wordt gemaakt van een enquêteonderzoek. De (wijze van) verwerving van aandelen in een vennootschap kan immers ook betrokken worden in een enquêteonderzoek, zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, m.nt. M. Brink (*PCM*).

in beginsel bevoegdheden van de AV.[114] Deze bevoegdheden kunnen uiteraard deels worden gedelegeerd (door aanwijzing van een ander orgaan) of beperkt, maar uiteindelijk vindt ook die aanwijzing of beperking op enig moment plaats op grond van een besluit van de AV. Wanneer de permanente beschermingsconstructie eenmaal met medewerking van de AV geïmplementeerd is, biedt deze de mogelijkheid om een beschermingsmaatregel *uit te oefenen*. Het *implementeren* en het *uitoefenen* van een permanente beschermingsconstructie is daarmee relevant om te onderscheiden, omdat voor het instellen van de permanente beschermingsconstructie (1) steeds (op enig moment) medewerking van de AV noodzakelijk is en (2) steeds geldt dat dit is toegestaan mits het past binnen de grenzen van de wet en statuten.

> In dit verband wijs ik nog op een discussie die in de literatuur heeft bestaan over de vraag of het bestuur op grond van een delegatiebesluit van de AV bevoegd kan zijn om een oneindige calloptie op preferente aandelen te verlenen aan een prefstichting zonder een nieuw besluit daartoe van de AV. De heersende leer is dat het bestuur bij een ongeclausuleerd aanwijzingsbesluit van de AV op grond van artikel 2:96 lid 1 jo. lid 5 BW een optie kan verlenen tot het nemen van preferente aandelen, waarbij de looptijd van de optie langer kan zijn dan de termijn waarvoor de uitgiftebevoegdheid is gedelegeerd aan het bestuur van de beursvennootschap.[115] Dat lijkt mij

114. Krachtens artikel 2:96 lid 5 jo. lid 1 BW kan de vennootschap een recht tot het nemen van aandelen slechts verlenen ingevolge een besluit van de AV of van een ander vennootschapsorgaan dat daartoe bij besluit van de AV of bij statuten voor de duur van ten hoogste vijf jaar is aangewezen, zie ook Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013, nr. 187.1. Indien het bestuur door de AV is aangewezen als het tot uitgifte bevoegde orgaan, dan ziet deze bevoegdheid bij Nederlandse beursvennootschappen in de regel op niet meer dan 10% van het aandelenkapitaal, zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2019', *Ondernemingsrecht* 2019/145, par. 4. Voor een dergelijke delegatie van de emissiebevoegdheid is ook een besluit van de AV vereist. De bevoegdheid tot het verlenen van medewerking aan certificering van aandelen kent geen wettelijke basis, maar algemeen wordt aangenomen dat de AV hiervoor het bevoegde orgaan is, aangezien het verlenen van medewerking bepaalde aandeelhoudersrechten bij certificaathouders doet ontstaan, zie Garcia Nelen & Schwarz 2016, par. 4.2. De bevoegdheid tot het wijzigen van statuten ligt dwingendrechtelijk bij de AV op grond van artikel 2:121 lid 1 BW. Dit recht kan wel beperkt worden door statutair te bepalen dat statutenwijziging slechts mogelijk is op voorstel of met goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan, maar dat is op zichzelf een oligarchische regeling die met medewerking van de oprichters of aandeelhouders moet worden opgenomen in de statuten. De bevoegdheid tot statutenwijziging kan niet aan anderen dan de AV worden toegekend. Zie Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013, nr. 342.

115. Zie: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/646 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/187.1. Zie anders: C.A. Schwarz, 'Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2018/96. Genoemd artikel en de daaropvolgende reactie en het naschrift bieden ook uitgebreide bronverwijzingen voor een volledig beeld van de problematiek, zie ook: R.A.F. Timmermans, 'Reactie op Schwarz, *Ondernemingsrecht* 2018/96', *Ondernemingsrecht* 2018/134 en C.A. Schwarz, 'naschrift bij de reactie van Timmermans', *Ondernemingsrecht* 2018/135.

juist, mits de optie wordt verleend tijdens de termijn waarvoor de aanwijzing geldt. De aanwijzingstermijn zegt alleen iets over de periode dat de rechten tot het nemen van aandelen kunnen worden *uitgegeven* (met andere woorden: dat de optie kan worden verleend), niet over de periode dat die rechten tot het nemen van aandelen kunnen worden *uitgeoefend*.

Voor het *uitoefenen* van een beschermingsconstructie geldt daarentegen over het algemeen dat (1) geen medewerking van de AV vereist is (aandeelhouders hebben er over het algemeen (financieel) belang bij dat een vijandige overname slaagt) en (2) voor de toelaatbaarheid daarvan niet altijd louter getoetst wordt of het past binnen de grenzen van de wet en statuten, maar aanvullende vereisten gelden zoals geformuleerd in de jurisprudentie (waarover hierna meer). Zowel het instellen als het uitoefenen van een beschermingsconstructie zal normaal gesproken kwalificeren als voorwetenschap, die door de beursvennootschap zo snel mogelijk openbaar gemaakt moet worden.[116]

Onder het *uitoefenen* versta ik bij de permanente beschermingsconstructies het uitoefenen van de calloptie op preferente aandelen of het beperken, uitsluiten of herroepen van een stemvolmacht van certificaathouders, of het in een specifiek geval beperken van de macht van de AV door gebruik te maken van een bestaande oligarchische regeling, zoals het doen van een bindende voordracht voor bestuurders of het onthouden van goedkeuring voor een statutenwijziging. Voor de uitoefening van bestaande permanente beschermingsconstructies gelden mijns inziens op basis van de wet en jurisprudentie de volgende regels:

(a) de uitoefening moet noodzakelijk zijn met het oog op de belangen van de vennootschap, haar onderneming en de belangen van haar stakeholders; en
(b) de uitoefening moet gegeven de omstandigheden bij een redelijke afweging van de relevante belangen een adequate en proportionele reactie vormen op de relevante dreiging.

De vereisten onder (a) en (b) vormen samen de RNA-norm. Deze norm is in eerste instantie geformuleerd in de *RNA*-beschikking van de Hoge Raad uit 2003.[117] De RNA-norm is ook toegepast in de *ASMI*-beschikking van de

116. Artikel 17 Verordening Marktmisbruik. Zie ook: Stevens 2018, par. 7.5.2 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/555.
117. HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*). Deze norm heb ik eerder samengevat in Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 6 en deze samenvatting is later onderschreven door Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 3. Zie eerder ook in dezelfde zin: Van Ginneken 2010, par. 10.2.2 en De Brauw 2017, par. 12.4.5.8.2.1. Het vereiste onder (a) vloeit voort uit de algemene invulling van de taakvervulling van het bestuur op grond van artikel 129 lid 5 BW, zoals verder ingevuld in de jurisprudentie, zie HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*).

Ondernemingskamer in 2011 (bij toetsing van een beschermingsconstructie waarbij gebruik gemaakt werd van een calloptie op preferente aandelen) en in de *Yukos*-uitspraak van de rechtbank Amsterdam in 2013 (bij toetsing van een beschermingsconstructie waarbij gebruik gemaakt werd van certificering van aandelen).[118]

> De RNA-norm vertoont belangrijke gelijkenissen met de Unocal-test (ook wel: *enhanced scrutiny*-test) die in Delaware geldt wanneer de board of directors beschermingsmaatregelen inzet.[119] De test is ontwikkeld in een beslissing van de Delaware Supreme Court in 1985.[120] In deze beslissing overwoog de Delaware Supreme Court dat de board of directors zich kan beroepen op de *business judgement rule* bij het aanwenden van een beschermingsmaatregel indien (1) een potentiële overname een bedreiging vormt voor het beleid van de onderneming en (2) de beschermingsmaatregel proportioneel en redelijk is gezien de aard van de dreiging.[121] De *business judgment rule* is een vermoeden dat de board of directors bij het nemen van een besluit handelden op geïnformeerde basis, in goede trouw en in de oprechte overtuiging dat de handeling in het belang van de vennootschap was.[122] De Unocal-test is een aanvullende test die wordt verricht voordat de rechter toekomt aan de terughoudende toetsing van het bestuursbeleid onder de *business judgment rule*.[123] De board of directors kan geen bescherming ontlenen aan de *business judgement rule* wanneer hij besluit te streven naar een verkoop van de vennootschap, in welk geval hij zich moet inspannen de hoogste koopprijs te bewerkstelligen voor de aandeelhouders (de Revlon-doctrine).[124] Een board of directors kan een bod niet zomaar afwijzen (*just say no*), maar moet te goeder trouw handelen, redelijk onderzoek doen en zich laten adviseren door externe adviseurs, en kan een bod slechts blokkeren indien voldaan wordt aan de Unocal-test.[125]

---

118. Hof Amsterdam (OK) 14 april 2011, *JOR* 2011/179 (*ASMI*), n.nt. Hermans, r.o. 3.18 en Rb Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (*Yukos*), r.o. 7.9.
119. Van Ginneken 2010, par. 10.2.2; De Brauw 2017, par. 12.4.5.8.2.1; De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 3.1; par. 3.12-3.13 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
120. Delaware Supreme Court, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
121. Zie ook: De Brauw 2017, par. 12.4.5.8.2.1.
122. Zie paragraaf 3.2 van dit proefschrift.
123. Par. 3.12 concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*). Zoals Timmerman het verwoordt in par. 3.13 van die conclusie: "Doorstaat het beleid van het bestuur deze 'enhanced scrutiny test', dan geldt wederom de voor het bestuur geldende milde 'business judgment rule'."
124. Zie hierover paragraaf 6.1.2 van dit proefschrift. Zie ook par. 3.14 e.v. concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*).
125. Delaware Court of Chancery, *Air Products and Chemicals Inc. v. Airgas Inc.*, Civ. 5249-CC, 5256-CC (Del. Ch. 2011).

De rechtbank Amsterdam merkte in haar vonnis uit 2013 terecht op dat de beoordeling van de rechtmatigheid moet zien op het handelen van degene die de beschermingsmaatregel heeft uitgeoefend.[126] De RNA-norm is niet specifiek gericht tot het bestuur van de beursvennootschap, maar tot degene die de beschermingsmaatregel in het desbetreffende geval uitoefent.[127] Vaak zal juist het bestuur van een stichting overgaan tot uitoefening van een beschermingsmaatregel.[128] Bij het toetsen van het handelen van degene die tot uitoefening van de beschermingsmaatregel besluit staat overigens voorop dat hem een zekere beoordelingsvrijheid toekomt.[129]

> Wanneer het bestuur van de stichting overgaat tot uitoefening van een beschermingsconstructie, dan is het tevens gebonden aan haar statutaire doel en de doelstelling van de bescherming zoals opgenomen de optieovereenkomst (of, in het geval van een certificeringsstructuur, de administratievoorwaarden).[130] Zie ook de Ondernemingskamer in de *Stork*-beschikking: "…het valt niet in te zien dat het gebruik willen maken door Centaurus c.s. als reeds meer of minder langdurig zittende aandeelhouders van het in artikel 2:161a BW toegekende recht het vertrouwen in de raad van commissarissen van Stork op te zeggen, kan kwalificeren als niet gewenste overval of overname als bedoeld in de optieovereenkomst en de statuten van de Stichting of dat zij kunnen worden aangemerkt als "malafide overvallers" onderscheidenlijk "raiders". De andersluidende opvatting dienaangaande van Stork en de Stichting komt er in de kern genomen op neer dat een als beschermingsconstructie in het leven geroepen call optie tegen een vijandige overname in de gebruikelijke zin van die woorden, de uitoefening door aandeelhouders van het recent toegekende wettelijke recht het vertrouwen in de raad van commissarissen van een structuurvennootschap als Stork op te zeggen, kan blokkeren en in wezen permanent illusoir kan maken. Niet goed valt in te zien dat en op welke grond zulks valt te rechtvaardigen."[131]

126. Rb Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (*Yukos*), r.o. 7.11 (tweede zin).
127. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/575.
128. Zie bijvoorbeeld de gang van zaken rondom de Stichting Preferente Aandelen B KPN bij het bod van América Móvil op KPN en Stichting Preferred Shares Mylan bij het bod van Teva op Mylan.
129. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 6.
130. Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 5.
131. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.12.

De RNA-norm dient naar mijn mening consequent en breed toegepast te worden voor de beoordeling van de geoorloofdheid van vele verschillende soorten beschermingsconstructies.[132] Anders dan Van Solinge en Nieuwe Weme[133] meen ik dat de RNA-norm ook geldt voor structurele beschermingsconstructies, zoals certificering van aandelen en prioriteitsaandelen. Zoals ik hierboven heb betoogd, moet daarbij echter niet het *instellen* van de structuur worden getoetst (dat gebeurt immers met instemming van de AV), maar de *uitoefening* van de beschermingsmaatregel. Dat betekent dat het beperken, uitsluiten of herroepen van stemvolmachten en het tegen de wens van de AV in gebruikmaken van de bijzondere zeggenschapsrechten vallen onder de onder de RNA-norm te toetsen beschermende handelingen. Net zoals het instellen of het voortbestaan van een stichting continuïteit met een optieovereenkomst niet onder de reikwijdte van de RNA-norm valt, maar het uitoefenen van die calloptie in een specifiek geval wel. Voor oligarchische clausules als prioriteitsaandelen is die scheiding minder makkelijk te maken, maar in de praktijk net zo relevant. Bij een normale gang van zaken speelt de stichting prioriteit vaak geen rol, omdat zij ofwel de mechanische handeling verricht van het voorstellen of goedkeuren wat de vennootschap haar opdraagt, ofwel in het geheel geen betrokkenheid heeft, bijvoorbeeld omdat zij alleen in vijandige omstandigheden van bindende voordrachtsrechten gebruik maakt. Het gaat erom, dat de RNA-norm wordt toegepast wanneer de stichting prioriteit, in het licht van een relevante dreiging, actief ingaat tegen voorstellen of daar niet aan mee werkt. Zowel structurele als niet-structurele beschermingsmaatregelen komen vanuit dit perspectief op hetzelfde neer: je merkt niets van de constructie als er geen dreiging is, maar de wanneer zij tegen een dreiging in verweer komt, door (actief) te handelen of juist (passief) geen medewerking te verlenen, dan kan dat doen of nalaten beoordeeld worden volgens de RNA-norm.

De grondslag voor de door de Hoge Raad geformuleerde RNA-norm is niet geheel duidelijk. Timmerman meent dat de RNA-norm een "aanvullend beginsel" is, dat geldt voor beursvennootschappen in aanvulling op de algemene beginselen van het ondernemingsrecht.[134] Stevens, Van Ginneken en De Jongh nemen de redelijkheid en billijkheid tot uitgangspunt bij de toepassing van de RNA-norm.[135] Ik meen inderdaad dat de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid de grondslag vormt voor de RNA-norm. De RNA-norm normeert

132. Wat mij betreft is dit inclusief zogenaamde pandoraconstructies en andere soorten beschermingsconstructies op dochterniveau, zie hierover paragraaf 6.1.5. Zie ook: Van Ginneken 2010, par. 10.2; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.5; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/575. Zie anders: Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2017/47.
133. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/574.
134. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2.
135. Stevens 2008, par. 5.6.2; Van Ginneken 2010, par. 10.4.3 en 10.5; De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2011/124.

immers de verhouding tussen het bestuur van de NV, de aandeelhouders en een eventuele stichting (als mogelijk toekomstig aandeelhouder) als institutioneel betrokkenen in specifieke situaties.

Tot slot nog een enkele overweging over de relevante passages in de Corporate Governance Code. *Best practice*-bepaling 4.2.6 van de Corporate Governance Code bepaalt dat het bestuur in het bestuursverslag een overzicht dient op te nemen van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap in de beursvennootschap, waarbij aangegeven wordt onder welke omstandigheden en door wie deze beschermingsmaatregelen kunnen worden ingezet.[136] Daarnaast gaat de Corporate Governance Code nog specifiek in op het gebruik van certificering van aandelen, waarbij het uitgangspunt al sinds de Code Tabaksblat is dat dit instrument niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel.[137] Naar mijn mening is dit voorschrift in de Corporate Governance Code rechtens onjuist nu er een expliciete wettelijke grond bestaat voor bescherming door middel van certificering.[138] Uiteindelijk zal – ook in het systeem van de Corporate Governance Code – certificering geoorloofd zijn als beschermingsconstructie, mits het gebruik hiervan aan certificaathouders gemotiveerd ter kennis gebracht wordt.[139]

6.1.5 Pandoraconstructies en ad hoc bescherming op dochterniveau

In de literatuur wordt onder het begrip 'pandoraconstructies' een reeks aan onverplichte transacties of handelingen geschaard die het bestuur (al dan niet tezamen met de raad van commissarissen) kan uitvoeren met het doel een vijandige overname te frustreren.[140] Hieronder vallen met name transacties die het vermogen van de NV aantasten of waarbij aantrekkelijke vermogensbestanddelen afgestoten worden.[141] Voorbeelden zijn de *crown jewel*-constructie of *golden parachute*- en *break fee*-afspraken.[142] Ik ga hier met name in op

136. Een vergelijkbare verplichting met meer gedetailleerde vereisten volgt uit artikel 1 van het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn.
137. Principe 4.4 van de Code. Nederlandse beursvennootschappen worden geacht vanaf 2018 te rapporteren over de naleving van Code, op voorwaarde dat deze in 2017 wordt verankerd in de Nederlandse wet. Die verankering heeft per besluit van 29 augustus 2017 (*Stb*. 2017, 747) plaatsgevonden.
138. Zie hierover uitgebreid: Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 3.
139. Voor de Corporate Governance Code kan het "pas-toe-of-leg-uit"-principe gevolgd worden. Dit strookt met het wettelijk vereiste tot motivering in artikel 2:118a lid 3 BW.
140. Par. 12 van Bijlage X van het Fondsenreglement (oud). Zie hierover: Honée 1990, p. 45-46 en Van Ginneken 2010, par. 2.3.2. In vergelijkbare zin: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2.
141. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2.
142. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2. Met een *crown jewel*-constructie wordt gedoeld op het verkopen van belangrijke vermogensbestanddelen, zoals bedrijfsonderdelen of dochtervennootschappen. Met *golden parachute*-afspraken wordt gedoeld op het afspreken van hoge vertrekbonussen aan bestuurders van de beursvennootschap, die betaalbaar worden

crown jewel-constructies. Hieronder wordt de verkoop van een of meer dochtervennootschappen begrepen, waarbij het bestuur beschikt over het vennootschapsvermogen met het oog op het onaantrekkelijker maken van de beursvennootschap als overnameprooi.

Twee voorbeelden van dergelijke constructies op dochterniveau stammen uit de jaren 1960. In 1960 droeg De Korenschoof N.V. haar onderneming over aan Stichting De Korenschoof, die werd bestuurd door de bestuurders en commissarissen van de NV. Van der Grinten zag als voornaamste bezwaar dat sprake zou zijn van strijd met het doel van de NV omdat zeggensmacht over de onderneming werd afgestaan aan een stichting.[143] Daarmee werd de eigen onafhankelijke bedrijfsvoering onmogelijk gemaakt. Ook vond hij dat sprake was van overschrijding van bestuursbevoegdheid. Onder andere op die gronden meende hij dat de overeenkomst tot overdracht van de onderneming nietig was. Ook Van Solinge en Nieuwe Weme achtten deze constructie niet houdbaar.[144] Rijn-Schelde Machinefabrieken en Scheepswerven N.V. (RSMS) maakte uitoefening van het stemrecht op aandelen en participaties in andere vennootschappen en ondernemingen onderhevig aan goedkeuring van de prioriteit. De houder van het prioriteitsaandeel was een stichting die bestuurd werd door de bestuurders en commissarissen van RSMS. Van der Grinten meende dat een dergelijke beschermingsconstructie een grote afschrikwekkende werking zou hebben, maar dat de situatie

---

wanneer de vijandige overnemer het bestuur vervangt. Met *break fee*-afspraken wordt gedoeld op hoge contractuele boetes die worden afgesproken met een vriendelijke bieder en die de vennootschap verplicht is te betalen als de overeenkomst met deze bieder wordt beëindigd als gevolg van een overname door een vijandige bieder. Zie uitgebreid over de toelaatbaarheid van *break fee*-afspraken: Stevens 2008, par. 5.6, en breder over dergelijke *deal protection*-mechanismen bij openbare biedingen: A. Grimme, 'Deal protection in public M&A', in: Y. Borrius e.a., *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2018-2019* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 157), Deventer: Wolters Kluwer 2019. In de categorie pandoraconstructies wordt ook vaak de *poison pill* genoemd. In de Nederlandse context wordt hieronder grotendeels hetzelfde begrepen als de *crown jewel*-constructie; geheel anders dan in de Verenigde Staten, waar dit begrip wijst op het uitgeven van rechten tot het nemen van aandelen aan bestaande aandeelhouders (zie paragraaf 6.1.3 van dit proefschrift). Zie hierover voorts Van Ginneken 2010, p. 2.3.2 en 3.3.2; Timmermans 2018, par. 2.2.2 en 2.7.2; en par. 2.20 concl. A-G Wesseling-van Gent bij HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*). In de *ABN AMRO*-beschikking werd in het kader van de verkoop van LaSalle door de VEB nog de term '*reversed poison pill*' genoemd, waarmee kennelijk op hetzelfde verschijnsel werd gedoeld als de *crown jewel*-constructie, zie HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 3.2.

143. W.C.L. van der Grinten, 'De regels van het spel', *De NV* 1961/38, p. 173-177. Zie hierover ook: Steins Bisschop 2008, par. 2.1 en Timmermans 2008, par. 2.2.2.

144. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/619.

snel onhoudbaar zou worden indien de overname zou slagen, omdat geen effectief concernbeleid meer gevoerd kon worden.[145]

In 1987 had Elsevier een vijandig overnamebod op Kluwer aangekondigd. Kluwer bewerkstelligde vervolgens dat het bedrijfsonderdeel Kluwer Groep Rechtswetenschappen B.V. (met daarin de winstgevende juridische uitgeverijen) preferente aandelen en een prioriteitsaandeel uitgaf aan twee stichtingen.[146] Een ander voorbeeld is HBG, dat een joint venture aanging met Ballast Nedam waarin de baggeractiviteiten werden ondergebracht, nadat Boskalis een bod had uitgebracht op die activiteiten.[147] De joint venture-overeenkomst bevatte een *change of control*-bepaling die erop neerkwam dat indien bij HBG of bij Ballast Nedam door een derde de bevoegdheid verkreeg tot het benoemen en ontslaan van een meerderheid van de bestuurders of commissarissen of tenminste 70% van de door haar, of met haar medewerking, uitgegeven (certificaten van) aandelen had verkregen en van een dergelijke wijziging redelijkerwijs verwacht mocht worden dat daarvan een negatieve invloed zou uitgaan op de positie van de joint venture als een onafhankelijke partij op de internationale baggermarkt, de andere partij het recht had aandelen in de joint venture over te nemen tegen de marktwaarde.[148] De Hoge Raad achtte dit niet in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.[149] Later heeft Arcelor een onafhankelijke stichting opgericht die aandelen in haar dochter Dofasco hield tegen uitgifte van niet-royeerbare certificaten aan Arcelor.[150] Deze constructie hield stand, ook nadat Mittal Arcelor overnam en een verkoop van Dofasco aan Thyssen wilde bewerkstelligen.

145. W.C.L. van der Grinten, 'De beschermingsconstructie Rijn-Schelde', *De NV* 1969/47, p. 25-27. Zie hierover ook: Timmermans 2018, par. 2.2.2.
146. Voogd 1989, par. 3.2.4.1. Zie ook: Steins Bisschop 2008, par. 1.2 en Timmermans 2008, par. 2.2.2.
147. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).
148. Par. 3.5 concl. A-G Wesseling-van Gent bij HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*).
149. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), par. 6.8.2.
150. Rb Rotterdam (vzr.) 23 januari 2007, *JOR* 2007/40, m.nt. M. Brink (*ThyssenKrupp/Mittal*). Ook in de *Yukos*-zaak werden bepaalde bedrijfsonderdelen overgedragen aan een stichting tegen uitgifte van certificaten, in dat geval als bescherming tegen de dreigende onteigening van Yukos Oil door de Russische Staat, zie Rb Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (*Yukos*).

In het verleden is veel discussie geweest over de toelaatbaarheid van pandoraconstructies. De minister van Financiën stelde in 1991:

> "Omstreden is in hoeverre pandoraconstructies rechtens aanvaardbaar zijn. Het is op zijn minst twijfelachtig of het ingrijpen in de vermogenspositie van de vennootschap, met als enig argument dat op deze wijze en ongewenste bieder wordt afgeschrikt, een rechterlijke toets kan doorstaan".[151]

In het verleden werd overwegend aangenomen dat pandoraconstructies ontoelaatbaar zijn.[152] Ik meen echter dat dergelijke constructies onder omstandigheden toelaatbaar zijn, namelijk indien zij noodzakelijk zijn in het belang van de NV en haar onderneming, of ter voorkoming van onevenredige benadeling van haar stakeholders, en mits (nog) steeds voldaan wordt aan de RNA-criteria.[153] Ook open (onbeschermde) NV's kunnen zich onder die omstandigheden immers beschermen.[154]

Uiteraard moeten ook deze constructies passen binnen de wettelijke en statutaire regels. Voor zover door dergelijke transacties het karakter of de identiteit van de vennootschap of onderneming wijzigen heeft het bestuur hiervoor goedkeuring van de AV nodig op grond van artikel 2:107a BW.[155] Ik zou niet

---

151. *Kamerstukken II* 1990/91, 21 038, nr. 22, p. 4.
152. In dezelfde zin: Van Ginneken 2010, par. 10.4.1, die zelf meent dat veel pandoraconstructies de toets van de redelijkheid en billijkheid niet zullen doorstaan. Als ik het goed zie is de meeste literatuur hierover enigszins gedateerd. Honée 1990, p. 49, Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 203.2 en Steins Bisschop 2008, par. 2.1 achtten deze constructies niet toelaatbaar. Eisma achtte dergelijke constructies toelaatbaar onder het adagium "nood breekt wet", zie het discussieverslag van het in 1989 te Nijmegen gehouden congres over beschermingsconstructies in K. Geens e.a., *Beschermingsconstructies*, Deventer: Kluwer 1990, p. 99. Ook Voogd 1989, par. 3.2.3 meent dat het denkbaar is dat zich omstandigheden kunnen voordoen waarin het bestuur op goede gronden van oordeel is dat een *crown jewel*-constructie geboden en gerechtvaardigd is, bijvoorbeeld in situaties waarbij het doel en/of het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen in gevaar zijn. Zie voor overige bronvermeldingen: Timmermans 2018, par. 2.2.2 en par. 2.21 e.v. concl. A-G Wesseling-van Gent bij HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*).
153. Stevens 2008, par. 5.6.2. In dezelfde zin Van Ginneken 2010, par. 10.4.1: "In mijn ogen kan ook voor de beoordeling van Pandora-constructies de RNA-norm worden gebruikt. Ik meen dat ook de Hoge Raad ook op deze lijn zit. In de RNA-uitspraak heeft de Hoge Raad de golden parachutes getoetst aan de RNA-norm en op grond daarvan ontoelaatbaar verklaard. Golden parachutes worden van oudsher tot de Pandora-constructies gerekend." Zie ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §76.2.
154. HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*), r.o. 3.7. Zie ook: Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/10.
155. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/555. Zie HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.7, met een verwijzing naar de wetgeschiedenis (*Kamerstukken II* 2001-2002, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 18-19).

te snel willen aannemen dat dit het geval is. Artikel 2:107a BW dient restrictief te worden uitgelegd[156] en het doel van een pandoraconstructie zal juist zijn de identiteit en het karakter van de onderneming te bewaren in het zicht van een vijandige overname die een dreiging vormt voor die identiteit of dat karakter. Het is mijns inziens overigens waarschijnlijker dat dat doel gediend wordt wanneer de pandoraconstructie omkeerbaar is, zodat de NV weer de beschikking kan krijgen over haar vermogensbestanddelen zodra de dreiging van de vijandige overname is geweken. Dergelijke omkeerbare constructies zullen eerder toelaatbaar zijn dan niet-omkeerbare constructies (zoals de verkoop van een winstgevende dochter aan een *white knight*). Indien de transactie niet raakt aan het algemene criterium of de specifieke drempels van artikel 2:107a BW en er ook geen andere verplichting tot consultatie bestaat op grond van de statuten of een overeenkomst, dan kan het bestuur de verkoop van een kroonjuweel zelfstandig effectueren. Ook kunnen prioriteitsaandelen worden uitgegeven door een tussenholding die de volledige onderneming houdt, waarbij belangrijke bevoegdheden bij de prioriteitsaandeelhouders liggen, zoals bepaalde besluiten die de goedkeuring nodig hebben van de prioriteitsaandeelhouders of alleen op hun voorstel kunnen worden uitgeoefend.[157] Het optuigen van een dergelijke constructie is mijns inziens in beginsel niet onderworpen aan aandeelhoudersgoedkeuring op grond van artikel 2:107a BW, aangezien hiermee geen wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap wordt bewerkstelligd en de aandeelhouders geen kapitaal gaan verschaffen aan een wezenlijk andere vennootschap.[158] Integendeel, de constructie dient juist ter bescherming van de identiteit van de vennootschap en haar onderneming.

Het handelen van het bestuur wordt ook in beschermingssituaties beoordeeld naar de algemene maatstaven van de artikelen 2:8 en 9 BW. Met name het laatste artikel kan relevant zijn wanneer de transacties een nadelige invloed hebben op de vermogenspositie van de NV. Dergelijke transacties kunnen leiden tot de conclusie dat sprake was van een onbehoorlijke taakvervulling. Immers, bij die taakvervulling dienen de bestuurders zich te richten op het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Ik zou menen dat gezien de (in de laatste jaren verder) ontwikkelde richtsnoeren van het bestendige succes van de onderneming, langetermijnwaardecreatie, en het beschermen van de belangen van stakeholders, het onder omstandigheden geoorloofd kan zijn dat het bestuur besluit tot het aangaan van transacties die niet in het belang zijn van de NV en haar onderneming, wanneer het alternatieve scenario nóg nadeliger is voor de NV en haar onderneming. In noodsituaties moet het bestuur dan kiezen

156. Zie paragraaf 6.3.1 van dit proefschrift.
157. De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 7. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/555, met verwijzing naar C.J.C. de Brauw, 'De leer van de onomkeerbare feiten en *ad hoc* bescherming', in: S. Perrick, H.J. de Kluiver & I. Spinath (red.), *Kort juridisch* (Wakkie-bundel), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
158. Zie paragraaf 6.3.1 van dit proefschrift.

voor de minst schadelijke route, wat in dat geval weer wél in het belang van de vennootschap is. Het doel van de constructie moet zijn om langetermijnwaarde voor de NV en haar onderneming te beschermen en te realiseren. Als dat schadelijk is voor de NV dan "kost" dat misschien wat, maar dan is dat in de strategie van het bestuur een "investering".

6.1.6 De houdbaarheid en beëindiging van bescherming

Vaak wordt de vraag gesteld hoe lang beschermingsconstructies kunnen standhouden. In het kader van beschermingsconstructies wordt wel gesproken over het 'tijdelijkheidscriterium'.[159] Dit vloeit kennelijk voort uit de gedachte dat het zich in de praktijk niet goed laat indenken dat de visie van een meerderheid van de aandeelhouders consequent en langdurig wordt genegeerd.[160] Zoals beschreven in paragraaf 5.4.1, meen ik dat die gedachte naar huidig recht niet absoluut gevolgd kan worden.[161] Het Wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies uit 1997 dat die gedachte zou codificeren is in 2006 gesneuveld.[162] Er zijn mijns inziens zeker gevallen denkbaar waarbij het bestuur de AV langdurig kan negeren, met name wanneer de aandeelhouders willen aansturen op een strategische route die niet in het belang van de NV en haar onderneming is. Het bekende voorbeeld is dat er een financieel aantrekkelijk openbaar bod op de onderneming is gedaan door een *asset stripper*. De *Yukos*-uitspraak van de rechtbank Amsterdam uit 2013 wijkt op dit punt ook af van de *RNA*-beschikking, in die zin dat de rechtbank niet herhaalt dat als uitgangspunt dient te gelden dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn (en zelfs die passage in de RNA-beschikking kan overigens moeilijk worden geïnterpreteerd als een strikt tijdelijkheidsvereiste).[163] De rechtbank overwoog dat naarmate de tijd verstrijkt steeds opnieuw moet worden beoordeeld of de dreiging

159. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 15. Zie in dezelfde zin: *Kamerstukken II* 1997/98, 25 732, nr. 3 (MvT), p. 4.
160. Zie hierover uitgebreid paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.
161. Zie ook meer uitgebreid over bescherming: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 3.2.
162. Dit wetsvoorstel voorzag onder andere in nieuwe artikelen 2:359b-c BW, waarin werd bepaald dat degene die voor ten minste een jaar 70% of meer van het geplaatste kapitaal van een open NV verschaft, de Ondernemingskamer kan verzoeken over te gaan tot de volgende maatregelen: royering van certificaten van aandelen, intrekking van bepaalde aandelen (zoals preferente aandelen), opheffing van het structuurregime en wijziging van statuten zodat tot benoeming, schorsing, ontslag en bezoldiging van bestuurders en commissarissen bij volstrekte meerderheid van de stemmen in de AV kan worden besloten. Zie *Kamerstukken II* 1997/98, 25 732, nr. 2 (voorstel van wet) en *Kamerstukken II* 2005/06, 25 732, nr. 23 (intrekking). Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/569.
163. HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/110, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*RNA*), r.o. 3.7. Zie ook Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 7.

voortduurt en of de beschermingsmaatregelen in stand dienen te blijven.[164] Dat lijkt mij een terechte verduidelijking: het uitgangspunt is niet zozeer dat een beschermingsmaatregel tijdelijk is, maar dat deze in stand blijft zolang de dreiging voortduurt.[165] Die dreiging zal veelal tijdelijk zijn, en daarmee de bescherming dus ook, maar dat hoeft niet. Daarnaast is het voorstelbaar dat het niet in het vennootschapsbelang is om de beschermingswal in stand te houden wanneer de overname eenmaal heeft plaatsgevonden, zelfs als de dreiging nog steeds bestaat. Een dusdanige halsstarrigheid kan in bepaalde gevallen leiden tot ineffectieve besluitvorming en de onderneming schade toebrengen. Over het algemeen zal de beschermingsconstructie in stand moeten blijven zo lang dat nodig is om de belangen van de vennootschap, haar onderneming en alle stakeholders te beschermen, mits steeds voldaan wordt aan de RNA-norm.[166]

> Overigens vloeit bij uitgifte van preferente aandelen een bepaalde tijdelijkheid op dit moment voort uit de wet, nu artikel 5:71 lid 1 sub c Wft een stichting die preferente aandelen houdt slechts voor twee jaar vrijstelt van de biedplicht. Dit is een tijdelijke uitzondering op de biedplicht en geen algemene norm die tijdelijkheid van bescherming voorschrijft. Er is dan ook geen regel dat bescherming met preferente aandelen na die twee jaar zou moeten eindigen. De prefstichting zou haar belang kunnen afbouwen naar minder dan 30%, wat nog steeds een beschermend effect kan hebben. Met De Brauw meen ik dat de tweejaartermijn in artikel 5:71 lid 1 sub c Wft voor de duidelijkheid zou moeten worden geschrapt.[167] De termijn is misleidend omdat deze kan worden opgevat als een uiterste houdbaarheidstermijn voor bescherming door een prefstichting. Het artikel zou in lijn moeten worden gebracht met de gelijkluidende bepaling die ziet op de stichting administratiekantoor (artikel 5:71 lid 1 sub d Wft).

Bij het afbreken van beschermingsconstructies zal het initiatief veelal bij het bestuur liggen. Hiervoor zal op enig moment op basis van wettelijke of statutaire bepalingen mogelijk wel medewerking van de AV nodig zijn, bijvoorbeeld bij het besluit tot statutenwijziging.[168] Aandeelhouders kunnen mijns inziens echter ook op eigen initiatief een beschermingsconstructie afbreken wanneer

164. Rb Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (*Yukos*), r.o. 7.9.
165. In dezelfde zin: De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 3.2.
166. Zie: Stevens 2008, par. 5.6.2 en G.T.M.J. Raaijmakers, 'De tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen' in: A. F. Verdam e.a. (red.), *Met Recht, liber amicorum Prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers*. Deventer: Kluwer 2009, p. 361-369 en De Brauw 2017, par. 4.7, met verwijzing naar overige vindplaatsen in de literatuur, onder meer Van Ginneken 2010, par. 10.2.2. Zie anders: Steins Bisschop 2008, p. 19; G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 92), Deventer: Kluwer 2013, par. 4.3.7; Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7223, par. 4.2.
167. Zie o.a. De Brauw 2017, par. 12.4.6.5.1 voor een uitgebreide argumentatie.
168. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/556.

het gaat om onderwerpen waartoe de AV bevoegd is, zoals door agendering van een statutenwijziging die ertoe leidt dat een statutaire constructie wordt beëindigd.[169] Door de statutenwijziging zouden preferente aandelen of prioriteitsaandelen kunnen vervallen of, voor zover die reeds geplaatst zijn, worden omgezet in gewone aandelen, of bepaalde bestuursbesluiten onderworpen kunnen worden aan de goedkeuring van de AV. De rechtbank Den Haag oordeelde in 1982 dat dan wel sprake moet zijn van een redelijk belang dat verder gaat dan enkel een eigen belang om een verandering te brengen in een situatie waarvan de kapitaalverschaffer zich bij het kopen van zijn (certificaten van) aandelen genoegzaam bewust was:

> "Wij stellen voorop dat een constructie, zoals hiervoor beschreven, die tot doel heeft een overval te voorkomen, naar hier te lande in het algemeen geldende opvattingen aanvaardbaar is. Wie bij zo'n constructie certificaten verwerft doet dat — naar moet worden aangenomen — in het besef dat aan die certificaten geen zeggenschap verbonden is of zal worden. Wil hij dan een aandeelhoudersvergadering bijeen roepen om via een statutenwijziging die zeggenschap te forceren, dan kan hij niet zonder meer geacht worden een redelijk belang bij die vergadering te hebben. Zijn streven moet immers getoetst worden aan de eis, vervat in art. 2:7 BW dat degenen die bij een rechtspersoon betrokken zijn — waaronder de certificaathouders — zich jegens de rechtspersoon en elkander gedragen naar de eisen van redelijkheid en billijkheid. Een gedrag dat aan die eisen voldoet is hier niet aanwezig, indien het gaat om het verkrijgen van de macht in de NV zonder meer. Het kan redelijk noch billijk geacht worden dat de beschermingsconstructie zou worden vernietigd en het bestaan van de NV en haar bedrijf op het spel wordt gezet uit geen andere beweegreden dan een niet verder gemotiveerd eigenbelang."[170]

Ik vraag me af of deze lijn in algemene zin gevolgd kan worden. Ik denk dat een eigen (financieel) belang van de aandeelhouder een voldoende belang kan zijn voor het bijeenroepen van een AV (waarbij de aanwezigheid van dat belang slechts summierlijk getoetst wordt[171]), mits het gaat om een onderwerp (in dit geval: een beschermingsconstructie) die binnen de bevoegdheid van de AV valt. Wanneer het een beschermingsconstructie betreft die volledig binnen de bevoegdheid van het bestuur valt, zoals veelal het geval zal zijn bij pandoraconstructies, dan is de AV niet bevoegd de afschaffing hiervan te agenderen, althans kan zij enkel de bespreking daarvan en geen besluitvorming verzoeken.

---

169. Zie par. 16 van de annotatie van Nowak bij Rb. Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 (*Boskalis/Fugro*) en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/556.
170. Rb. Den Haag (pres.) 19 februari 1982, *NJ* 1983/522, r.o. 3b.
171. Zie paragraaf 6.2.2 van dit proefschrift.

Een statutenwijziging kan ook bewerkstelligen dat de facultatieve passiviteits- en doorbraakregel als voorzien in artikel 2:359b BW statutair worden verankerd.[172] Hierdoor kan het bestuur vanaf de aankondiging van een openbaar bod geen handelingen uitvoeren die het bod kunnen frustreren, tenzij voorafgaand aan de handeling goedkeuring wordt verleend door de AV of de handeling het zoeken naar een alternatief openbaar bod betreft. Deze beperking van de bestuursbevoegdheid ziet ook op bescherming op dochterniveau, voor zover die in de macht ligt van het bestuur van de beursvennootschap.[173]

Bij beursvennootschappen wordt gebruikelijk statutair bepaald dat een besluit tot statutenwijziging enkel kan geschieden op voorstel of na goedkeuring van het bestuur of de raad van commissarissen (of een variant daarop).[174] In dat geval zal een door aandeelhouders gewenste statutenwijziging zonder een dergelijk voorstel of zonder die goedkeuring slechts ter bespreking kunnen worden geagendeerd.[175] In ieder geval zal het bestuur van de beursvennootschap of van een stichting mijns inziens ook beschermingsmaatregelen kunnen inroepen tegen een poging van bestaande aandeelhouders om een dergelijke statutenwijziging te bewerkstelligen.[176] De responstijd kan mijns inziens onder omstandigheden worden ingeroepen indien aandeelhouders de afschaffing van een beschermingsconstructie willen agenderen in het licht van een mogelijke vijandige overname, aangezien de afschaffing in dat geval tot een strategiewijziging kan leiden. Indien er geen reële dreiging bestaat, dan leidt het afschaffen van een beschermingsconstructie wat mij betreft op zichzelf niet tot een strategiewijziging en kan ook de responstijd niet worden ingeroepen.[177] Dat zou onder bepaalde omstandigheden weer anders kunnen zijn, bijvoorbeeld wanneer de vennootschap actief is in een consoliderende markt en ten opzichte van haar *peers* een relatief lage beurswaarde heeft.

---

172. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/556. Zie over artikel 2:359b BW ook Garcia Nelen 2019, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, 2 BW, art. 2:359b.
173. Van Olffen 2008, par. 17.3.5.
174. Zie hierover paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.
175. Van Olffen 2008, par. 17.2. De heersende leer is dat een dergelijke regeling geoorloofd is, zie Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 4 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/10. Zij menen zelf overigens dat een statutair initiatiefrecht strijdig is met het agenderingsrecht. Zie over deze materie uitgebreid paragraaf 6.2.3 van dit proefschrift.
176. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/556 en De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 8. Zie voor de stichting continuïteit ook Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121, par. 3.
177. Zie anders: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/556, die menen dat het afbreken van een beschermingsconstructie in algemene zin "veelal een strategiewijziging tot gevolg [zal] hebben". Het inroepen van de responstijd wil echter nog niet zeggen dat deze door aandeelhouders ook gerespecteerd moet worden, zie paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.

6.1.7 Conclusie

Het bestuur van de beursvennootschap heeft een belangrijke rol bij het beoordelen van strategische voorstellen, zoals een potentieel overnamebod. Het bestuur is daarin in beginsel leidend en autonoom. Het bestuur kan er zelfstandig voor kiezen een overnamebod of andere strategische voorstellen af te wijzen. Het belang van de vennootschap en haar onderneming is daarbij leidend. In algemene zin kan echter niet gezegd worden dat bescherming behoort tot het beleid en de strategie van de NV, voor zover daarmee bedoeld wordt dat dit valt onder de exclusieve bestuursbevoegdheid. Bescherming behoort in algemene zin ook niet tot de exclusieve bevoegdheid van de AV. De term "bescherming" vertegenwoordigt een lappendeken van verschillende soorten constructies, maatregelen en structuren. Per geval moet steeds bekeken worden welk orgaan wettelijk en statutair bevoegd is te besluiten over welke (deel) handelingen bij het instellen, uitoefenen en beëindigen van de bescherming.

Zoals wij hiervoor zagen is voor het instellen van een permanente beschermingsconstructie op NV-niveau veelal medewerking van de AV vereist, maar voor het uitoefenen, wanneer de concrete dreiging zich aandient, veelal niet. Voor ad hoc beschermingsconstructies geldt dat die vaak vallen onder de exclusieve bevoegdheid van het bestuur, met name wanneer deze worden gestructureerd op dochterniveau. Al het voorgaande dient evenwel te geschieden in overeenstemming met de bevoegdheidsverdeling zoals die is vastgelegd in de wet en de statuten. Wanneer op grond van die regels een besluit van de AV nodig is, dan kan het bestuur de beschermingsconstructie niet zelfstandig instellen of uitoefenen. Ook pandoraconstructies zijn mijns inziens onder omstandigheden toegestaan.

Iedere uitoefening van beschermingsmaatregelen dient aan de RNA-norm te worden getoetst. De RNA-norm houdt in dat het uitoefenen van een beschermingsmaatregel enkel geoorloofd is wanneer de uitoefening noodzakelijk is met het oog op de belangen van de beursvennootschap, haar onderneming en haar stakeholders en indien zij gegeven de omstandigheden bij een redelijke afweging van de relevante belangen een adequate en proportionele reactie vormt op het dreigende gevaar van een ongewenste dreiging. Niet vereist is dat de beschermingsmaatregel tijdelijk is. De bescherming mag in stand blijven zolang de dreiging voortduurt, wat over het algemeen niet oneindig zal zijn. De beschermingsconstructie kan wel worden afgebroken door het bestuur of de aandeelhouders, waarbij steeds weer bekeken zal moeten worden in hoeverre het bestuur of de AV bevoegd is ten aanzien van de besluiten die nodig zijn voor het afbreken van de beschermingsconstructie.

6.2. Activistische aandeelhouders en het convocatie- en agenderingsrecht

Aandeelhouders hebben twee rechten die hen in staat stellen bevoegdheden van de AV op eigen initiatief uit te oefenen of andere punten ter bespreking in een AV aan te dragen: het convocatierecht en het agenderingsrecht. Het convocatierecht geeft aandeelhouders de bevoegdheid een vergadering bijeen te (doen) roepen. Het agenderingsrecht geeft aandeelhouders de bevoegdheid onderwerpen aan te dragen ter agendering op een AV. Activistische aandeelhouders hebben deze rechten in het verleden ingezet met het doel invloed uit te oefenen op de strategie en het beleid. Voor het uitoefenen van deze rechten moet steeds aan bepaalde voorwaarden zijn voldaan. In dit onderdeel wordt de werking, reikwijdte en samenhang van beide rechten besproken, in het bijzonder bij strategische en zogenaamde 'bevoegdheidsoverschrijdende' onderwerpen.

6.2.1 Het recht om onderwerpen te agenderen voor een AV

Onder Nederlands recht is het uitgangspunt dat degene die bevoegd is een AV op te roepen tevens bevoegd is de agenda vast te stellen.[178] In beginsel zijn het bestuur en de raad van commissarissen hiertoe bevoegd.[179] Deze bevoegdheid kan statutair ook aan anderen worden verleend, maar niet aan het bestuur en de raad van commissarissen worden ontnomen.[180] In 2004 is het agenderingsrecht geïntroduceerd met de invoering van artikel 2:114a BW.[181] Hiermee werd beoogd de rol van de AV als podium voor informatie-uitwisseling te verbeteren, ter bevordering van de relatie tussen kapitaalverschaffers en het bestuur.[182] Thans kunnen houders van (bewilligde certificaten van) aandelen, die alleen of gezamenlijk 3% of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, het bestuur en de raad van commissarissen van een beurs-NV ten minste 60 dagen voorafgaand aan een AV schriftelijk verzoeken een onderwerp ter behandeling op de agenda te plaatsen.[183] In de statuten kan het agenderingsrecht worden

178. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:109, aant. 1; Koelemeijer 1999, p. 83; Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121, par. 2.1; par. 4.8 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*). Timmerman merkt later in zijn conclusie (par. 4.39) op dat de wijze van behandeling van een agendapunt valt onder de "harde wettelijke" bevoegdheid tot vaststelling van de agenda van het bestuur en de raad van commissarissen. Dat is mij wat te stellig; het gaat hier niet om een exclusieve wettelijke bevoegdheid, maar om een niet-exclusieve afgeleide bevoegdheid.
179. Artikel 2:109 BW.
180. Artikel 2:109 BW en Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:109 BW, aant. 1.
181. Wet aanpassing structuurregeling van 9 juli 2004 (*Stb*. 2004, 370), in werking getreden per 1 oktober 2004 (*Stb*. 2004, 405).
182. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 7 en 12.
183. Artikel 2:114a lid 1 BW.

uitgebreid, in de zin dat de drempel van 3% lager kan worden gesteld en de termijn van 60 dagen kan worden verkort. Het agenderingsrecht kan niet statutair worden beperkt of uitgesloten ten aanzien van aandeelhouders met stemrecht.[184] De drempel van 3% sluit overigens aan bij de huidige drempel voor het melden van een substantieel belang als bedoeld in artikel 5:38 Wft.[185] Wanneer de wettelijke drempel wordt aangehouden in de statuten, heeft een beurs-NV dus een goed beeld van welke aandeelhouders zelfstandig over het agenderingsrecht beschikken. Veel beursvennootschappen houden voor het agenderingsrecht echter nog de oude drempel van 1% aan.[186]

In de Verenigde Staten kunnen aandeelhouders voorstellen laten opnemen in het *proxy statement* van de vennootschap indien zij economisch houder zijn van een aandelenbelang van 1% of $2.000 vertegenwoordigen in stemgerechtigde aandelen voor de duur van ten minste een jaar.[187] Dit wordt aangeduid als de *shareholder proposal rule*. Iedere aandeelhouder mag maximaal één voorstel per AV aandragen dat niet meer dan 500 woorden mag betreffen.[188] Het voorstel moet ten minste 120 kalenderdagen voorafgaand aan publicatie van het proxy statement voor de laatste jaarlijkse AV of, indien het een voorstel voor een niet-reguliere AV betreft, op een redelijke termijn voordat de vennootschap haar proxy materialen verstuurt, door de vennootschap zijn ontvangen.[189] In de Verenigde Staten bestaat een verplichting tot het melden vanaf een belang van 5% van de stemrechten van een bepaalde klasse in het kapitaal van een beursvennootschap, hetgeen

184. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/51e.
185. Zie ook: *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3 (MvT), p. 23. Op 23 mei 2019 is een conceptwetsvoorstel Wet uitbreiding meldplichten aandeelhouders gepubliceerd ter consultatie. Dit wetsvoorstel beoogt een aanvullende meldingsdrempel van 2% in te voeren. De meldingsdrempel van 3% blijft bestaan, want (volgens de concept-memorie van toelichting): "De reeds bestaande drempelwaarde van 3 procent blijft van belang voor beursvennootschappen en andere beleggers in verband met het agenderingsrecht uit artikel 2:114a van het Burgerlijk Wetboek." zie internetconsultatie.nl/wetuitbreidingmeldplichten.
186. De wettelijke drempel was eerst 1% of een beurswaarde van EUR 50 miljoen en is gewijzigd naar 3% bij de Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (*Stb*. 2012, 588). In de praktijk hanteren veel beursvennootschappen nog het oude criterium dat gold voorafgaand aan de genoemde wetswijziging, omdat voor een verlaging van de drempel in lijn met de huidige wettelijke regeling een statutenwijziging nodig is, wat een AV-besluit vereist. De AV zal in de praktijk waarschijnlijk niet snel instemmen met een dergelijke wijziging.
187. Securities Exchange Act Rule 14a-8(b). In november 2019 heeft de SEC een voorstel gedaan tot wijziging van deze drempel (dit is te raadplegen via de website sec.gov). Het doel van deze wijzigingen is om constructieve betrokkenheid van langtermijnaandeelhouders te faciliteren. Zie hierover: H. Koster, 'SEC voorstel wijziging shareholder proposal rule', *Ondernemingsrecht* 2020/45.
188. Securities Exchange Act Rule 14a-8(c)-(d).
189. Securities Exchange Act Rule 14a-8(e).

binnen 10 dagen na verkrijging van het belang moet worden gemeld.[190] Deze relatief lange termijn kan *hedge fund*-activisme in de hand werken omdat *hedge funds,* op het moment dat zij zich bekendmaken, al een 5% kapitaalbelang hebben opgebouwd tegen de oorspronkelijke beurskoers, terwijl die beurskoers veelal stijgt vanaf de bekendmaking.[191] Elke volgende verkrijging van 1% of meer dient overigens ook te worden gemeld.[192]

Het agenderingsverzoek aan het bestuur en de raad van commissarissen moet een met redenen omkleed verzoek of een voorstel voor een besluit bevatten. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn niet verplicht de letterlijke formulering van het onderwerp of de toelichting over te nemen, maar de strekking moet wel de lading van het verzochte onderwerp dekken.[193] Het agenderingsrecht is bedoeld voor het aandragen van zowel bespreekpunten als stempunten.[194]

Aandeelhouders kunnen verzoeken onderwerpen ter besluitvorming (als stempunt) op de agenda te laten plaatsen voor zover de AV de bevoegdheid heeft daarover te besluiten.[195] Aandeelhouders kunnen in beginsel alle soorten onderwerpen ter discussie (als bespreekpunt) op de agenda van de AV laten plaatsen, ook indien zij niet de bevoegdheid hebben daarover te besluiten.[196] Het bestuur

190. Section 13(d) Securities Exchange Act. De melding geschiedt door een Schedule 13D formulier in te dienen bij de SEC.
191. Zie Strine 2017, p. 1895 en 1931. Overigens geeft Strine aan dat ook voorafgaand aan publicatie andere *hedge funds* instappen, hetgeen erop duidt dat deze partijen elkaar zouden informeren, wat in de Verenigde Staten overigens ook niet verboden is. Zie Strine 2017, p. 1896-1897. In Nederland moet een substantieel belang "onverwijld" worden gemeld. Volgens p. 34 van de *Leidraad voor aandeelhouders* van de AFM betekent "onverwijld" dat de tijd tussen het moment van weten of behoren te weten van het over- of onderschrijden van een drempelwaarde, en het moment dat de AFM de melding ontvangt, zo kort mogelijk dient te zijn gegeven de omstandigheden.
192. Eisenberg & Cox 2014, p. 1222. Een volgende verkrijging van minder dan 1% kan ook onder de meldingsplicht vallen wanneer deze om andere redenen materieel zijn.
193. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/55c.
194. Zie kennelijk anders: Overkleeft, *Ondernemingsrecht* 2009/167, par. 5-6, die betoogt dat het agenderingsrecht door de wetgever louter bedoeld was ter agendering van bespreekpunten en niet van stempunten. Die visie lijkt lastig te rijmen met de wetsgeschiedenis, waarin duidelijk wordt dat het agenderingsrecht ook bedoeld is ter agendering van stempunten voor zover die zien op onderwerpen die vallen onder de bevoegdheid van de AV. Zie bijvoorbeeld de – in datzelfde wetsvoorstel opgenomen – toelichting bij de invoering van de ontslagbevoegdheid van de AV ten aanzien van de gehele raad van commissarissen in de structuurregeling, waarin is opgemerkt dat aan dit ontslagrecht slechts invulling kan worden gegeven indien een recht van agendering voor kapitaalverschaffers wordt opgenomen (*Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 39-40). Zie over agendering van het ontslag van de raad van commissarissen ook: *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 49.
195. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/56 en Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.5.4.
196. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.3; par. 4.19 en 4.27 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).

en de raad van commissarissen kunnen onder omstandigheden besluiten de uitoefening van het agenderingsrecht te weigeren of te beperken. Weigering van een agenderingsverzoek door het bestuur en de raad van commissarissen is enkel mogelijk in uitzonderlijke gevallen, waarbij de grondslag voor een dergelijke weigering gelegen kan zijn in artikel 2:8 lid 2 BW of artikel 3:13 lid 1 BW.[197] Dat is bewust een hoge drempel.[198] Dezelfde hoge drempel geldt mijns inziens als geen sprake is van weigering, maar van beperking van het agenderingsrecht. Van beperking is sprake wanneer een voorgesteld stempunt over een onderwerp ten aanzien waarvan de AV bevoegd is, wordt geagendeerd als bespreekpunt,[199] of wanneer het bestuur gezien de omstandigheden een langere termijn aanhoudt dan de voorgeschreven 60 dagen.[200]

In het verleden bepaalde artikel 2:114a BW nog dat een agenderingsverzoek kon worden geweigerd indien een "zwaarwichtig belang" van de vennootschap zich daartegen verzette.[201] In 2010 is deze beperking geschrapt ter uitvoering van de Aandeelhoudersrichtlijn.[202] De weigeringsgrond van een "zwaarwichtig belang" van de vennootschap zag slechts op uitzonderlijke gevallen,[203] maar zelfs het handhaven van die beperkte weigeringsgrond zou volgens de minister strijdig zijn met de Aandeelhoudersrichtlijn.[204] Dit impliceert dat de weigeringsgronden onder de huidige regeling nog beperkter zijn dan de uitzonderlijke gevallen onder de oude regeling. Met de implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn is niet slechts de bevoegdheid van het bestuur en de raad van commissarissen tot weigering van een agendapunt ingeperkt. De Aandeelhoudersrichtlijn, zo gaf de minister aan, gaat uit van een "ander systeem", waarbij aandeelhouders het recht krijgen om punten aan te dragen voor de agenda van de AV met als enige eis dat het punt wordt gemotiveerd of

197. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5 en HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.4. Zie ook: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.7.
198. Dit is mede het geval omdat het Europees recht hoge eisen stelt aan toepassing van dergelijke uitzonderingen als grondslag voor een weigering van een agenderingsverzoek, zie ook Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.7.
199. Deze mogelijkheid wordt ook erkend in de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap (*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 14).
200. Zie over de laatstgenoemde vorm van beperking: Oranje, *TOP* 2015/8.
201. Hetzelfde geldt nu nog voor de BV, zie artikel 2:224a lid 1 BW.
202. Wet van 30 juni 2010 tot wijziging van boek 2 van het BW en de Wft ter uitvoering van Richtlijn nr. 2007/36/EG betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (PbEU L 184) (*Stb*. 2010, 258). Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 8.
203. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 11, p. 43 en Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5.
204. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 11, p. 43. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/57b.

vergezeld gaat van een ontwerpbesluit.[205] Indien daaraan is voldaan, moet het voorgestelde punt – zo zegt de minister – "in beginsel" tot opname van het onderwerp in de agenda leiden.[206] De minister heeft daarbij ook expliciet overwogen dat het agenderingsrecht geldt als een gerechtvaardigde inbreuk op de autonomie van het bestuur (en de raad van commissarissen) om de agenda van een AV te bepalen.[207] In feite is er vrijwel geen plaats meer voor weigering of beperking van een verzoek tot het opnemen van een voorgesteld punt op de agenda, mits (a) dit punt in overeenstemming met de procedurele regels is verzocht en (b) het een bespreekpunt betreft of, indien het een stempunt betreft, de AV bevoegd is over het onderwerp te besluiten.[208]

Hoewel er wel degelijk een *grondslag* voor een bevoegdheid tot weigering of beperking van een agenderingsverzoek gelegen kan zijn in artikel 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW, moet de *omvang* van deze bevoegdheid richtlijnconform, en dus zeer beperkt, worden uitgelegd.[209] Nationale beperkingen van Europees recht, zoals op grond van redelijkheid en billijkheid, kunnen slechts in uitzonderlijke gevallen worden toegestaan.[210] Het gaat dan om evidente gevallen van misbruik van recht of frauduleuze handelingen. Weigering kan mijns inziens alleen gerechtvaardigd zijn in het geval van objectief gezien volstrekt onredelijke verzoeken, zoals bij het verzoeken van een onderwerp dat al op de agenda staat,[211] een extreem lange reeks voorgestelde agendapunten,[212] een onderwerp dat in geen enkele relatie staat tot de activiteiten van de onderneming,[213] of punten die zijn voorgesteld uitsluitend met het doel de vergaderorde ernstig te verstoren.[214] Zoals A-G Timmerman aangaf in zijn conclusie bij het *Fugro*-arrest:

---

205. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5. Dit betreft een procedureel recht ter facilitering van de uitoefening van bestaande rechten van aandeelhouders. Noch de richtlijn noch de implementiewetgeving kende inhoudelijk nieuwe rechten toe aan aandeelhouders. Zie hierover uitgebreid: par. 4.40 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
206. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5.
207. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 11.
208. Zoals *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/57c opmerken zal een weigering zelden gerechtvaardigd zijn.
209. Zie in dezelfde zin: Peters & Eikelboom, *WPNR* 2015/7061, par. 3.1; Eikelboom, *MvO* 2017/10, par. 2.1.
210. W. Snijders, '*Good faith as a Dutch and as a European concept*', in: A.S. Hartkamp e.a., *The influence of EU law on national private law* (Serie Onderneming en Recht, deel 81-I; general part), Deventer: Kluwer 2014, p. 549-551.
211. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 21.
212. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 24 en *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5.
213. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5.
214. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 27 en 50.

> "Formele gronden dus om een agenderingsverzoek te weigeren. De in de parlementaire geschiedenis gegeven voorbeelden sluiten daarop aan. Daarin is geen ruimte voor bezwaren die betrekking hebben op de aard en inhoud van het onderwerp. De ondergrens is dat het onderwerp verband houdt met het functioneren van de vennootschap en de activiteiten van haar onderneming. Voor het overige moet gedachtewisseling over alle onderwerpen kunnen plaatsvinden, los van de vraag tot wiens bevoegdheid die onderwerpen behoren."[215]

Strijd met het vennootschappelijk belang is geen gerechtvaardigde grond voor het weigeren van een agenderingsverzoek. Dat was ook al niet voldoende onder de oude regeling (daar moest immers al sprake zijn van strijd met een *zwaarwichtig* belang van de vennootschap), maar sinds de implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn laat de wet vrijwel geheel niet meer toe dat het bestuur en de raad van commissarissen een voorgesteld agendapunt vooraf inhoudelijk toetsen.[216] Volgens de wetsgeschiedenis is weigering dan ook niet gerechtvaardigd enkel omdat een voorstel zeer ingrijpend is, zoals bij een voorgesteld agendapunt inhoudende het ontslag van de voltallige raad van commissarissen,[217] het vertrouwen in het functioneren van bestuurders of commissarissen,[218] of een verzoek tot openbaarmaking van concurrentiegevoelige informatie.[219] Het uitgangspunt is thans dat een correct voorgesteld en aangeleverd agendapunt moet worden opgenomen in de agenda.[220] Achteraf kunnen besluiten eventueel wel vernietigd worden op grond van strijd met de redelijkheid en billijkheid.[221]

Het voorgaande neemt niet weg dat bestuur en raad van commissarissen in de praktijk zouden kunnen weigeren een onderwerp op de agenda te plaatsen *zonder* dat zij daar een goede grond voor hebben.[222] Een afwijzing zonder goede

---

215. Par. 4.20 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
216. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 11, p. 43. Met "vrijwel" bedoel ik dat een agendapunt op grond van artikel 2:8 lid 2 BW bijvoorbeeld geweigerd kan worden indien het onderwerp in geen enkele relatie staat tot de activiteiten van de onderneming. Dat is een inhoudelijke toets, maar wel een zéér marginale. Zie ook: Peters & Eikelboom, *WPNR* 2015/7061, par. 3.2 en Willems, *Ondernemingsrecht* 2017/116, par. 7.
217. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 49.
218. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 26.
219. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 27.
220. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 11.
221. Zie artikel 2:15 lid 1 sub b BW.
222. Zie ook: Timmerman, *TvOB* 2018/1, par. 2, die kortgezegd opmerkt dat het onderwerp op de agenda *moet* worden geplaatst, maar dat het bestuur en de raad van commissarissen kunnen weigeren deze *verplichting* na te komen. Ik lees dit zo dat Timmerman bedoelt dat het bestuur en de raad van commissarissen wel degelijk een verplichting hebben om te voldoen aan het verzoek, maar dat deze organen er vanuit een soort burgerlijke ongehoorzaamheid voor zouden kunnen kiezen het verzoek af te wijzen, zonder dat zij daar een wettige grond voor hebben. In die zin heeft Timmerman wat mij betreft gelijk. Zie in dezelfde zin als

grond of voldoende motivering is een handelen in strijd met een wettelijke plicht. Afhankelijk van de aard en het belang van het punt kan dit ertoe leiden dat een rechter oordeelt dat sprake is van onbehoorlijk bestuur of onrechtmatige daad.[223] In een enquêteprocedure zal dit er toe kunnen leiden dat de Ondernemingskamer meent dat sprake is van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken.[224] Of de soep daadwerkelijk zo heet gegeten wordt, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Het bestuur dient te handelen in het vennootschappelijk belang; ook dat is een wettelijke plicht. Bij dergelijke conflicterende plichten zal een zorgvuldige belangenafweging gemaakt worden. Ik kan ik mij voorstellen dat wanneer het bestuur in het vennootschappelijk belang een andere wettelijke plicht (die tot agendering) verzaakt, dit in bepaalde gevallen zonder gevolg blijft.

Agenderingsgerechtigden kunnen bij weigering van het agenderingsvoorstel in kort geding verzoeken dat de beurs-NV ertoe wordt veroordeeld in de agenda alsnog het voorgestelde punt op te nemen voor de komende AV of, indien dat niet meer haalbaar is, voor een daaropvolgende AV.[225] Als het noodzakelijk is dat het voorgestelde punt wordt geagendeerd voor de komende AV, dan kan dat leiden tot uitstel van de AV, indien het belang van de agenderingsgerechtigde opweegt tegen het belang van de beurs-NV bij het niet uitstellen van de AV.[226] De aandeelhouder kan tijdens de AV ook vragen om inlichtingen over de redenen voor de weigering van het door hem voorgestelde agendapunt.[227]

De vraag kan opkomen of het weigeren van een voorgesteld agendapunt door het bestuur kwalificeert als een besluit van de vennootschap dat open staat voor vernietiging op grond van artikel 2:15 BW. Hierbij zijn twee verschillende visies te onderscheiden. In de heersende visie wordt aangenomen dat alleen sprake is van een besluit als bedoeld in de artikelen 2:14-16 BW wanneer daar een rechtsgevolg aan verbonden is.[228] In deze visie

---

Timmerman: Croiset van Uchelen 2019, p. 40. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/57c interpreteren Timmerman overigens anders en menen dat hier bedoeld wordt dat het bestuur en de raad van commissarissen een agenderingsverzoek kan weigeren (dat lees ik als: gerechtvaardigd) als het van mening is dat zo'n weigering in het belang van een goede gang van zaken van de vennootschap is. In die lezing heeft Timmerman wat mij betreft geen gelijk, zoals Van Solinge en Nieuwe Weme ook menen.

223. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 21 en *Kamerstukken I* 2001/02, 28 179, B, p. 11. Vgl. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/57 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/209.1.
224. Artikel 2:350 lid 1 BW.
225. *Kamerstukken I* 2001/02, 28 179, B, p. 11.
226. Vgl. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/57e.
227. Artikel 2:107 BW. Zie *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 21; *Kamerstukken I* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 27; *Kamerstukken I* 2001/02, 28 179, B, p. 11.
228. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/292 en Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/233. Zie ook *Kamerstukken I* 2010/11, 31 763, nr. C, p. 24: "Voor een bestuursbesluit

kwalificeert een negatieve beslissing (zoals het weigeren van een agendapunt) niet als een besluit als bedoeld in de artikelen 2:14-16 BW. Er komt immers geen rechtsgevolg tot stand. In de andere visie kwalificeert iedere beslissing van het bestuur (dus ook een afwijzing) als een besluit, aangezien steeds de wil van de rechtspersoon wordt bepaald.[229] Het voert te ver hier uitgebreid in te gaan op deze discussie. Vooralsnog kan ik mij vinden in de heersende leer. In de praktijk zal een voorstel tot agendering van een agendapunt door het bestuur worden besproken en in stemming worden gebracht. Als er te weinig stemmen vóór het voorstel zijn, dan is de vereiste wettelijke of statutaire meerderheid niet gehaald. Er is dan geen besluit tot stand gekomen (oftewel: het besluit is niet aangenomen). Een en ander kan worden bezien zoals de besluitvorming binnen de AV; als een besluit te weinig stemmen krijgt in de AV dan wordt ook niet gesproken van een negatief besluit dat open staat voor vernietiging. De vereiste meerderheid is dan niet gehaald en het besluit is niet aangenomen. Het resultaat van de stemming, bestaande uit een afwijzing van het voorstel, is niet vatbaar voor vernietiging.[230]

In de Verenigde Staten kan een verzoek van een aandeelhouder tot het opnemen van een voorstel in de proxy statement van de vennootschap worden afgewezen door de vennootschap indien de aandeelhouder niet aan de formele vereisten voldoet en dat gebrek ook niet tijdig wordt geheeld.[231] Het verzoek kan daarnaast ook worden afgewezen door de vennootschap indien het voorstel

---

is vereist dat een bepaalde rechtsbetrekking tot stand komt, wordt gewijzigd of wordt teniet gedaan. Een bestuurder kan daarnaast allerlei feitelijke beslissingen nemen in het kader van zijn taakvervulling (zoals het aansturen van het personeel), maar deze beslissingen zullen veelal niet kwalificeren als bestuursbesluit."

229. Zie bijvoorbeeld C.A. Schwarz, 'Beslissen en besluiten, enkele overpeinzingen over een lastig te vatten thema', in: *JB. Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.B. Huizink*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 511 e.v.

230. Van Vught komt in zijn proefschrift, onder andere op grond van een vergelijking met het Duitse recht, tot de conclusie dat hiervoor beschreven heersende leer moet worden verlaten, zie K.A.M. van Vught, *Het besluit van de rechtspersoon* (diss. Nijmegen) (Serie Van der Heijden Instituut nr. 162), Deventer: Wolters Kluwer 2020, hoofdstuk 2. Hij meent, net als Schwarz (zie voorgaande voetnoot), dat elk besluit erop neerkomt dat een bindende beslissing wordt genomen die aan de rechtspersoon als zijn wil wordt toegerekend. Negatieve beslissingen zijn, aldus Van Vught, besluiten en kunnen daarom nietig of vernietigbaar zijn, waarbij het voor de hand ligt dat de rechter met de bevoegdheid wordt uitgerust om in dat soort gevallen een positief besluit vast te stellen. Deze voorgestelde oplossing overtuigt mij nog niet. In het systeem van de wet kunnen besluiten nietig zijn of vernietigd worden, zodat het bestuur een nieuw besluit kan nemen dat wel aan de eisen voldoet. Behalve in uitzonderlijke omstandigheden ligt het mijns inziens niet in de rede dat de rechter, wanneer hij een besluit nietig acht of vernietigt, zelf tot besluitvorming overgaat in plaats van het bestuur. Dat past binnen de gedachte dat de rechter niet snel op de stoel van het bestuur zal gaan zitten. Niettemin zal het proefschrift van Van Vught aanleiding vormen tot nieuwe discussie en gedachtenvorming over deze onderwerpen.

231. Securities Exchange Act Regulation 14A-8(f).

een onderwerp betreft dat niet onder de aandeelhoudersbevoegdheid valt ("the proposal is not a proper subject for action by shareholders").[232] Of dat het geval is moet weer worden beoordeeld naar het recht van de staat van oprichting.

> Verder kan een verzoek door de vennootschap worden afgewezen indien het voorstel (1) strijdig is met de proxy regels of, indien geïmplementeerd, zou leiden tot schending van het recht, (2) een persoonlijke zaak betreft, die de andere aandeelhouders niet aangaat, (3) ziet op onbelangrijke activiteiten van de vennootschap,[233] (4) niet geïmplementeerd kan worden door de vennootschap omdat zij daarvoor de bevoegdheid mist, (5) ziet op de gebruikelijke ondernemingsactiviteiten van de vennootschap (en dus op de bevoegdheid van de board of directors), (6) te maken heeft met de benoeming of het ontslag van directors,[234] of (7) een specifiek bedrag aan dividend betreft.[235] Verder zijn er nog enkele formelere afwijzingsgronden, waardoor de vennootschap een voorstel ook mag afwijzen indien het voorstel (1) direct tegenstrijdig is met een voorstel van de vennootschap tijdens dezelfde AV, (2) al grotendeels geïmplementeerd is, (3) overeenkomt met een ander voorstel van aandeelhouders dat al zal worden opgenomen in de proxy materialen voor dezelfde AV, of (4) op hetzelfde onderwerp ziet als een voorstel dat de laatste vijf jaar in de proxy materialen was opgenomen, mits het in die eerdere vergaderingen bepaalde (en overigens lage) goedkeuringsdrempels niet heeft gehaald.[236]

Indien de vennootschap een aandeelhoudersverzoek wil afwijzen, dan dient zij dit met redenen onderbouwd en ten minste 80 kalenderdagen voorafgaand aan indiening van de proxy materialen bij de SEC te melden.[237] De SEC bevestigt haar visie op de mogelijke uitsluiting van het voorstel in een '*no-action letter*'. Anders dan de naam doet vermoeden kan deze brief dus ook inhouden dat de SEC het niet eens is met de vennootschap en de mogelijkheid open laat dat de SEC wel actie onderneemt bij een uitsluiting van het voorstel.[238] Indien de SEC

232. Securities Exchange Act Regulation 14A-8(i).
233. Het gaat dan om activiteiten die minder dan 5% van de activa van de vennootschap en minder dan 5% van de nettowinst en brutowinst vertegenwoordigen en die ook anderszins niet significant zijn.
234. Dit betekent niet dat aandeelhouders zich niet mogen mengen in de benoeming en het ontslag van directors. Dergelijke *contested elections* zijn niet ongebruikelijk, zie ook paragraaf 3.3 van dit proefschrift. Het doel van deze uitzondering is ervoor te zorgen dat de proxy regels die gelden voor dergelijke *contested elections* niet omzeild kunnen worden door gebruikmaking van de *shareholder proposal rule*, die beperktere voorwaarden en waarborgen kent. Zie SEC Final Rule 17 CFR PART 240 amending Rule 14a-8(i)(8).
235. Securities Exchange Act Regulation 14A-8(i).
236. Idem.
237. Securities Exchange Act Regulation 14A-8(j).
238. Eisenberg & Cox 2014, p. 363.

het eens is met de vennootschap, dan zal de *no-action letter* vermelden dat de SEC geen actie zal ondernemen indien het voorstel niet wordt opgenomen in het *proxy statement*.[239]

6.2.2 Het convocatierecht en de geautoriseerde bijeenroeping

Het kan voorkomen dat er volgens agenderingsgerechtigde aandeelhouders een urgente noodzaak bestaat tot het behandelen van bepaalde punten in een AV. In dat geval zullen zij veelal niet (slechts) een agenderingsverzoek doen, maar tevens verzoeken om een buitengewone AV (een BAVA) bijeen te roepen. Een verzoek tot het bijeenroepen van een BAVA moet schriftelijk zijn gedaan, onder nauwkeurige opgave van de te behandelen onderwerpen.[240] Indien het verzoek is gedaan door aandeelhouders die ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, dan dienen het bestuur en de raad van commissarissen (in dit geval beide zelfstandig bevoegd) van een beurs-NV de nodige maatregelen te treffen, opdat de BAVA binnen acht weken na het verzoek kan worden gehouden.[241] Dit betekent dat de bestuurders en commissarissen de BAVA binnen twee weken na het verzoek moeten oproepen, rekening houdend met de oproepingstermijn van ten minste 42 dagen voor beurs-NV's.[242] Indien noch het bestuur noch de raad van commissarissen hieraan voldoen, dan kunnen de aandeelhouders op hun verzoek door de voorzieningenrechter worden gemachtigd tot bijeenroeping van een BAVA.[243] Indien de verzochte machtiging wordt verleend, dan stelt de voorzieningenrechter de vorm en de termijnen voor de oproeping tot de AV vast en kan hij iemand aanwijzen die de AV zal voorzitten. Hij kan bij het vaststellen van vormvoorschriften en oproepingstermijnen afwijken van de wet en de statuten.[244] De aandeelhouders kunnen vervolgens op de door de voorzieningenrechter bepaalde wijze voor oproeping zorgdragen. Dit noemt men ook wel de *geautoriseerde bijeenroeping*.[245] De bevoegdheid van aandeelhouders om een AV bijeen te laten roepen door het bestuur en de raad van commissarissen wordt wel aangeduid als het *convocatierecht*. Dit recht werd ingevoerd bij de Wet van 1929.[246]

---

239. Eisenberg & Cox 2014, p. 363.
240. Artikel 2:110 lid 1 BW.
241. Het percentage van 10% kan statutair worden verlaagd, maar niet worden verhoogd.
242. Artikel 2:115 lid 2 BW.
243. Artikel 2:110 lid 1 BW.
244. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:111, aant. 1. Zie voor de termijnen ook de aanhef van artikel 2:115 lid 1 jo. 2 BW. Bij een beursvennootschap moet de voorzieningenrechter daarbij mijns inziens ten minste de Europese minimumtermijn van 21 dagen uit de Aandeelhoudersrichtlijn aanhouden. In dezelfde zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/34, met nadere verwijzingen.
245. Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/206.
246. Idem.

Voorafgaand aan invoering van het agenderingsrecht in 2004 was dit de enige wijze voor aandeelhouders om direct invloed te kunnen uitoefenen op de agenda voor een AV.[247]

> In Delaware hebben aandeelhouders niet standaard een recht om AV's bijeen te (laten) roepen. Wel kan een dergelijk recht worden opgenomen in het certificate of incorporation of in de bylaws.[248]

De voorzieningenrechter verleent de verzochte machtiging, na verhoor of oproeping van de NV, indien de aandeelhouders summierlijk hebben doen blijken dat (a) de voorwaarden in artikel 2:110 BW zijn vervuld en (b) zij een redelijk belang hebben bij een vergadering.[249] Aan het vereiste onder (a) is voldaan indien de aandeelhouders en certificaathouders gezamenlijk 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen en zij het bestuur en de raad van commissarissen schriftelijk en onder nauwkeurige opgave van de te behandelen onderwerpen hebben verzocht een AV bijeen te roepen, maar deze AV niet binnen acht weken na het verzoek heeft plaatsgevonden. Dit is een feitelijke beoordeling en deze zal over het algemeen niet tot veel onduidelijkheid leiden.[250] Het vereiste onder (b) is minder gemakkelijk vast te stellen. In de literatuur wordt verschillend gedacht over of het woord "summierlijk" in de wettekst ook ziet op het vereiste onder (b) en in de praktijk toetsen voorzieningenrechters niet altijd summierlijk.[251] Het vereiste van een redelijk belang bestaat volgens de parlementaire geschiedenis om plagerijen tegen te gaan.[252] De heersende leer is dan ook dat slechts *summierlijk* moet worden getoetst of verzoekers een redelijk belang hebben bij het verkrijgen van de gevraagde machtiging.[253] Dit blijkt ook al uit de tekst van de wet.[254] De heersende leer is mijns inziens ten onrechte niet gevolgd door de voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam in de

---

247. Par. 4.10 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
248. §211(d) DGCL. Zie ook: Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.2.
249. Artikel 2:111 lid 1 BW.
250. Ik ga hier gezien de thematiek van dit boek niet verder in op technische problematiek zoals de (dubbel)telling en de momenten waarop aan de drempel moet zijn voldaan.
251. Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 4. Zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33c voor een uiteenzetting van verschillende praktijkgevallen.
252. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33. Zie ook: *Kamerstukken II* 1926/27, 27, nr. 2, p. 7.
253. Zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33a en 33e, met uitgebreide verwijzing naar vindplaatsen in de literatuur. Zie ook Dumoulin 1999, p. 136. Zie anders: Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.5, waarover instemmend Timmerman, *TvOB* 2018/1, voetnoot 4.
254. Artikel 2:111 lid 1 BW, eerste zin: "De voorzieningenrechter van de rechtbank verleent, na verhoor of oproeping van de naamloze vennootschap, de verzochte machtiging, indien de verzoekers summierlijk hebben doen blijken, dat de in het vorige artikel gestelde voorwaarden zijn vervuld, en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van de vergadering. [onderstreping SBGN]". Zoals Dumoulin 1999, p. 136 uitlegt ziet "summierlijk hebben

AkzoNobel-uitspraak, waar deze een uitgebreide belangenafweging toepaste.[255] Een dergelijke uitgebreide belangenafweging kan geen rol spelen bij de totstandkoming van het oordeel over of verzoekers al dan niet beschikken over een redelijk belang. Bij de voorzieningenrechter is de vraag of de BAVA en de voorgestelde agendapunten wenselijk of redelijk zijn niet aan de orde.[256] Een uitgebreidere belangenafweging kan achteraf wel een rol spelen bij de vraag of sprake kan zijn van vernietiging van het totstandgekomen besluit wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid op grond van artikel 2:15 lid 1 sub b BW.[257] Het voorgaande is mijns inziens alleen anders voor zover de voorzieningenrechter een convocatieverzoek in uitzonderlijke gevallen in strijd acht met de artikelen 2:8 lid 2 en 3:13 lid 1 BW.[258] Indien aandeelhouders gemachtigd worden tot bijeenroeping van een AV, bepalen zij de agenda.[259] De voorzieningenrechter kan echter bepalen dat hij zelf de agenda vaststelt. In dat laatste geval zal de voorzieningenrechter waarschijnlijk de conceptagenda zoals die is aangeleverd door de verzoekende aandeelhouders tot uitgangspunt nemen.[260]

Overigens kan ook statutair de bevoegdheid tot het vaststellen van de agenda aan anderen worden verleend.[261] Het is mijns inziens dan ook voorstelbaar dat een meerderheidsaandeelhouder de statuten laat wijzigen (aangenomen dat de AV statutair bevoegd is een statutenwijziging te initiëren) en zichzelf, althans elke aandeelhouder die een bepaald percentage van de aandelen houdt, bevoegd maakt tot het oproepen van de AV.[262] Daarmee kan diezelfde meerderheidsaandeelhouder ook de agenda bepalen voor de AV die hij zelf oproept, waarbij in beginsel ook geldt dat degene die de agenda vaststelt bepaalt of een onderwerp als bespreekpunt of als stempunt wordt geagendeerd. Dat betekent dat deze aandeelhouder onderwerpen ten aanzien waarvan de AV niet bevoegd is kan agenderen als stempunten. Er komt in die gevallen overigens nog steeds geen besluit tot stand en het bestuur is niet gebonden aan de uitkomst van die stemming. Dat zal echter anders kunnen zijn als deze vindingrijke meerderheidsaandeelhouder de eerder

doen blijken" ook op het gedeelte achter de laatste komma, omdat het laatste zinsdeel anders geen werkwoordsvorm bevat.

255. Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.5. Zie tevens afwijzend: par. 7 van de annotatie van Nowak bij deze uitspraak en Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 2.
256. Dumoulin 1999, p. 136.
257. Zie ook: Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, art. 2:110 BW, aant. 1 en Dumoulin 1999, p. 136.
258. In dezelfde zin: Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 4.
259. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 49. Zie anders: Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 2, die menen dat de voorzieningenrechter de agenda zal vaststellen.
260. Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 2.
261. Artikel 2:109 BW.
262. Koelemeijer 1999, p. 84.

genoemde statutenwijziging heeft aangegrepen om ook maar direct een instructierecht als bedoeld in artikel 2:129 lid 4 BW in te voeren.[263]

Ik maak nog enkele opmerkingen over de verhouding tussen het agenderingsrecht en het convocatierecht.[264] Elk van deze bevoegdheden kent een eigen regeling en een eigen toetsingskader. Daarbij is relevant dat het agenderingsrecht een basis kent in de Aandeelhoudersrichtlijn en daarmee richtlijnconform moet worden uitgelegd, wat in de praktijk betekent dat slechts in uitzonderlijke gevallen beperkingen op grond van nationaal recht kunnen worden aanvaard.[265] Het convocatierecht kent geen directe basis in de Aandeelhoudersrichtlijn.[266] De artikelen 2:110-111 BW bevatten ook geen positieve verplichting voor het bestuur en de raad van commissarissen om tot bijeenroeping van een verzochte BAVA over te gaan.[267] Dat neemt niet weg dat aandeelhouders die ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen – en die dus voldoen aan de drempels van het agenderings- én het convocatierecht – in de praktijk veelal verzoeken een BAVA bijeen te roepen en daarbij een of meer onderwerpen te agenderen. Zij specificeren daarbij niet altijd op welke grondslagen zij hun verzoek baseren en dat zij, bij een eventuele afwijzing van het (primaire) convocatieverzoek, ook (subsidiair) een agenderingsverzoek indienen. Ik zou willen aannemen dat de redelijkheid en billijkheid in dat soort gevallen met zich kan brengen dat wanneer het bestuur en de raad van commissarissen oordelen dat een verzoek tot het houden van een BAVA moet worden afgewezen, zij alsnog moeten beoordelen of de aangedragen agendapunten dan (weliswaar niet

263. Zie over het statutaire instructierecht en de verhouding tot de bestuursautonomie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/152-159.
264. Zie ook de polemiek tussen Eikelboom en Overkleeft hierover: Eikelboom, *MvO* 2017/10.1; Overkleeft, *MvO* 2017/10.2; en Eikelboom, 'Naschrift naar aanleiding van: 'Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten'', *MvO* 2017/10.3.
265. Zie paragraaf 6.2.1 van dit proefschrift. Volgens Eikelboom, *MvO* 2017/10.3, par. 2 moeten artikelen 2:110-111 BW deels richtlijnconform worden uitgelegd. Zie in dezelfde zin par. 13 van de annotatie van Nowak bij Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*). Dat volgt wat mij betreft echter niet direct uit artikel 6 lid 1 van de Aandeelhoudersrichtlijn. In de hierna door mij voorgestelde oplossing is dat ook niet nodig; het bestuur en de raad van commissarissen zal bij afwijzing van een BAVA-verzoek alsnog de voorgestelde agendapunten punten dienen te beoordelen op grond van artikel 2:114a BW.
266. Zie ook: Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 3.
267. Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 3. Zie echter Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156, par. 6, die opmerken dat de taakvervulling van het bestuur en de raad van commissarissen met zich kan brengen dat een BAVA-verzoek niet wordt geweigerd wanneer een eventueel machtigingsverzoek door de voorzieningenrechter evident zal worden toegewezen, om te voorkomen dat de vennootschap onnodig in een procedure wordt betrokken. Daar staat, lijkt mij, tegenover dat het bestuur en de raad van commissarissen zelfs in dat soort gevallen mogelijk niet gehouden zijn mee te werken aan het faciliteren van een BAVA wanneer daar in hun visie goede redenen voor zijn.

in een direct op te roepen BAVA, maar) in een volgende door henzelf bijeengeroepen AV geagendeerd dienen te worden. De beoordeling van de voorgestelde agendapunten dient dan plaats te vinden op grond van het toetsingskader als gegeven in artikel 2:114a BW, welk artikel – zoals gezegd – richtlijnconform dient te worden uitgelegd en aan welk verzoek dus in beginsel zal moeten worden voldaan. Andersom kan, indien de agendapunten in het geheel niet worden opgenomen in een AV, vanzelfsprekend ook het BAVA-verzoek worden afgewezen. De aandeelhouders hebben dan geen belang bij die BAVA, aangezien er geen punten op de agenda staan.

6.2.3 Agendering van bevoegdheidsoverschrijdende onderwerpen; moties en oligarchische regelingen

Zoals eerder opgemerkt hebben aandeelhouders niet het recht een onderwerp als stempunt ter besluitvorming op de agenda voor een AV te doen plaatsen indien de AV niet de bevoegdheid heeft over dat onderwerp te besluiten.[268] Er kan wel beraadslaging plaatsvinden, maar de voorzitter zal het onderwerp niet als besluit in stemming brengen.[269] Ter vergadering kan door aandeelhouders wel een verzoek tot peiling van standpunten worden ingediend.[270] Dat heet een motie. Dit kan door gebruikmaking van het spreekrecht van artikel 2:117 BW en hiervoor gelden geen verdere voorschriften.[271] Er is dan ook geen sprake van gebruikmaking van het agenderingsrecht, wat betekent dat iedere aandeelhouder de motie kan aanvragen.[272] Een motie kan ook voorafgaand aan de vergadering geagendeerd worden, in welk geval de vereisten van artikel 2:114a BW gelden. Het *Fugro*-arrest ging over een dergelijk verzoek tot het agenderen van een motie. De Hoge Raad overwoog in dat arrest dat aandeelhouders niet het recht hebben een (niet-bindende) informele stemming, aanbeveling, motie of peiling te agenderen over een onderwerp dat buiten de bevoegdheid van de AV valt, zelfs al heeft die stemming geen rechtsgevolg.[273]

Dat is een keuze waarin ik mij niet goed kan vinden. De kernvraag is volgens mij juist of door stemming in de AV een besluit tot stand gebracht wordt, in die zin dat aan het resultaat van de stemming een *rechtsgevolg* is verbonden.[274]

---

268. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33a. Zie ook: Oranje 2012, par. 9.2.3.3.
269. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 12.
270. Breukink, *Ondernemingsrecht* 2019/18, par. 3 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/72.
271. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 8-9. Zie ook Breukink, *Ondernemingsrecht* 2019/18, par. 3.
272. Stoppels & Van Bekkum, *MvO* 2016/10, par. 3.
273. Zie hierover: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.4. Ik gebruik deze begrippen hierna door elkaar aangezien daarmee in het *Fugro*-arrest hetzelfde wordt bedoeld.
274. Het gaat dan om een besluit van een orgaan in de zin van artikelen 2:14-16 BW. Vgl. *Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015/292. Dit wordt ook relevant geacht door R.G.J. Nowak, zie par. 4 van zijn annotatie bij Hof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181 (*Boskalis/Fugro*).

Als de AV bevoegd is over een bepaald onderwerp te besluiten, dan komt door stemming een besluit tot stand. Is de AV niet bevoegd, dan komt geen besluit tot stand. In dat laatste geval hebben het bestuur en de raad van commissarissen ook niets te vrezen van een stemming. Het resultaat van die stemming regardeert hen niet en aandeelhouders hebben geen enkel instrument om het resultaat van een niet-bindende stemming af te dwingen.[275] Indien de statuten geen instructierecht toekennen aan de AV, dan is een dergelijke aanbeveling geen instructie als bedoeld in artikel 2:129 lid 4 BW en dient het bestuur zich ook niet naar die aanbeveling te gedragen.[276] Het bestuur kan het resultaat van een niet-bindende stemming gewoon naast zich neerleggen[277] of tot een besluit komen dat niet gedragen wordt door de meerderheid van de aandeelhouders.[278] Het "feitelijke werking"-argument, inhoudende dat bestuurders door een informele stemming "met hun rug tegen de muur" komen te staan,[279] is wat mij betreft niet doorslaggevend. Gezien de tegenwoordige verhoudingen is dat argument ook minder relevant dan voorheen. Bestuurders hebben thans een relatief sterke positie, met een brede zelfstandige bestuursbevoegdheid en een uitgebreid instrumentarium. Dat geldt zeker in vergelijking met aandeelhouders, die bij beursvennootschappen veelal weinig middelen hebben om hun standpunt kenbaar te maken over het beleid en de strategie.[280] Er is weinig reden meer voor angst. Bestuurders kunnen onder druk komen te staan, maar een standvastig bestuur zal ook in die omstandigheden tegenwicht kunnen bieden en de regie kunnen behouden.[281]

Overigens *mag* een motie of niet-bindende stemming uiteraard wel gehouden worden wanneer het bestuur (en, indien vereist, de raad van commissarissen) daaraan meewerkt. Over een dergelijke situatie heb ik het hier niet. Het gaat er hier om of aandeelhouders het recht hebben een motie te agenderen en of het bestuur en de raad van commissarissen de verplichting hebben daaraan mee te werken.

---

275. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 63.
276. Zie ook par. 6 van de annotatie van Nowak bij Hof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181 (*Boskalis/Fugro*).
277. Zie ook Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2016/89, par. 3.2.
278. Vgl. Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.34. Overkleeft 2017, par. 6.2.2 is van menig dat de ruimte voor het bestuur om de uitkomst van de stemming naast zich neer te leggen in de praktijk zeer beperkt is. Die mening deel ik niet. Voor zover dat al het geval zou zijn geweest, is er veel veranderd sinds de *ABN AMRO*-beschikking waarnaar hij verwijst.
279. Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 4.
280. Zie De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94: "Het Nederlandse stakeholdermodel is het afgelopen decennium vooral door rechterlijke uitspraken en de Corporate Governance Code 2016 verduidelijkt." Een vergelijking van de huidige situatie met die van rond 2009 biedt hierin meer inzicht. Zie genoemd artikel van De Brauw voor de huidige situatie en Overkleeft, *Ondernemingsrecht* 2009/167, par. 4 over de situatie van rond 2009.
281. Vgl. Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2016/89, par. 3.6.

Aandeelhouders die hun stemmen over een onderwerp willen peilen, zouden zich in theorie ook op een grasveldje kunnen verzamelen om daar de meningen te tellen. Een dergelijke peiling is net zomin bindend als een motie op de AV, maar die kan niet worden voorkomen, hoewel ook daarvan een feitelijke werking uit kan gaan. Voor zover al zou moeten worden aangenomen dat een dergelijke feitelijke werking van belang is voor het bepalen of moties al dan niet moeten worden toegestaan, is een potentiële mitigerende factor dat in dergelijke gevallen potentieel de responstijd zou kunnen worden ingeroepen.[282] Die feitelijke werking kan dan in theorie immers leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, hetgeen ertoe leidt dat het voorgestelde agendapunt kwalificeert als een verzoek waartegen volgens de Corporate Governance Code de responstijd kan worden ingezet.[283]

> In de Verenigde Staten kan een verzoek tot het opnemen van een voorstel van aandeelhouders in een *proxy statement* worden afgewezen door de vennootschap indien het voorstel een onderwerp betreft dat niet onder de aandeelhoudersbevoegdheid valt.[284] Regulation 14A-8(i) vermeldt in een noot dat bepaalde voorstellen niet *proper under state law* worden geacht indien zij de vennootschap zouden binden wanneer zij zouden worden aangenomen. Voorstellen die zijn geformuleerd als aanbevelingen of verzoeken aan de board of directors zullen volgens de SEC echter veelal *proper under state law* zijn. Dat uitgangspunt hanteert de SEC dan ook, tenzij de vennootschap kan aantonen dat dat niet het geval is. Niet-bindende aanbevelingen zullen daarom veelal niet door de vennootschap kunnen worden geweerd van het proxy statement en zullen dus in de AV in stemming worden gebracht.

Het recht om een peiling te agenderen is wat mij betreft ook geen verhulde consultatieplicht. Dat laatste zou suggereren dat een bepaald bestuursvoornemen ter raadpleging (zoals door middel van een peiling) voorgelegd zou moeten worden aan de AV *voorafgaand aan* de uitvoering van dat voornemen.[285] Daarvan is geen sprake; de informele stemming betreft hier steeds een initiatief van de aandeelhouders en niet van het bestuur. Het bestuur kan zijn bevoegdheden vrij uitoefenen. Anders dan A-G Timmerman in zijn conclusie bij het *Fugro*-arrest aanneemt, wordt de AV dan ook niet in de besluitvorming van het bestuur betrokken.[286] Er is immers geen sprake van besluitvorming door het bestuur, en voor zover die er wel is (omdat de peiling wordt verzocht over een onderwerp waar het bestuur voornemens is over te besluiten), heeft de peiling

282. Of de wettelijke bedenktijd, indien die op enig moment zal zijn ingevoerd.
283. Zie over de mogelijkheden tot het inzetten van de responstijd en de verhouding tot het agenderingsrecht: paragraaf 6.2.4 van dit proefschrift.
284. Securities Exchange Act Regulation 14A-8(i).
285. Zie in dezelfde zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/24e.
286. Par. 4.50 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).

rechtens geen invloed op de besluitvorming. Het verschil tussen een motie en een consultatie is mijns inziens dat die laatste term suggereert dat de AV geraadpleegd moet worden over een besluit waartoe het bestuur bevoegd is, terwijl een motie slechts bedoeld is om de meningen onder de aandeelhouders te peilen, zonder dat dit invloed hoeft te hebben op enig bestuursbesluit.[287]

Een motie kan uiteraard *juist* gaan over onderwerpen die niet tot de bevoegdheid van de AV horen,[288] anders werd er wel een bindende stemming verzocht. Voor het bestuur is het doorgaans relevant te weten hoe de aandeelhouders denken over een bepaald onderwerp, zelfs als het bestuur dat zelf liever niet wil horen. Dit past in de veranderende functie van de AV, van platform voor overleg en inspraak naar periodiek peilmoment.[289] De motie is in die zin een vorm van *stakeholder engagement*. Een motie of peiling kan bijdragen aan het verbeteren van de relatie tussen de aandeelhouders en het bestuur, één van de doelstellingen van het agenderingsrecht.[290] Het argument dat het instrument van de motie zijn nut heeft verloren sinds de introductie van het agenderingsrecht gaat wat mij betreft niet op.[291] De motie en het agenderingsrecht zijn twee aanpalende, maar verschillende instrumenten. De motie faciliteert niet-bindende stemming, vooral ook ten aanzien over een onderwerp ten aanzien waarvan de AV niet bevoegd is en als gevolg waarvan geen besluit tot stand komt. Het agenderingsrecht faciliteert juist ook de stemming over onderwerpen ten aanzien waarvan de AV bevoegd is, als gevolg waarvan een besluit tot stand komt. De motie is daarom nog steeds nuttig, ook naast het agenderingsrecht. Ik meen dan ook dat een recht van aandeelhouders tot het agenderen van een niet-bindende stemming (motie, peiling, aanbeveling) over zogenaamde 'bevoegdheidsoverschrijdende' onderwerpen een goede zaak zou zijn.[292] Daarbij zou het principieel geen verschil moeten maken of een motie bij het agenderingsverzoek of

287. Overigens is niet altijd duidelijk wat bedoeld wordt met 'consulteren'. Volgens *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/24 omvat dat informeren op een wijze die een gedachtewisseling tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de AV behelst en daarom in een AV dient te geschieden.
288. Zie ook par. 8 van de annotatie van Nowak bij Rb. Den Haag (vzr.) 17 maart 2015, *JOR* 2015/135 (*Boskalis/Fugro*).
289. Zie hierover paragraaf 3.4.2 van dit proefschrift.
290. In dezelfde zin: Stoppels & Van Bekkum, *MvO* 2016/10, par. 3.1. Zie over deze doelstelling: *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p. 12 en Overkleeft, *Ondernemingsrecht* 2009/167, par. 4.
291. Dit argument wordt genoemd in par. 4.75 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
292. In dezelfde zin: Peters & Eikelboom, *WPNR* 2015/7061, par. 3.2; Oranje, *TOP* 2015/8; Stoppels & Van Bekkum, *MvO* 2016/10, par. 4-5; Willems, *Ondernemingsrecht* 2017/116, par. 4; par. 4 en 7-8 van de annotatie van Nowak bij Hof Den Haag 31 mei 2016, *JOR* 2016/181 (*Boskalis/Fugro*). Ook Van Schilfgaarde meent in par. 6 van zijn annotatie bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*) dat voor deze visie iets te zeggen is. Zie in dezelfde zin, op meer formele gronden: Breukink, *Ondernemingsrecht* 2019/18, par. 3.

tijdens de vergadering wordt verzocht, al zal de goede vergaderorde er in dat laatste geval wellicht eerder toe nopen dat het verzoek tot stemming door de voorzitter wordt afgewezen.[293] Deze visie doet niet af aan het bestuursprimaat dat ziet op de strategie en de houdbaarheid van het Nederlandse stakeholdermodel, aangezien het bestuur niet-bindende aanbevelingen of moties over onderwerpen die niet tot de bevoegdheid van de AV behoren te allen tijde naast zich neer kan leggen.

Het is overigens ook mogelijk dat een onderwerp als discussiepunt geagendeerd staat terwijl de AV hierover wél bevoegd is te besluiten, al zal dit in de praktijk niet vaak voorkomen. In dat soort gevallen kan tijdens de vergadering alsnog verzocht worden het onderwerp in stemming te brengen, waaraan de voorzitter in beginsel zou moeten voldoen, mits daarbij de vergaderorde in acht wordt genomen.[294] Indien een bespreekpunt over een onderwerp, dat tot de bevoegdheid van de AV behoort, alsnog in stemming wordt gebracht ter vergadering, dan kan volgens de wetsgeschiedenis in beginsel alsnog een besluit totstandkomen.[295] Dit lijkt mij onwenselijk, omdat op die manier aandeelhouders kunnen worden benadeeld die niet op de vergadering zijn verschenen omdat er toch niet besluitvormend zou worden opgetreden. Dit kan in voorkomende gevallen leiden tot de vernietigbaarheid van het besluit.[296] Die mogelijkheid kan wat mij betreft dan ook statutair worden beperkt, in die zin dat de statuten kunnen bepalen dat geen besluit tot stand kan komen wanneer een onderwerp niet als besluitpunt is geagendeerd. Die visie is in lijn met de Aandeelhoudersrichtlijn, die erkent dat alle aandeelhouders in alle gevallen ruim op tijd de finale agenda moeten ontvangen zodat zij zich kunnen voorbereiden voor de bespreking en stemming van elk agendapunt.[297] Dit leidt ertoe dat aandeelhouders die vooraf kiezen al dan niet aanwezig te zijn en te stemmen of zich van stemming te onthouden, niet achteraf geconfronteerd moeten kunnen worden met een besluit dat niet als zodanig geagendeerd was.

Veel beursvennootschappen kennen statutaire regelingen die de uitoefening van bevoegdheden van de AV beperken, in die zin dat de AV bepaalde besluiten enkel kan nemen met medewerking van het bestuur of de raad van commissarissen.[298] Dit is het geval wanneer een besluit tot statutenwijziging enkel

---

Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.4-5.7 meent dat de wetsgeschiedenis zich hiertegen verzet. Dat is in mijn visie niet duidelijk en vooral een kwestie van interpretatie.

293. Zie over de motie ter vergadering: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/72.
294. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 8. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/56d.
295. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 3 (MvT), p. 8.
296. Wegens strijd met statutaire bepalingen die het tot stand komen van besluiten regelen of, als daarvan geen sprake is, strijd met artikel 2:8 BW.
297. Overweging 7 van de Aandeelhoudersrichtlijn.
298. Zie over dergelijke regelingen ook paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.

kan worden genomen op voorstel of na goedkeuring van het bestuur of de raad van commissarissen. Er is discussie over de vraag of dergelijke regelingen al dan niet strijdig zijn met het agenderingsrecht zoals neergelegd in de Aandeelhoudersrichtlijn. De heersende leer is dat dergelijke regelingen zijn toegelaten en dat zij tot gevolg hebben dat het bestuur een door aandeelhouders voorgesteld agendapunt niet als stempunt hoeft te agenderen.[299] Van Solinge en Nieuwe Weme menen dat oligarchische regelingen die bepalen dat het agenderen danwel het nemen van een besluit alleen mogelijk is op voorstel of na voorafgaande goedkeuring van het bestuur of de raad van commissarissen strijdig zijn met de Aandeelhoudersrichtlijn.[300] De Aandeelhoudersrichtlijn strekt er volgens hen toe dat agenderingsgerechtigde aandeelhouders het recht hebben onderwerpen die tot de bevoegdheid van de AV behoren te laten agenderen als aan de limitatieve vereisten van artikel 6 van de Aandeelhoudersrichtlijn is voldaan.

Ik zou menen dat de Aandeelhoudersrichtlijn ruimte biedt voor dit soort statutaire regelingen, omdat deze niet beoogt de bestaande bevoegdheidsverdeling te wijzigen, ook niet in de wijze waarop individuele vennootschappen deze bevoegdheidsverdeling kunnen beïnvloeden. Zij voorziet enkel in procedurele waarborgen ter facilitering van de *uitoefening* van *bestaande* aandeelhoudersrechten in de verschillende lidstaten.[301] De verdeling van bevoegdheden binnen de vennootschap wordt geregeld volgens het nationale recht.[302] De Aandeelhoudersrichtlijn beoogt mijns inziens dan ook niet aandeelhouders bepaalde rechten toe te kennen die zij eerder niet hadden, bijvoorbeeld doordat aandeelhouders thans tot een statutenwijziging zouden kunnen besluiten zonder een daaraan voorafgaand voorstel van het bestuur, waar dat statutair vereist is.[303] Die bevoegdheden moeten inhoudelijk dan wel passen binnen het nationale recht. Voorstel- of goedkeuringsbeperkingen zijn niet mogelijk wanneer de wet bepaalt dat de AV een bepaalde bevoegdheid 'steeds' of 'te allen tijde' kan uitoefenen.[304] In de Aandeelhoudersrichtlijn moet ook niet meer gelezen worden dan er staat. Voor het agenderingsrecht geldt geen verbod vergelijkbaar met hetgeen is opgenomen in artikel 10 lid 3 van de Aandeelhoudersrichtlijn, dat bepaalt dat lidstaten geen aanvullende beperkingen mogen opleggen of toestaan dat vennootschappen dat doen ten aanzien van de uitoefening van

299. Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121, par. 2.4; De Jongh 2014, nr. 198; De Brauw 2017, par. 5.1.2.3; Abma e.a. 2017, par. 3.3.5; Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2016/89, par. 3.3.
300. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/59, 556 en 615; Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51, par. 4; Nowak, *WPNR* 2020/7276, par. 1.
301. Vgl. par. 4.104 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
302. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3 (MvT), p. 21.
303. Een dergelijke inhoudelijke beperking van het recht tot statutenwijziging heeft ook een basis in de wet, zie artikel 2:121 BW.
304. Zie ook paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift.

aandeelhoudersrechten bij volmacht. Als een dergelijk verbod ook had te gelden voor de mogelijkheid tot statutaire beperking van aandeelhoudersrechten bij uitoefening van het agenderingsrecht, dan was dat wel opgenomen in artikel 6 van de Aandeelhoudersrichtlijn. Het *Fugro*-arrest wijst in dezelfde richting, nu de Hoge Raad in r.o. 3.3.8 aangeeft dat artikel 6 van de Aandeelhoudersrichtlijn niet dwingt tot een andere uitleg dan door hem gegeven in r.o. 3.3.6 en 3.3.7.[305] Dit impliceert dat Nederlandse vennootschappen volgens de Hoge Raad nog altijd vrij zijn hun organisatie binnen de grenzen van de wet naar eigen inzicht in te richten. Dit duidt er mijns inziens op dat de Aandeelhoudersrichtlijn geen wijziging brengt in de geoorloofdheid van oligarchische regelingen. De bevoegdheden van de AV kunnen daarom in voorkomende gevallen nog altijd worden beperkt in de statuten.[306] Indien een besluit volgens de statuten alleen kan worden genomen op voorstel van het bestuur, dan is de AV niet bevoegd om over het onderwerp te besluiten zonder een dergelijk voorstel. Overigens zou een andere visie ertoe leiden dat statutaire beschermingsconstructies te allen tijde op initiatief van de aandeelhouders (al dan niet na een succesvol openbaar bod) met eenvoudige meerderheid van stemmen ontmanteld zou kunnen worden. Dat lijkt mij rechtens niet juist en tevens rechtspolitiek onwenselijk.

Interessant is nog dat verschillende schrijvers menen dat een besluit van de AV over een agendapunt dat is voorgesteld door aandeelhouders, terwijl het volgens de statuten voorgesteld moet worden door het bestuur, nietig is (ik begrijp op grond van artikel 2:14 lid 1 BW).[307] Ik vraag me af of dat zo is. Ik zou denken dat het bestuur vrij is om het voorgestelde agendapunt te agenderen als bespreekpunt, maar dat wanneer het ervoor kiest om het agendapunt niettemin overeenkomstig het verzoek te agenderen als stempunt, de stemming over dat punt resulteert in een geldig besluit. Het bestuur stelt de agenda vast en heeft in dat geval kennelijk gemeend het voorstel als stempunt te moeten agenderen, hetgeen ook betekent dat het bestuur in dat geval door de oproeping en het voorleggen van de agenda in overeenstemming met de statutaire regeling aan de AV *voorstelt* om te stemmen en te besluiten over het desbetreffende agendapunt. Voor zover voor een dergelijk voorstel van het bestuur de goedkeuring van de raad van commissarissen nodig is, moet mijns inziens aangenomen worden dat de goedkeuring van de agenda door de raad van commissarissen tevens ziet op goedkeuring van het voorstel tot stemming over het onderwerp

305. HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6-3.3.8.
306. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 12. Als al zou moeten worden aangenomen dat (bepaalde) oligarchische regelingen strijdig zijn met de Aandeelhoudersrichtlijn, dan heeft dit in beginsel verticale werking (artikel 288 VWEU). Dit betekent dat in dat geval de Nederlandse Staat zou moeten overgaan tot het verbieden van dergelijke oligarchische regelingen.
307. Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121, par. 2.4 en De Jongh 2014, nr. 198.

dat in de agenda wordt opgenomen. Ik zou daarom menen dat over een aldus opgenomen agendapunt rechtsgeldig kan worden besloten, tenzij de statuten en de ten behoeve van de AV gedeelde stukken dwingen tot een andere uitleg, bijvoorbeeld omdat de agenda en toelichting expliciet vermelden dat dit stempunt niet op voorstel van het bestuur en de raad van commissarissen is gedaan, dat daarom geen geldig besluit kan worden genomen en dat de stemming slechts dient tot peiling van standpunten. Deze aanpak waarborgt de rechtszekerheid en maakt duidelijk of de AV in specifieke gevallen al dan niet een geldig besluit kan nemen.

6.2.4 Agendering van strategische aandeelhoudersonderwerpen; respons- en bedenktijd

Er bestaan onderwerpen die binnen de bevoegdheid van de AV vallen, maar die (mede) invloed (kunnen) hebben op de strategie. Ik duid deze hierna aan als strategische aandeelhoudersonderwerpen. Welke onderwerpen hieronder moeten worden begrepen zal afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval. In ieder geval wordt daaronder begrepen het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen.[308] In de praktijk kan de vraag opkomen of het bestuur een verzoek tot agendering van strategische aandeelhoudersonderwerpen, zoals ontslag van een bestuurder of commissaris, geheel kan afwijzen, of het onderwerp in afwijking van het verzoek kan agenderen als bespreekpunt zonder stemming, enkel omdat een (voorstel tot een) besluit tot ontslag inbreuk zou maken op de bevoegdheid tot strategiebepaling van het bestuur of strijdig zou zijn met het vennootschappelijk belang. Zoals ik hiervoor opmerkte, denk ik dat voor een dergelijke weigering of beperking op inhoudelijke gronden in beginsel geen grondslag is. Hoewel het bestuur een dergelijk verzoek kan weigeren of beperken zonder goede grondslag, zal dit slechts in uitzonderlijke gevallen standhouden.[309] Het bestuur is in beginsel wel bevoegd tot het vaststellen van de agenda, waaronder ook valt het bepalen van de wijze van behandeling van een agendapunt (als bespreekpunt of stempunt, al dan

308. *Best practice*-bepaling 4.1.6 van de Corporate Governance Code en Timmerman, *TvOB* 2018/1, par. 4.
309. Vgl. Timmerman, *TvOB* 2018/1, par. 4 en Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.10. Zie anders: Leijten in par. 15 van zijn annotatie bij HR 20 april 2018, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*) en Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 2, die het *Fugro*-arrest zo lijken te begrijpen dat een strategisch onderwerp slechts ter bespreking hoeft te worden geagendeerd, terwijl daar enkel is overwogen dat aandeelhouders op basis van het agenderingsrecht geen punten ter stemming op de agenda kunnen plaatsen die vallen onder de bevoegdheid van het bestuur. Daaronder vallen niet per definitie alle strategische onderwerpen. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/56, die stellen dat het de vraag blijft of het als bespreekpunt agenderen na een verzoek tot agendering van een stempunt ten aanzien waarvan de AV bevoegd is in overeenstemming is met de Aandeelhoudersrichtlijn. Zie hierover ook voetnoot 222 van dit hoofdstuk.

niet met bindende stemming).[310] Bij een agenderingsverzoek dat ziet op uitoefening van een (al dan niet strategische) aandeelhoudersbevoegdheid is het bestuur over het algemeen wettelijk verplicht het voorgestelde punt zoveel mogelijk als verzocht op te nemen in de agenda. Ik verwijs hier ook naar paragraaf 6.2.1. In beginsel is het ook niet gerechtvaardigd dat het bestuur weigert om een AV bijeen te roepen ter voorkoming van een stemming over het ontslag en de benoeming van een nieuwe bestuurder.[311]

Bij het voorgaande is van belang dat de bevoegdheid van het bestuur tot het bepalen van de strategie uiteindelijk ondergeschikt is aan de ontslagbevoegdheid, in die zin dat de ontslagbevoegdheid niet beperkt wordt enkel omdat daarmee inbreuk gemaakt wordt op de bevoegdheid tot strategiebepaling van het bestuur. De bevoegdheid tot strategiebepaling is immers van regelend recht en de ontslagbevoegdheid van dwingend recht, in die zin dat het recht tot het bepalen van de strategie slechts "in beginsel" toekomt aan het bestuur en kan worden beperkt door nadere wettelijke en statutaire regelingen (zoals de ontslagbevoegdheid van de AV).[312] De ontslagbevoegdheid kan daarmee ook worden ingezet om invloed uit te oefenen op het beleid en de strategie van de NV.[313] Deze bevoegdheid wordt daarom ook wel aangemerkt als een uiting van de "feitelijke instructiemacht" van de AV.[314] Een verzoek tot agendering van een dergelijk onderwerp zal conform de Aandeelhoudersrichtlijn moeten worden beoordeeld, wat betekent dat het onderwerp, voor zover dat onder de aandeelhoudersbevoegdheid valt, in vrijwel alle gevallen als stempunt op de agenda zal moeten worden geplaatst. Weigering daarvan door het bestuur staat in beginsel gelijk aan handelen in strijd met wettelijke plicht.[315] Dat neemt

310. Par. 4.39 concl. A-G Timmerman bij HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
311. Rb. Rotterdam (vzr.) 24 april 2017, *JOR* 2017/223, m.nt. E.J. Breukink, r.o. 4.24.
312. Zie Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2008, *JOR* 2008/158 (*ASMI*), r.o. 3.1 en meer uitgebreid paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift. Zie ook: Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156, par. 3. Dit blijft mijns inziens zo, ook bij invoering van een thans voorgestelde wijziging van artikel 2:129 lid 1 BW, zie hierover de hiervoor genoemde paragraaf 5.4.1.
313. Zie uitgebreid paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift. Zie in dezelfde zin: Timmerman, *TvOB* 2018-1, par. 4 en daarnaar verwijzend: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.10. Zie ook: Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, *JOR* 2010/61, m.nt. C. de Bres (*AHAM*), r.o. 3.3 en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/139d.
314. Löwensteyn 1959, p. 73. Zie hierover uitgebreid: paragraaf 5.4.1 van dit proefschrift. Deze feitelijke macht bestaat ook in concernverhoudingen. Volgens de Hoge Raad is een moedermaatschappij ook bevoegd bestuurders van een dochtermaatschappij te vervangen voor personen die zich voegen naar de door de concernleiding te verstrekken richtlijnen en aanwijzingen. Zie: HR 10 januari 1990, *NJ* 1990/466, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Ogem II*), r.o. 9.3 en HR 21 december 2001, *NJ* 2005/96, m.nt. S.C.J.J. Kortmann, *JOR* 2002/38, m.nt. S.M. Bartman (*Sobi/Hurks II*), r.o. 5.3.8.3. Zie hierover ook *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/158-159.
315. Zie ook paragraaf 6.2.1.

niet weg dat het AV-besluit achteraf vernietigd kan worden indien sprake was van strijd met de redelijkheid en billijkheid.[316] De ontslagbevoegdheid is in die zin niet onbeperkt.

Een verwante problematiek speelde in de *AkzoNobel*-casus. Hierin beoogde aandeelhouders Elliott c.s. het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen te bewerkstelligen door gebruikmaking van het *convocatierecht*. Er was dus (kennelijk) geen sprake van een agenderingsverzoek.[317] Een interessant punt in de enquêtebeschikking was de overweging dat met het uitoefenen van de ontslagbevoegdheid door de AV niet beoogd werd het individuele functioneren van de commissaris ter discussie te stellen, maar dat in feite werd beoogd de strategie te beïnvloeden en dat afwijzing van het convocatieverzoek in de gegeven omstandigheden daarom niet kon worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen.[318] Zoals in paragraaf 6.2.2 uiteengezet geldt voor een convocatieverzoek een ander toetsingskader dan voor een agenderingsverzoek. Het bestuur is ook niet zomaar verplicht om aan een convocatieverzoek te voldoen. Het lijkt mij echter voor de beoordeling van een verzoek tot het bijeenroepen van een BAVA waarin het ontslag van een bestuurder of commissaris wordt geagendeerd in beginsel niet relevant of het individuele functioneren van die functionaris ter discussie wordt gesteld of dat aandeelhouders hiermee proberen de strategie te beïnvloeden. Een aandeelhouder kan ook een redelijk en rechtmatig belang hebben bij ontslag van een bestuurder of commissaris zonder dat sprake is van wanbeleid.[319] Zelfs als het convocatieverzoek door de vennootschap niet gehonoreerd wordt, dan ligt het in mijn visie op de weg van de vennootschap om te overwegen het voorgestelde onderwerp bij afwijzing van het convocatieverzoek op de agenda van de eerstvolgende vergadering te plaatsen.[320] Voorts zijn er omstandigheden denkbaar waarin afwijzing van een convocatieverzoek wel gegronde redenen kan vormen tot twijfel aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Het gaat dan om verzochte agendapunten waarvoor de voorzieningenrechter evident een machtiging zou afgeven.[321] Weigering van dergelijke verzoeken kan er namelijk toe leiden dat de NV onnodig in een juridische procedure wordt betrokken en dat de vennootschap in opspraak raakt.[322]

---

316. Par. 10 van de annotatie van Nowak bij Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*).
317. Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 3-4.
318. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.28.
319. Zie ook: Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/206 met verwijzing naar Rb. Rotterdam (vzr.) 13 januari 2006, *JOR* 2006/39, m.nt. R.G.J. Nowak (*DIM Vastgoed*).
320. Zie paragraaf 6.2.2 van dit proefschrift.
321. Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156, par. 6.
322. Zie ook: Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156, par. 6 en A.F.J.A. Leijten, 'De Wet Aandeelhoudersrechten en geautoriseerde bijeenroeping bij beursvennootschappen', *Onder-*

In het geval van AkzoNobel vroegen Elliott c.s., nadat zij in de enquêteprocedure geen gehoor kregen, een machtiging van de voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam.[323] AkzoNobel had het voorgestelde agendapunt in eerste instantie geweigerd omdat het in de visie van de raad van commissarissen onverantwoordelijk, disproportioneel, schadelijk en niet in het belang van AkzoNobel, haar aandeelhouders en andere stakeholders was. Het verzoek tot het houden van een BAVA werd daarbij tevens afgewezen, omdat er geen andere agendapunten waren aangedragen. De voorzieningenrechter overwoog dat de bevoegdheid tot ontslag van commissarissen ook kan worden gehanteerd als sanctie die de AV kan verbinden aan haar afkeuring van het toezicht op het door het bestuur gevoerde beleid.[324] De voorzieningenrechter wees het machtigingsverzoek echter af omdat hij vond dat in een zodanig geval de redelijkheid en billijkheid vereist dat een besluit over een sanctie (pas) in stemming wordt gebracht nadat verantwoording is afgelegd en daarover een gedachtewisseling heeft plaatsgevonden tijdens de AV.[325] Elliott c.s. hadden volgens hem geen redelijk belang omdat het verzoek prematuur was: eerst moet verantwoording plaatsvinden en dat kan niet op dezelfde vergadering omdat aandeelhouders veelal vooraf stemmen (elektronisch of bij volmacht).[326] De gedachte dat eerst verantwoording moet worden afgelegd voordat de AV tot ontslag kan besluiten, lijkt mij in algemene zin niet juist.[327] De AV heeft *recht* op verantwoording door bestuurders en commissarissen, geen *plicht* om die verantwoording af te wachten voordat zij overige rechten kan uitoefenen. Bestuurders en commissarissen hebben geen corresponderend recht om zich te verantwoorden voordat zij geconfronteerd worden met een ontslagbesluit. De wet bepaalt dan ook dat bestuurders *te allen tijde* kunnen worden ontslagen.[328] Dat betekent wat mij betreft ook vóórdat verantwoording is afgelegd en ongeacht de reden voor dat ontslag, mits geen sprake is van strijd met de artikelen 2:8 lid 2 en 3:13 lid 1 BW.

---

nemingsrecht 2011/48, par. 2; Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.3.

323. Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*).
324. Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.7.
325. Met verwijzing naar artikel 2:8 lid 1 BW en artikel 2:15 lid 1 sub b BW.
326. Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260, m.nt. R.G.J. Nowak (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.6 en 4.8.
327. In dezelfde zin: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/33 en par. 9 van de annotatie van Nowak bij Rb. Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260 (*Elliott/AkzoNobel*). Zie positief over deze uitspraak: Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2020/51, par. 2.1. Van Olffen neemt aan dat een verzoek tot agendering of tot bijeenroeping van een AV kan worden tegengegaan met een beroep op de redelijkheid en billijkheid, en ziet dus kennelijk een ruimere mogelijkheden tot weigering van dergelijke verzoeken dan ik betoog.
328. Artikel 2:134 lid 1 BW.

De hiervoor beschreven stand van zaken leidt onherroepelijk tot een feitelijke macht van de AV die zich mede uitstrekt over onderwerpen die het beleid en de strategie betreffen. Dat geldt overigens niet alleen in Nederland:

> "Many jurisdictions—including the UK, France, Italy, Japan, and Brazil—accord shareholder majorities a non-waivable right to remove directors at any time, regardless of cause or the nominal duration of their term. Coupled with powers to requisition a shareholders' meeting—for which the agenda will be circulated at the company's expense—this creates a powerful check on agency costs. Boards recognize the credibility of this threat, and consequently will often accede to shareholder demands for change in the boardroom without the need for a shareholders' meeting actually to be called."[329]

Ondanks dat deze uitkomst lastig te rijmen lijkt met het Nederlandse stakeholdermodel en het bestuursprimaat ten aanzien van beleid en strategie, kan hier op grond van geldend Nederlands recht mijns inziens geen andere uitkomst mogelijk zijn, behalve in uitzonderlijke omstandigheden op grond van de artikelen 2:8 lid 2 en 3:13 lid 1 BW. Met name tegen de ontslagbevoegdheid, en vooral bij initiatieven van activistische aandeelhouders, zijn daarom in de praktijk beschermingsconstructies nodig. Deze constructies worden weliswaar primair ingezet als bescherming tegen vijandige overnames, maar de achterliggende gedachte achter de belangrijkste daarvan (zoals bij gebruik van preferente aandelen en certificaten van aandelen) is uiteraard dat een vijandige bieder als hij zijn bod door zou zetten geen, althans niet op korte termijn, controle kan krijgen over de AV van de beursvennootschap, dat hij daarmee dus ook de bestuurders en commissarissen niet kan vervangen en uiteindelijk geen controle kan krijgen over de *onderneming* van de beursvennootschap. Dáár is het de bieder om te doen. Om maar wat praktijktermen te gebruiken: het *deterrent effect* van beschermingsconstructies is dat zij eventuele vijandige bieders een *legal pathway* onthouden om de bestuurders en commissarissen te vervangen.[330]

Ook een statutenwijziging kan onder omstandigheden een strategisch aandeelhoudersonderwerp zijn, bijvoorbeeld wanneer die ziet op het ontmantelen van een beschermingsconstructie tegen de achtergrond van een potentiële overname. Zoals beschreven in paragrafen 5.4.1 en 6.2.3 wordt de bevoegdheid tot statutenwijziging doorgaans beperkt door statutair te bepalen dat een dergelijk besluit enkel kan worden genomen op voorstel van het bestuur, al dan niet na goedkeuring van de raad van commissarissen. Ik heb daar ook beschreven waarom dergelijke beperkingen mijns inziens geoorloofd zijn. Om

329. Kraakman e.a. 2017, par. 3.2.2.
330. Ik wijs hier nog op het feit dat het dus veelal gaat om het *vervangen* van de bemensers van het bestuur en de raad van commissarissen. Niet alleen de ontslagbevoegdheid is daarvoor relevant, maar ook de bevoegdheid tot *benoeming* van bestuurders en commissarissen.

die reden zal in de praktijk niet snel toegekomen worden aan agendering van een statutenwijziging door aandeelhouders. Wanneer dat toch voorkomt dan zal, indien zo'n statutenwijziging volgens de statuten slechts kan plaatsvinden na een voorstel van het bestuur, het agendapunt als bespreekpunt geagendeerd kunnen worden. Indien er geen statutaire beperkingen gelden bij een besluit tot statutenwijziging, dan kunnen aandeelhouders op eigen initiatief een statutaire beschermingsconstructie ontmantelen door een statutenwijziging te agenderen en daarover te besluiten.[331]

Het bestuur en de raad van commissarissen hebben potentieel een aanvullende bevoegdheid om de uitwerking van convocatie- en agenderingsverzoeken over strategische aandeelhoudersonderwerpen te vertragen: de responstijd. Deze responstijd is vastgelegd in de Corporate Governance Code en is ingevoerd als onderdeel van de Code Frijns in 2008.[332] Het betreft een redelijke termijn die het bestuur kan inroepen om te reageren op een convocatie- of agenderingsverzoek dat ziet op een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de beursvennootschap.[333] Deze redelijke termijn bedraagt niet langer dan 180 dagen, gerekend vanaf het moment waarop het bestuur door de desbetreffende aandeelhouder(s) op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de AV waarop het onderwerp wordt behandeld.[334] Het bestuur dient de responstijd te gebruiken voor nader beraad en constructief overleg en verkenning van alternatieven, waarover het bestuur aan het einde van de periode verslag doet aan de AV. De Corporate Governance Code bepaalt voorts dat de responstijd per AV slechts eenmaal wordt ingeroepen en dat deze niet geldt ten aanzien van een kwestie waarvoor eerder al eens de responstijd is ingeroepen. Tot slot kan de responstijd ook niet worden gebruikt wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste 75% van het geplaatst kapitaal beschikt. *Best practice*-bepaling 4.1.6 vermeldt nog dat de desbetreffende aandeelhouders de door het bestuur ingeroepen responstijd dienen te respecteren.

De responstijd is geen rustig bezit. Er is discussie over de vraag of de responstijd uit de Corporate Governance Code strijdig is met het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW. De heersende leer is dat de responstijd inderdaad strijdig is met het wettelijke agenderingsrecht en dat de aandeelhouder daarom in beginsel niet is gebonden aan de responstijd.[335] Dit betekent dat een aandeelhouder

331. Zie paragraaf 6.1.6 van dit proefschrift.
332. Zie hierover paragraaf 4.3.3 van dit proefschrift.
333. *Best practice*-bepaling 4.1.6 van de Corporate Governance Code.
334. *Best practice*-bepaling 4.1.7 van de Corporate Governance Code.
335. M.J. Kroeze, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2008/1736, par. 2c; Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013/209.1; *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/58 en 630; Redactie, 'Aangepaste corporate governance code vastgesteld', *Ondernemingsrecht* 2009/9, par. 8; Abma, *Ondernemingsrecht* 2013/117, par. 11. Zie kennelijk

de (ten hoogste) 180 dagen-termijn niet in acht hoeft te nemen en agendering van het strategische stempunt kan afdwingen. De minister merkte hierover op:

> "De aandeelhouder beslist aldus zelf of hij een langere responstijd ten behoeve van het bestuur erkent dan de termijn die het bestuur heeft om zich te beraden op een agenderingsverzoek op grond van de wettelijke regeling. Zo ja, dan doet hij feitelijk afstand van zijn recht om op kortere termijn beroep te doen op het agenderingsrecht. De wet noch de Code dwingt hem daartoe, zodat de kwalificatie uitholling van het agenderingsrecht niet op zijn plaats lijkt. De aandeelhouder kan zich beroepen op de kortere wettelijke agenderingstermijn."[336]

De vraag of aandeelhouders een door het bestuur ingeroepen responstijd dienen te respecteren stond centraal in de *Cryo-Save*-beschikking.[337] In dit geval ging het om aandeelhouders van een beurs-NV die gezamenlijk ongeveer 28% van de stemrechten hielden. Zij deden eerst een verzoek tot bijeenroeping van een BAVA, waarna het bestuur van Cryo-Save een responstijd van 180 dagen inriep. Vervolgens riepen de verzoekende aandeelhouders zelf een BAVA bijeen. Zij waren daartoe op grond van de statuten bevoegd indien het bestuur en de raad van commissarissen geen gehoor zou geven aan het convocatieverzoek.[338] Op de agenda waren geplaatst het ontslag van een niet-uitvoerende bestuurder, de benoeming van een nieuwe niet-uitvoerende bestuurder en de benoeming van de (uiteindelijk) grootaandeelhouder van de verzoekende aandeelhouders tot CEO (op dat moment had Cryo-Save geen CEO).[339] De Ondernemingskamer koos de kant van Cryo-Save en overwoog:

> "Met name valt niet in te zien dat toepassing van best practice bepalingen II.1.9 en IV.4.4 van de Corporate Governance Code in strijd zou zijn met de bepalingen van Boek 2 BW omtrent het vergader- en agenderingsrecht, of met de statuten van Cryo-Save. De genoemde bepalingen hebben immers geenszins als effect dat een aandeelhouder van zijn wettelijke vergader- of agenderingsrecht wordt afgehouden; zij voorzien slechts in een uitwerking van het (ook in artikel 2:8 BW tot uitdrukking gebrachte) principe dat

---

anders: Oranje 2012, par. 9.2.5.1 en De Brauw 2017, par. 12.4.6.6. In het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap gaat de wetgever er kennelijk vanuit dat de responstijd jegens aandeelhouders kan worden ingeroepen, zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 6 en 19.

336. *Kamerstukken II* 2010/11, 32 014, 12, p. 10.
337. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo-Save*).
338. Overkleeft 2017, par. 6.3.3 en par. 5 van de annotatie van Josephus Jitta bij Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo-Save*).
339. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo-Save*), r.o. 2.24.

> een aandeelhouder zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en zijn medeaandeelhouders gedraagt naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid, waaronder de bereidheid om een dialoog met het bestuur van de vennootschap aan te gaan indien hij het voornemen heeft in de algemene vergadering van aandeelhouders de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap. […] Ingevolge best practice bepaling IV.4.4 hebben Amar c.s. de door het bestuur van Cryo-Save ingeroepen responstijd in beginsel te respecteren. Dit wordt niet anders doordat de bepalingen van de Corporate Governance Code en de naleving daarvan niet gelden voor (de *governance* van) Salveo Holding zelf."[340]

Op deze uitspraak is in de literatuur kritisch gereageerd.[341] De kern van de kritiek is, als ik het goed zie, dat de responstijd geen rechtsregel zou betreffen die dwingende bepalingen van de wet en de statuten kan doorkruisen, mede omdat het aanvaarden van een mogelijke beperking op het wettelijke agenderingsrecht in dit geval te ver zou gaan gezien de strekking van de Aandeelhoudersrichtlijn.[342] Ik denk dat deze kritiek in overwegende mate terecht is. Voor een rechtmatige beperking van de uitoefening van een wettelijk of statutair recht (waarvan sprake is bij het inroepen van de responstijd) dient te worden voldaan aan de hoge drempel van de artikelen 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW. Ook het inroepen van de responstijd dient aan deze hoge drempel te voldoen.[343] Uit de beschikking blijkt niet dat de Ondernemingskamer dit strikte toetsingskader heeft toegepast. In het kader van de *Cryo-Save*-casus is dit toetsingskader overigens mogelijk minder strikt dan bij weigering van een agenderingsverzoek, aangezien in dat geval geen sprake was van gebruikmaking van het agenderingsrecht maar van het (statutaire) convocatierecht. Hierover is in de Aandeelhoudersrichtlijn niets bepaald en ik zie daarom niet waarom dit recht richtlijnconform zou moeten worden uitgelegd.[344] Uitzonderingen op het convocatierecht kunnen wat mij betreft dan ook (iets) makkelijker worden aanvaard, in die zin dat de nationale beperkingen op grond van de artikelen 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW in het geval van een convocatieverzoek niet vanzelfsprekend richtlijnconform (lees: beperkt) dienen te worden uitgelegd. Zoals ik hiervoor aangaf ligt het wat mij betreft wel voor de hand dat de redelijkheid en billijkheid bij afwijzing van een convocatieverzoek vereisen dat de voor

340. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo-Save*), r.o. 3.9-3.10.
341. Zie hierover *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/58 met verwijzingen naar relevante literatuur. Zie ook: Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 4.
342. Zie o.a. Abma, *Ondernemingsrecht* 2013/117, par. 11; Abma e.a. 2017, par. 3.3.3.
343. Zie in dezelfde zin: Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.10 en Oostwouder & Schrooten 2018, *O&F* 2018/3, par. 4.
344. De Aandeelhoudersrichtlijn zegt niets over convocatie door aandeelhouders. Zie: Overkleeft, *MvO* 2017/10.2, par. 3 en paragraaf 6.2.2 van dit proefschrift.

de verzochte BAVA voorgestelde punten door het bestuur alsnog beoordeeld worden in het kader van artikel 2:114a BW, mits het verzoek ook voldoet aan die formele vereisten.[345] Dit betekent dat de mogelijkheden tot weigering van de voorgestelde agendapunten dan beperkter (want richtlijnconform) dienen te worden uitgelegd dan bij een convocatieverzoek, maar ook dat de punten pas geagendeerd hoeven te worden wanneer het bestuur een BAVA bijeenroept. Het bestuur kan de besluitvorming vervolgens vertragen door zolang mogelijk te wachten om een AV bijeen te roepen.[346] Zo kan het bestuur toch rust en controle krijgen om te bepalen wanneer en op welke wijze de AV bijeen wordt geroepen. Voor het inroepen van een responstijd moeten, zowel in het geval van een convocatieverzoek als in het geval van een agenderingsverzoek, zwaarwegende redenen zijn.[347]

Het komt voor dat beursvennootschappen de responstijd in de statuten hebben opgenomen.[348] In dat soort gevallen zijn aandeelhouders, bij de statutenwijziging (als onderdeel van de AV) of bij de investering in de beursvennootschap, akkoord gegaan met de responstijd en zullen zij deze termijn moeten respecteren.[349] De responstijd is dan niet langer gebaseerd op de artikelen 2:8 lid 2 en 3:13 lid 1 BW, maar een directe statutaire bevoegdheid van het bestuur. Een beursvennootschap kan ook in een openbare mededeling (bijvoorbeeld op de website) melden dat zij de responstijd kan inroepen.[350] Een dergelijke eenzijdige verklaring kan aandeelhouders wat mij betreft niet binden, tenzij een aandeelhouder dit al dan niet publiekelijk heeft toegezegd jegens de beursvennootschap.

Op 18 december 2019 is een wetsvoorstel ingediend dat het mogelijk moet maken dat het bestuur van een beursvennootschap een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroept.[351] De bedenktijd kan onder andere worden ingeroepen indien aandeelhouders het agenderings- danwel het convocatierecht willen uitoefenen en dit naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De bedenktijd gaat in dat geval in vanaf het moment van indiening van het agenderings- of convocatieverzoek. Als gevolg van het inroepen van de wettelijke bedenktijd worden bepaalde bevoegdheden van de AV opgeschort. Dit betreffen de bevoegdheden tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen en tot het wijzigen van de statuten, voor zover die wijziging betrekking heeft op

345. Zie paragraaf 6.2.2 van dit proefschrift.
346. Zie ook: Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/10.
347. Par. 6 van de annotatie van Josephus Jitta bij Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo-Save*).
348. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/58.
349. Timmerman, *TvOB* 2018-1, par. 4.
350. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/58.
351. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2.

benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen.[352] Deze punten kunnen wel als bespreekpunt worden geagendeerd.[353] De voornoemde bevoegdheden kunnen nog wel worden uitgeoefend indien dergelijke besluiten worden geagendeerd op initiatief van de NV.

Invoering van de wettelijke bedenktijd kan gezien worden als een codificatie van een uitgebreide variant van de responstijd.[354] De minister merkt op dat de bedenktijd meer rechtszekerheid biedt dan de responstijd, omdat het een wettelijke regeling betreft.[355] Ook geeft hij aan dat de wettelijke bedenktijd voorgaat op de regeling van de responstijd.[356] Mij is niet goed duidelijk wat daarmee wordt bedoeld. In ieder geval betekent het niet dat de responstijd niet meer (eerst) kan worden ingeroepen. Wel zal de responstijd die al is verlopen in mindering worden gebracht op het maximum aantal dagen dat de bedenktijd nog mag duren.[357] Anders dan (volgens de heersende leer) de responstijd, zijn aandeelhouders wel gebonden aan de wettelijke bedenktijd. In die zin betreft invoering van die bedenktijd een versteviging van de positie van het bestuur ten opzichte van de aandeelhouders en de AV. Het bestuur heeft een ruime beoordelingsvrijheid bij het inroepen van de bedenktijd.[358]

6.2.5 Conclusie

Het agenderingsrecht biedt aandeelhouders de mogelijkheid onderwerpen ter besluitvorming (als stempunt) op de agenda te laten plaatsen voor zover de AV de bevoegdheid heeft daarover te besluiten. Onderwerpen ten aanzien waarvan zij niet de bevoegdheid hebben te besluiten, kunnen zij ter discussie (als bespreekpunt) agenderen. Weigering of beperking van een agenderingsverzoek is enkel mogelijk in uitzonderlijke gevallen, waarbij de grondslag voor een dergelijke weigering gelegen kan zijn in artikel 2:8 lid 2 BW of artikel 3:13 lid 1 BW. De toepassing hiervan moet richtlijnconform worden uitgelegd en zal dus maar zelden tot weigering of beperking kunnen leiden. Een agendapunt kan in beginsel niet worden afgewezen op inhoudelijke gronden en moet op de agenda worden geplaatst indien het in overeenstemming met de formele voorschriften is verzocht.

Het convocatierecht is een louter Nederlandse regeling die aandeelhouders de mogelijkheid biedt een AV bijeen te laten roepen en daarvoor punten aan te dragen indien aan bepaalde formele voorwaarden is voldaan en zij een redelijk

352. Zie het voorgestelde artikel 2:114b lid 6 BW in *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 2.
353. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3 (MvT), p. 21.
354. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/632 en Nowak, *WPNR* 2020/7276, par. 2b.
355. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3 (MvT), p. 18-19.
356. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3 (MvT), p. 19.
357. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2, p. 3 (MvT), p. 19.
358. Zie over die beoordelingsvrijheid ook *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/632.

belang hebben. Beide vereisten worden slechts summierlijk getoetst. Niet relevant is of de voorgestelde agendapunten inhoudelijk wenselijk zijn vanuit het perspectief van de beursvennootschap. Als een verzoek tot het houden van een AV wordt afgewezen, dan zal de redelijkheid en billijkheid mijns inziens veelal eisen dat het bestuur alsnog toetst of de voorgestelde agendapunten op de eerstvolgende AV dienen te worden behandeld op grond van het agenderingsrecht, vooropgesteld dat het verzoek ook aan de formele vereisten van het agenderingsrecht voldoet.

Wat mij betreft zou een motie, aanbevelende stemming of peiling van standpunten ruimer toepassing moeten krijgen en zouden dergelijke voorstellen van aandeelhouders in beginsel gehonoreerd moeten worden. Het bestuur heeft daarvan weinig te vrezen en er zijn geen overtuigende argumenten op grond waarvan de meningen van aandeelhouders over bespreekpunten niet zouden moeten kunnen worden gepeild. Wel is het wat mij betreft mogelijk de uitoefening van bepaalde aandeelhoudersbevoegdheden te beperken door deze enkel mogelijk te maken op voorstel of na goedkeuring van het bestuur, al dan niet met goedkeuring van de raad van commissarissen. De Aandeelhoudersrichtlijn verbiedt dergelijke oligarchische regelingen mijns inziens niet. Een aandeelhoudersvoorstel tot behandeling van dergelijke statutair beperkte onderwerpen kan door het bestuur als bespreekpunt geagendeerd worden. Als het bestuur toch besluit een dergelijk onderwerp als stempunt op te nemen in de agenda, dan kunnen in beginsel geldige besluiten genomen worden, tenzij de statuten of de AV-stukken tot een andere uitleg dwingen.

Strategische aandeelhoudersonderwerpen (zoals ontslag, benoeming of statutenwijziging ter ontmanteling van beschermingsconstructies) kunnen door aandeelhouders op de agenda worden geplaatst door gebruikmaking van het agenderingsrecht. De bevoegdheden van aandeelhouders ten aanzien van dergelijke onderwerpen kunnen ook gebruikt worden om invloed uit te oefenen op de strategie. Dat kan in beginsel om iedere reden en op elk moment, mits geen sprake is van strijd met de artikelen 2:8 lid 2 en 3:13 lid 1 BW. Dezelfde hoge drempel geldt wanneer het bestuur en de raad van commissarissen de responstijd willen inroepen. Die drempel geldt niet voor het inroepen van de bedenktijd, aangezien hier geen sprake is van het beperken van een aandeelhoudersbevoegdheid op grond van de redelijkheid en billijkheid, maar van het uitoefenen van een wettelijke bevoegdheid door het bestuur.

6.3 Aandeelhoudersgoedkeuring op grond van artikel 2:107a BW

Artikel 2:107a lid 1 BW onderwerpt besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van NV of haar onderneming aan de goedkeuring van de AV. Ik beschrijf hierna de achtergronden

en uitwerking van dit goedkeuringsrecht en de potentiële invloed hiervan op de strategie zoals die wordt bepaald en uitgevoerd door het bestuur van de beurs-NV.

6.3.1 Achtergrond en uitleg van het wettelijk goedkeuringsrecht van de AV

Artikel 2:107a BW is ingevoerd bij de Wet aanpassing structuurregeling van 9 juli 2004.[359] Zoals beschreven in paragraaf 2.5 van dit proefschrift versterkte deze wet de positie van de AV op een aantal cruciale punten.[360] De wet omvatte onder andere invoering van het agenderingsrecht, het stemrecht van certificaathouders en de vaststelling van het bezoldigingsbeleid.[361] Daarnaast werd een wettelijk goedkeuringsrecht van de AV ingevoerd bij bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming. De memorie van toelichting vermeldt dat er ten tijde van de invoering van het artikel al geruime tijd een discussie gaande was in de literatuur over de vraag of de AV geraadpleegd moest worden bij dergelijke besluiten.[362] Volgens de minister werd algemeen aangenomen dat er een rol voor de AV was weggelegd bij besluiten die wezenlijk betrekking hadden op de structuur van de vennootschap of op de beschikking over delen van de met de vennootschap verbonden onderneming; invoering van artikel 2:107a BW behelsde dus slechts een codificering van die bestaande rol.[363] Het SER-advies dat aanleiding gaf tot invoering van het wettelijk goedkeuringsrecht vermeldt echter dat de rol van de AV ten aanzien van ingrijpende bestuursbesluiten *dient te worden versterkt* en dat de AV een goedkeuringsrecht *dient* te hebben terzake van dergelijke besluiten.[364] Dit suggereert dat er een aanvullende bevoegdheid werd gecreëerd in plaats van dat slechts een bestaande bevoegdheid werd gecodificeerd. Met name was voorafgaand aan invoering van deze bepaling onduidelijk of goedkeuring vereist was in de gevallen als bedoeld in sub b en c van artikel 2:107a lid 1 BW.[365] Het lijkt er dus op dat voorafgaand aan invoering van artikel 2:107a BW de heersende leer was dat voor ingrijpende bestuursbesluiten goedkeuring van de AV vereist was, maar dat niet ondubbelzinnig vast stond dat dit zo was in alle gevallen die genoemd artikel thans beschrijft.

---

359. Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (*Stb.* 2004, 370), inwerkingtreding 1 oktober 2004 (*Stb.* 2004, 405).
360. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1, p. 13. Zie de in de tekst genoemde paragraaf voor meer achtergronden bij deze ontwikkeling.
361. Zie ook *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/10.
362. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 18.
363. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 18.
364. SER-advies, 'Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling', 19 januari 2001, p. 83-84. Zie ook Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107a BW, aant. A2, die aangeeft dat het artikel beoogt de reële macht van de AV bij de NV beoogt te vergroten.
365. Klaassen 2007, par. 5.3.2 en 5.3.3.

Zoals beschreven in paragraaf 3.3 heeft de AV in de Verenigde Staten veelal ook de bevoegdheid tot goedkeuring van bepaalde belangrijke besluiten (*fundamental changes*).[366] In Delaware gaat het dan, naast het wijzigen van het certificate of incorporation, om de verkoop van (vrijwel) alle activa, ontbinding van de vennootschap en belangrijke fusies.[367]

Het wettelijk goedkeuringsrecht van de AV geldt wanneer een bestuursbesluit zo ingrijpend is dat gezegd kan worden dat het de aard van het aandeelhouderschap wijzigt. De aandeelhouder gaat als het ware kapitaal verschaffen aan een wezenlijk andere vennootschap.[368] Dit is een subjectief criterium. In de wettelijke bepaling zijn daarom drie voorbeelden van besluiten opgenomen waarvoor *in ieder geval* goedkeuring gevraagd moet worden. Indien een transactie niet kwalificeert als een van de drie gevallen die in artikel 2:107a lid 1 BW worden genoemd, dan is dit een aanwijzing dat het besluit niet ter goedkeuring dient te worden voorgelegd aan de AV. Het goedkeuringsrecht moet namelijk restrictief worden uitgelegd[369] en de drie gevallen die in het artikel worden genoemd zijn belangrijke indicatoren voor de vraag of al dan niet goedkeuring vereist is. De drie gevallen zijn echter niet limitatief bedoeld. Het kan dan ook voorkomen dat een transactie die niet tot een van de drie gevallen kan worden gerekend, toch ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de AV, omdat deze anderszins leidt tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van NV of haar onderneming.

Hiervan was sprake bij de afscheiding van de Lighting divisie door Koninklijke Philips in 2016. De divisie vertegenwoordigde 25% van het bedrag van de consolideerde activa maar werd toch ter goedkeuring voorgelegd aan de AV in 2015, omdat sprake was van een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de onderneming.[370] De splitsing van bank- en verzekeringsbedrijf door ING werd in 2009 aan de AV ter goedkeuring voorgelegd omdat deze strategiewijziging zou leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van ING, zonder dat op dat moment al goedkeuring werd gevraagd voor de afstoting van het verzekeringsbedrijf.[371] De afsplitsing van Organon (18% van de geconsolideerde

366. Eisenberg & Cox 2014, p. 299.
367. §271 (verkoop van activa), 275 (ontbinding) en 251(c) en (f) (belangrijke fusies) DGCL. Zie ook: Eisenberg & Cox 2014, p. 299.
368. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 19.
369. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.7-4.8.
370. 'Samenvatting van de discussie in de algemene vergadering van aandeelhouders van Koninklijke Philips N.V. gehouden op 7 mei 2015 te Amsterdam', p. 12-13, philips.com. Zie ook: Abma e.a. 2017, par. 2.7.1.
371. Zie de stukken van de AV van ING van 25 november 2009, ing.com.

activa) van AkzoNobel in 2006 werd ook aan de AV voorgelegd omdat sprake was van een belangrijke identiteitsverandering.[372]

De wettekst spreekt van een bestuursbesluit "omtrent" een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van NV of haar onderneming. Het woord "omtrent" impliceert dat de AV van een moedermaatschappij een goedkeuringsrecht kan hebben in verband met een besluit van het bestuur van de moedermaatschappij over een voorgenomen transactie op het niveau van de dochtermaatschappij, indien die transactie voldoende ingrijpend is in relatie tot de aandeelhouders van de moedermaatschappij.[373] Het vereiste dat bepaalde besluiten ter goedkeuring aan de AV moeten worden voorgelegd kan niet worden omzeild door de transactie op te splitsen en de verwerving van een deelneming te realiseren via meerdere transacties, waarmee telkens een deel van de aandelen in de deelneming wordt verworven.[374] Dit is ook relevant wanneer een belangrijke deelneming naar de beurs wordt gebracht door de moedervennootschap (indien dat een NV is). In dat geval worden vaak alle aandelen in de notering opgenomen, maar zal de verkopende aandeelhouder (de moedervennootschap) in eerste instantie slechts een minderheidsbelang verkopen aan beleggers. Indien de intentie van de moedervennootschap is om uiteindelijk haar gehele belang af te stoten, ook al is het over een periode van jaren, dan dient goedkeuring te worden gevraagd aan de AV van de moedervennootschap. Indien de intentie van de moedervennootschap is om op lange termijn meerderheidsaandeelhouder te blijven, dan zal normaal gesproken geen goedkeuring nodig zijn.

In alle gevallen zal het bestuur de AV op de hoogte moeten stellen van alle feiten en omstandigheden die noodzakelijk zijn voor een behoorlijke oordeelsvorming.[375] Dit wordt doorgaans gedaan door het verstrekken van een aandeelhouderscirculaire bij de oproeping van de AV.[376] Dit werd in de Code Tabaksblat ook specifiek voorgeschreven.[377] Thans vermeldt de Corporate Governance Code hier niets meer over, maar dit is wel de praktijk gebleven.

372. Zie o.a. de oproeping van de AV van AkzoNobel van 7 september 2006, te vinden op akzonobel.com. Dat AkzoNobel van mening was dat sprake was van een belangrijke identiteitsverandering wordt uitgelegd door de toenmalige CEO op p. 17 van de notulen van de desbetreffende vergadering.
373. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 23.
374. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 20.
375. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 23.
376. Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 73 en Meppelink, *TOP* 2019/326, p. 30.
377. *Best practice*-bepaling IV.3.7 van de Code Tabaksblat. In de latere Corporate Governance Codes wordt dit niet meer specifiek voorgeschreven, maar in de praktijk wordt nog steeds gebruik gemaakt van dergelijke *shareholder circulars*.

> In Delaware bestaat eenzelfde verplichting om aandeelhouders, wanneer (een voornemen tot) een besluit ter goedkeuring aan hen wordt voorgelegd, te voorzien van alle materiële beschikbare informatie. Deze verplichting wordt wel aangeduid als de *duty of disclosure*.[378] Zoals omschreven door de Delaware Supreme Court: "It is well-established that the duty of disclosure 'represents nothing more than the well-recognized proposition that directors of Delaware corporations are under a fiduciary duty to disclose fully and fairly all material information within the board's control when it seeks shareholder action.'"[379]

Belangrijke feiten en omstandigheden kunnen soms nog niet bekend zijn op het moment dat de goedkeuring wordt gevraagd. In de praktijk wordt in dat soort gevallen, en met name bij het afstoten van deelnemingen, veelal een ruim mandaat gevraagd voor het uitvoeren van de transactie. Het agendapunt vermeldt dan een voorstel tot goedkeuring van het afstoten van een dochtervennootschap, op voorwaarden zoals vast te stellen door het bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen.[380] Dit is aanvaardbaar. De AV kan wel voorwaarden verlenen aan haar goedkeuring.[381] Voorkomen moet worden dat de uiteindelijke transactie op essentiële onderdelen afwijkt van de informatie op basis waarvan de AV haar goedkeuring heeft verleend. Op die goedkeuring kan dan geen beroep meer worden gedaan en er zal opnieuw goedkeuring moeten worden gevraagd op basis van de gewijzigde informatie.[382]

Het besluit tot goedkeuring kan met gewone meerderheid worden genomen, tenzij statutair een hogere meerderheid vereist is.[383] Transacties door een beurs-NV die vallen onder artikel 2:107a BW zullen vrijwel altijd kwalificeren als voorwetenschap als bedoeld in de Verordening Marktmisbruik. Dit brengt met zich dat er in bepaalde gevallen, bijvoorbeeld bij de aankoop van een aanzienlijke deelneming, voor gekozen zal worden de publicatie van voorwetenschap uit te stellen tot aan ondertekening van de koopovereenkomst.[384] Dit leidt ertoe dat geen goedkeuring van de AV kan worden verkregen voorafgaand aan

---

378. Assink 2007, nr. 14.
379. Delaware Supreme Court, *Zirn v. VLI Corp.*, 681 A.2d 1050 (Del. 1996).
380. Dit was het geval bij de goedkeuring voor de afstoting van de Lighting divisie van Koninklijke Philips, zoals geagendeerd voor de AV van 7 mei 2015 en bij de goedkeuring voor de afstoting van Organon door AkzoNobel, zoals geagendeerd voor de AV van 7 september 2006.
381. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/18f.
382. Rb. Den Haag 12 juli 2006, *JOR* 2006/207 (*Jakobs/Audilux*), r.o. 3.6.
383. Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 72-73. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/18c.
384. Artikel 17 lid 4 van de Verordening Marktmisbruik. Lopende onderhandelingen kwalificeren als een rechtmatig belang op grond waarvan een beursvennootschap publicatie van voorwetenschap kan uitstellen, indien openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen waarschijnlijk zou beïnvloeden.

ondertekening van de overeenkomst. De goedkeuring zal in dat geval na ondertekening van de overeenkomst gevraagd moeten worden, maar in beginsel wel voorafgaand aan levering van de aandelen, en zal dus als een opschortende voorwaarde voor de verplichting tot levering van de aandelen worden opgenomen in de koopovereenkomst. Voordat het verzoek om goedkeuring aan de AV wordt voorgelegd en tijdig voor de datum van oproeping dient de ondernemingsraad in de gelegenheid gesteld te worden hierover een standpunt te bepalen. Het ontbreken van dit standpunt tast de verdere besluitvorming niet aan.[385]

Het ontbreken van de goedkeuring van de AV op een besluit dat onderworpen is aan artikel 2:107a lid 1 BW tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of de bestuurders niet aan.[386] Dit gegeven verhinderde (volgens de Hoge Raad terecht) dat de Ondernemingskamer effectuering van de transactie verbood bij wijze van onmiddellijke voorziening in de *ABN AMRO*-enquête.[387] De bestuurders kunnen wel aansprakelijk worden gehouden voor eventuele schade op grond van artikel 2:9 BW.[388] Ook is denkbaar dat de vennootschap eventuele schade kan terugvorderen van de derde-wederpartij op grond van onrechtmatige daad.[389] Onder omstandigheden kan het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn dat die derde de vennootschap aan de overeenkomst houdt, indien hij wist of behoorde te weten dat de goedkeuring ontbrak terwijl deze vereist was.[390]

In noodsituaties kan de goedkeuring achteraf (na uitvoering van de transactie) worden gevraagd.[391] Onder omstandigheden zal het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar kunnen zijn dat het bestuur wordt gehouden aan de verplichting om zijn besluit voor te leggen aan de aandeelhouders.[392]

> Bij de reddingsoperatie van Fortis werd de Nederlandse bank- en verzekeringsonderneming verkocht aan de Nederlandse Staat. Verondersteld werd dat sprake was van een besluit als bedoeld in artikel 2:107a lid 1 BW dat het bestuur van Fortis in beginsel voor had moeten leggen aan de AV. In dit geval was de verkoop zonder goedkeuring van de AV volgens het Hof echter gerechtvaardigd nu artikel 2:107a BW op grond van artikel 2:8 lid 2 BW

385. Artikel 2:107a lid 3 BW.
386. Artikel 2:107a lid 2 BW.
387. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.10 en par. 5 van de annotatie van Maeijer bij die beschikking.
388. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107a, aant. 3.
389. *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 10.
390. Zie ook: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/18i.
391. Op de AV van 9 juni 2010 heeft Value8 goedkeuring achteraf gevraagd voor vier transacties die eerder dat jaar waren afgerond, zie de stukken voor de AV van 8 juni 2010 van Value8, value8.com
392. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/21. Zie ook: Hof Amsterdam, 29 juli 2014, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos (*Fortis*), r.o. 5.2.6.

> toepassing miste, onder andere vanwege het grote maatschappelijke belang dat in het geding was, nu door het mogelijke faillissement van een systeembank ernstige schade zou kunnen worden toegebracht aan het financiële systeem en de reële economie.[393]

Indien een (voorgenomen) bestuursbesluit niet onder de werking van artikel 2:107a BW valt, dan moet niet snel worden aangenomen dat de AV enige zeggenschap toekomt, behalve wanneer die voortvloeit uit een andere wettelijke of statutaire regeling. Het goedkeuringsrecht wordt regelmatig woordelijk overgenomen in de statuten van beurs-NV's. Daarbij kan het aantal onderwerpen waarop het goedkeuringsrecht van de AV ziet wel worden uitgebreid, maar niet worden beperkt. Daarnaast kan de beurs-NV onder omstandigheden gerechtvaardigde verwachtingen hebben gewekt op basis waarvan een goedkeuringsrecht van de AV kan worden aangenomen.[394]

6.3.2 De drie gevallen waarin goedkeuring van de AV in ieder geval vereist is

In drie gevallen is volgens artikel 2:107a lid 1 BW in ieder geval goedkeuring van de AV vereist. Het eerste geval betreft een overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde. Al voorafgaand aan invoering van artikel 2:107a BW werd aangenomen dat daarvan geen sprake kon zijn zonder medewerking van de AV.[395] In een andere visie zou het bestuur van de NV alle activa kunnen verkopen, uit de opbrengst daarvan de schuldeisers kunnen voldoen en vervolgens het restant van die opbrengst kunnen uitkeren aan de aandeelhouders. Vanuit economisch perspectief is dan sprake van ontbinding. Men duidt dit daarom ook wel aan als een 'materiële liquidatie'.[396] Volgens de minister is een dergelijk besluit naar zijn aard op voorhand zodanig ingrijpend voor de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming dat een goedkeuringsrecht voor de AV gerechtvaardigd is.[397] Of inderdaad een overdracht van vrijwel de gehele onderneming is beoogd moet van geval tot geval worden bekeken.[398]

> In Delaware kan een *corporation* alle of vrijwel alle activa enkel verkopen indien dit is goedgekeurd door de meerderheid van de stemgerechtigde aandeelhouders.[399] Of sprake is van "vrijwel alle activa" is afhankelijk van

393. Hof Amsterdam, 29 juli 2014, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos, (*Fortis*), r.o. 5.2.6.
394. Assink/Slagter 2013 (Deel 1), §43.3.
395. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/20a.
396. Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20, artikel 2:107a, aant. 2.
397. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 20.
398. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 22.
399. §271(a) DGCL.

de kwalitatieve en kwantitatieve eigenschappen van de voorgestelde transactie en het effect daarvan op de vennootschap.[400] In de woorden van de Delaware Supreme Court: "If the sale is of assets quantitatively vital to the operation of the corporation and is out of the ordinary and substantially affects the existence and purpose of the corporation, then it is beyond the power of the Board of Directors."[401] Het besluit moet zien op de vervreemding van de middelen die nodig zijn om het doel te bereiken waarvoor de vennootschap is opgericht.[402] De ratio hiervan is dat een verkoop van (vrijwel) alle activa een inbreuk vormt op de impliciete overeenkomst tussen aandeelhouders om de ondernemingsactiviteiten te bevorderen.[403] In die zin lijkt de ratio achter het vereiste van aandeelhoudersgoedkeuring in Nederland en de Verenigde Staten vergelijkbaar: de vennootschap beëindigd haar belangrijkste activiteiten en de onderneming houdt feitelijk op te bestaan.

Hoewel het in andere staten voorkomt dat de verkoop van belangrijke deelnemingen moet worden voorgelegd aan de aandeelhouders, is dat in Delaware niet het geval.[404] Een verkoop van een dochtervennootschap die meer dan de helft van de waarde van de activa van de vennootschap betreft, vereist dan ook niet louter om die omvang aandeelhoudersgoedkeuring.[405] Dat kan anders zijn wanneer de te verkopen activa de enige zijn die inkomsten genereren.[406] Een board of directors hoeft echter geen goedkeuring te vragen aan de AV voor een verkoop van activa wanneer er een substantiële en levensvatbare onderneming overblijft.[407] Delaware kent in beginsel dan ook geen vereiste voor aandeelhoudersgoedkeuring in de gevallen zoals bedoeld in artikel 2:107a lid 1 sub b en c BW.

In de praktijk is de goedkeuring als bedoeld onder sub a van artikel 2:107a lid 1 BW veelal nodig wanneer een *pre-wired* herstructurering wordt afgesproken in het kader van een openbaar bod.[408] De meest voorkomende variant van

400. Delaware Court of Chancery, *Winston v. Mandor*, 710 A.2d 831 (Del. Ch. 1996).
401. Delaware Supreme Court, *Gimbel v. Signal Companies, Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. 1974).
402. Delaware Court of Chancery, *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).
403. Eisenberg & Cox 2014, p. 1146.
404. Delaware Court of Chancery, *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).
405. Delaware Court of Chancery, *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).
406. Delaware Court of Chancery, *Winston v. Mandor*, 710 A.2d 831 (Del. Ch. 1996) en Delaware Court of Chancery, *Hollinger, Inc. v. Hollinger International, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch. 2004).
407. Delaware Supreme Court, *Gimbel v. Signal Companies, Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. 1974) en Delaware Court of Chancery, *Winston v. Mandor*, 710 A.2d 831 (Del. Ch. 1996).
408. Meppelink, *TOP* 2019/326, p. 27.

een dergelijke herstructurering is de *pre-wired asset sale*.[409] Na een geslaagd openbaar bod waarbij minder dan 95% van de aandelen in de doelvennootschap is verkregen, kan hierdoor de onderneming door de doelvennootschap worden verkocht aan de bieder tegen een prijs die gelijk staat aan de biedprijs per aandeel onder het openbaar bod. Een bedrag dat gelijk staat aan het aantal minderheidsaandelen wordt betaald in contanten en het restant blijft verschuldigd. De doelvennootschap wordt na de verkoop van de onderneming ontbonden nadat een vereffeningsuitkering bij voorbaat is betaald.[410] De bieder kan zo, door gebruikmaking van andere wettelijke mogelijkheden dan de uitkoopprocedure, 100% van de onderneming in handen krijgen.

Het geval onder sub b van artikel 2:107a lid 1 BW betreft het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de NV of een dochtermaatschappij met een andere rechtspersoon dan wel als volledig aansprakelijke vennote in een commanditaire vennootschap of vennootschap onder firma, indien de samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap. Dit ziet in de praktijk met name op het aangaan of verbreken van joint ventures.[411] In dit soort gevallen kan het onzeker zijn of zij leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van NV of haar onderneming. Dat is alleen het geval indien de samenwerking van ingrijpende betekenis is. Of dat het geval is moet mede worden beoordeeld tegen de achtergrond van de grenzen die in de andere onderdelen zijn getrokken.[412] Ook kunnen volgens de minister winstgevendheid en omzet goede aanwijzingen geven, of het gegeven dat het risicoprofiel van de NV sterk wijzigt door een beëindiging van samenwerking met een marktleider, die beschikt over vooraanstaande kennis over zijn product of een afzetkanaal voor een verwant product.[413] Relevant voor de vraag of de joint venture leidt tot een identiteitswijziging is meen ik ook of het aangaan of verbreken van de joint venture een strategisch logische transactie behelst die past bij de gebruikelijke ondernemingsactiviteiten. De Hoge Raad overwoog in de *HBG*-beschikking (voorafgaand aan invoering van artikel 2:107a BW) al dat "…het bestuur van een vennootschap rechtens niet gehouden is het aangaan van een joint venture ter instemming of goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders voor te leggen, wanneer die joint venture past in het profiel van de gebruikelijke en normale ondernemingsactiviteiten van de vennootschap".[414]

---

409. De Brauw 2017, par. 15.4.2.
410. De minderheidsaandeelhouders ontvangen een uitkering in contanten en de vordering van de bieder uit hoofde van de vereffeningsuitkering wordt verrekend met de verschuldigde koopprijs. Zie De Brauw 2017, par. 15.4.2 voor een meer uitgebreide beschrijving.
411. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/20b.
412. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 19.
413. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 22.
414. HR 21 februari 2003, *NJ* 2003/182, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/57, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*HBG*), r.o. 6.2.

Het geval onder sub c van artikel 2:107a lid 1 BW betreft het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa volgens de balans met toelichting of, indien de vennootschap een geconsolideerde balans opstelt, volgens de geconsolideerde balans met toelichting volgens de laatst vastgestelde jaarrekening van de NV, door haar of een dochtermaatschappij. In de praktijk is dit derde geval het meest relevant. In meer dan 80% van de gevallen waarin goedkeuring werd gevraagd op grond van artikel 2:107a BW, was dat voor het nemen of afstoten van een deelneming.[415] De uitleg van dit geval leidt nogal eens tot onduidelijkheid. Een beurs-NV zal veelal een geconsolideerde jaarrekening opstellen. De balans van die jaarrekening is dan relevant voor het bepalen van de waarde van de activa van de NV. Volgens de minister zijn hiervoor verschillende kwantitatieve drempels overwogen, maar geeft het balanstotaal een goed inzicht in de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming en is het daarom geschikt als criterium.[416] Die stelling lijkt mij in algemene zin niet juist. In de praktijk wordt niet naar de balans van de onderneming gekeken om de waarde van de onderneming te bepalen.

> Doorgaans worden in de praktijk met name twee soorten waarderingsmethoden gebruikt om de waarde van een onderneming te bepalen: de marktwaardebenadering en de rendementsbenadering. De eerste vorm van waardering kijkt naar wat een onderneming op de markt waard is. Bij een beurs-NV wordt de waarde van de onderneming vertaald naar de marktkapitalisatie (het aantal geplaatste aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers). Een andere vorm van de marktwaardebenadering is werken met *transaction multiples*. Dit is een analyse van koopprijzen die betaald worden bij overnames van vergelijkbare ondernemingen. De rendementsbenadering kijkt naar het toekomstige rendement van de onderneming. De meest bekende vorm hiervan is de *discounted cash flow*-analyse. Hierbij worden de toekomstige verwachte winsten van de onderneming vertaald naar de huidige waarde door die prognoses te verdisconteren met een percentage. Dat percentage is de som van het gewogen gemiddelde van de rentevoet berekend over het vreemd vermogen en het dividendpercentage berekend over het eigen vermogen.[417] Bij de verdisconteerde winsten wordt een bedrag opgeteld dat geldt als de zogenaamde eindwaarde. Dit levert de totale waarde van de onderneming (*enterprise value*) op, waar vervolgens de nettoschuld vanaf kan worden getrokken om tot de koopprijs (*equity value*) te komen.[418]

415. Abma e.a. 2017, par. 2.7.3.
416. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 19.
417. De *weighted average cost of capital* (WACC).
418. Zie voor een uitgebreidere uitleg: Stevens & Garcia Nelen 2017, hoofdstuk 3.

De balans uit de jaarrekening zegt iets over de boekwaarde van activa en passiva op een moment in het verleden, terwijl de gebruikelijke waarderingsmethoden veelal iets zeggen over de reële waarde op het moment van waarderen, gelet op het te verwachten rendement in de toekomst. Aandeelhouders zullen juist in dat laatste geïnteresseerd zijn. Daarnaast is het balanstotaal niet noodzakelijkerwijs gelijk aan de werkelijke waarde van de activa en komen sommige waardevolle aspecten van de onderneming niet voor op een balans, zoals de concurrentiepositie en getalenteerd personeel. Hoe het ook zij, de minister vond blijkens de toelichting het 'balanstotaal' een geschikt criterium om de waarde van de onderneming mee aan te duiden. Hij bedoelt daarmee – volgens de toelichting – het geheel van de actief- respectievelijk passiefposten op de balans, wat naast het eigen vermogen ook voorzieningen en lang- en kortlopende schulden omvat.[419] Dit is enigszins cryptisch geformuleerd, maar bedoeld is het totaal aan activa *danwel* het totaal aan passiva (dat laatste omvat zowel vreemd vermogen als eigen vermogen); dat is immers altijd hetzelfde bedrag. Niet bedoeld is de activa *minus* de passiva. In de wettekst is mogelijk daarom ook enkel "het bedrag van de activa" opgenomen. In de *ABN AMRO*-beschikking wordt ook het 'balanstotaal' genoemd, maar ook daar wordt slechts het totale bedrag aan activa in aanmerking genomen.[420] Mijn conclusie is dat de waarde van de deelneming afgezet moet worden tegen de totale activa op de geconsolideerde balans (zonder dat bedrag te verminderen met de passiva).[421] Onder IFRS wordt deze post gewoonlijk aangeduid als '*total assets*'.

Er is ook onduidelijkheid geweest over hoe de waarde van de deelneming moet worden berekend. De heersende leer is nu – als ik het goed zie – als volgt. Bij het *afstoten* van een deelneming moet gekeken worden naar de boekwaarde.[422] Bij het *verkrijgen* van een deelneming moet gekeken worden naar de koopprijs.[423] De minister merkte op dat op het moment dat het bestuur zich beraadt over het verwerven van een deelneming en in overleg treedt met de verkoper, het mogelijk nog niet duidelijk is of de transactie zo ingrijpend is dat aan de voorwaarden van artikel 2:107a BW wordt voldaan.[424] Ook dit wijst erop dat bij het nemen van een deelneming gekeken moet worden naar de koopprijs

419. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 3 (MvT), p. 19.
420. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.10.
421. Zie anders: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/21.
422. A.G.H. Klaassen, 'Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2008/171, par. 5.4; Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 74; par. 3.42(iii) concl. A-G Timmerman bij HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*); Meppelink, *TOP* 2019/326, p. 29.
423. Zie in dezelfde zin: Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 74; C. de Groot & T.L.M. Verdoes, 'Het goedkeuringsrecht voor deelnemingen in art. 2:107a (en 2:164/274) BW: Mylan/Meda revisited', *O&F* 2019/2, par. 6; Meppelink, *TOP* 2019/326, p. 28.
424. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 22.

(die is mogelijk nog niet definitief en daarom is er onduidelijkheid over of aan de voorwaarden wordt voldaan). De door de wetgever gekozen systematiek leidt in de praktijk tot scheve verhoudingen.

> Ik noem twee voorbeelden om dit te illustreren. Adyen had op 31 december 2018 totale activa ter waarde van € 1,86 miljard. Adyen moet daarom goedkeuring aan de AV vragen bij een afstoting van een deelneming met een boekwaarde of een verwerving van een deelneming voor een koopprijs van ten minste € 620 miljoen. Adyen had per diezelfde datum een marktwaarde (marktkapitalisatie) van € 14,04 miljard[425] en de goedkeuringsdrempel van € 620 miljoen betreft dus slechts 4,4% van de marktwaarde. ABN AMRO had op 31 december 2018 totale activa ter waarde van € 381,30 miljard en een marktwaarde (marktkapitalisatie) van € 19,31 miljard.[426] ABN AMRO moet goedkeuring vragen voor afstoting van een deelneming met een boekwaarde of een verwerving van een deelneming voor een koopprijs van ten minste € 127,1 miljard. Een dergelijke transactie vertegenwoordigde 658,2% van de marktwaarde van ABN AMRO per 31 december 2018.[427]

Het moge duidelijk zijn dat de criteria zoals genoemd in sub c van artikel 2:107a lid 1 BW niet goed zijn gekozen, waardoor het goedkeuringsrecht niet ziet op de transacties die voor aandeelhouders het meest relevant zijn. Ik zou er voor willen pleiten om voor beursvennootschappen te bepalen dat voor het vaststellen of goedkeuring vereist is van de AV relevant zijn (1) de (ver)koopprijs van de te verkrijgen of af te stoten deelneming, in verhouding tot (2) de marktkapitalisatie van de beursvennootschap (en niet de boekwaarde van de activa) zoals bepaald door de laatste slotkoers voorafgaand aan het moment van aankondiging van de transactie.[428] Dit brengt zekerheid, omdat dat moment samenvalt met het moment van ondertekenen van de koopovereenkomst waarin al dan niet een voorwaarde van AV-goedkeuring moet worden opgenomen. Overigens zou bij een verkoop, ook in een dergelijke regeling, vooraf goedkeuring kunnen worden gevraagd. De beursvennootschap kan dan aangeven dat de te verwachten koopprijs mogelijk of in ieder geval de drempel van dit artikel zal overstijgen. Voor de praktijk verandert er dus niet veel, behalve dat er meer duidelijkheid zal bestaan over of de goedkeuring op juiste gronden al dan niet aan de AV wordt voorgelegd.

---

425. Adyen Annual Report 2018, p. 66 en overige openbare informatie.
426. ABN AMRO Annual Report 2018, p. 4 en 15 en overige openbare informatie.
427. De marktwaardes van Adyen en ABN AMRO zijn gebaseerd op de beurskoers per die datum zoals te raadplegen in openbare bronnen.
428. Een vergelijkbare regeling is opgenomen in de UK Listing Rules, zie UK Listing Rules, Annex 1, onderdeel 5R(1)-(5). Vgl. Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 75.

Niet-beursgenoteerde NV's hebben uiteraard geen marktkapitalisatie die kan worden gerelateerd aan de beurskoers. Het zou dan ook mijn voorkeur hebben artikel 2:107a BW in het geheel niet van toepassing te laten zijn op niet-beursgenoteerde NV's. Dit artikel is namelijk ingevoerd als onderdeel van een pakket aan maatregelen dat de positie van aandeelhouders moest versterken, welke wens met name bestond bij beursvennootschappen. Voor dat soort vennootschappen is deze regeling dan ook bedoeld. Veruit de meeste niet-beursgenoteerde NV's zijn besloten NV's[429] die een eigen statutaire regeling kunnen optuigen. Daar heeft de AV in de praktijk al veel juridische en feitelijke macht en heeft een wettelijk goedkeuringsrecht niet veel toegevoegde waarde. Het gehele artikel 2:107a BW zou wat mij betreft wel moeten gelden voor beursgenoteerde BV's. Een aanpassing zoals door mij voorgesteld zou zorgen voor een vereenvoudiging en bijdragen aan het praktisch nut van de regeling.

6.3.3 Aandeelhoudersgoedkeuring van strategische besluiten

In de parlementaire geschiedenis werd in algemene zin opgemerkt dat besluiten die wezenlijk betrekking hebben op de vennootschappelijke structuur niet worden gerekend tot de bestuursbevoegdheid.[430] Ook in de literatuur heerst de gedachte dat bevoegdheden die betrekking hebben op de structuur van de vennootschap of een wezenlijk deel van haar onderneming aan de AV dienen toe te komen en buiten de bestuursbevoegdheid vallen.[431] Van Solinge en Nieuwe Weme menen zelfs dat strikt genomen het *nemen* – en dus niet enkel het *goedkeuren* – van besluiten die de identiteit of het karakter van de vennootschap belangrijk veranderen tot de bevoegdheid van de AV horen.[432] Ik meen dat, in ieder geval sinds de invoering van artikel 2:107a BW, moet worden aangenomen dat besluiten die onder de werking van dat artikel vallen, in beginsel tot de bevoegdheid van het bestuur horen. De AV heeft in die gevallen slechts een goedkeuringsbevoegdheid. Dit blijkt al uit de wettekst die uitdrukkelijk bepaalt dat besluiten die onder de werking van artikel 2:107a BW vallen *bestuursbesluiten* zijn. Men zou ook kunnen spreken van een gedeelde bevoegdheid, waarbij het bestuur het initiatiefrecht heeft en de AV een vorm van negatieve controle. Een dergelijke vorm van negatieve controle impliceert op zichzelf al dat de primaire bevoegdheid bij een ander orgaan ligt.

Het voorgaande past meen ik ook in de wettelijke bevoegdheidsverdeling. Het bestuur krijgt een grote mate van vrijheid om de vennootschap en haar onderneming te besturen. Ingrijpende besluiten van het bestuur zullen vaak strategisch zijn. Zij vallen dus in beginsel onder de primaire bevoegdheid van het bestuur,

429. Zie paragraaf 1.3.2 van dit proefschrift.
430. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 20.
431. Zie o.a. Klaassen 2007, par. 5.3.1 met verwijzingen naar andere bronnen en *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/5.
432. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/18.

in die zin dat het bestuur daartoe het initiatief kan nemen. Voor zover dergelijke besluiten vallen onder de werking van artikel 2:107a BW of overige toepasselijke wettelijke of statutaire regelingen die dat bepalen, heeft het bestuur voor de uitvoering van die besluiten de medewerking van de AV nodig. Voor zover dergelijke wettelijke of statutaire bepalingen ontbreken, behoren ook besluiten die ingrijpen op de vennootschappelijke structuur tot de bevoegdheid van het bestuur en daarmee onder de strategie en het beleid van de vennootschap. Of, zoals de Hoge Raad in het *Fugro*-arrest: "Voor zover bevoegdheden omtrent de inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie toekomen aan het bestuur, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap."[433] Een andere visie, namelijk dat besluiten die de identiteit of het karakter wezenlijk veranderen in beginsel tot de bevoegdheid van de AV vallen, zou leiden tot de uitkomst dat agenderingsgerechtigde aandeelhouders dergelijke besluiten als stempunt kunnen agenderen. Zij zouden dan op eigen initiatief tot verkoop van de onderneming kunnen besluiten, eventueel zelfs aan een entiteit die door die aandeelhouders wordt gecontroleerd. Dat strookt niet met de wettelijke bevoegdheidsverdeling binnen de organisatie van de NV en zou de bevoegdheid en autonomie van het bestuur uithollen, aangezien hier in de praktijk steeds mee zou kunnen worden gedreigd. Een restrictieve interpretatie van artikel 2:107a BW laat het bestuur dan ook een ruime bevoegdheid tot het bepalen en uitvoeren van strategie en beleid. Geen goedkeuring hoeft gevraagd te worden voor een verkoop van activa of (des) investeringen ten aanzien van goederen of productiemiddelen.[434] In de parlementaire geschiedenis wordt ook opgemerkt dat het niet past dat de AV het investeringsbeleid bepaalt.[435]

Overigens blijkt uit onderzoek dat het goedkeuringsrecht van de AV in de praktijk geen struikelblok is voor uitvoering van strategische voornemens van besturen van beurs-NV's. Tussen 1 oktober 2004 en 1 september 2016 zijn in totaal 61 bestuursbesluiten voorgelegd aan de AV van beurs-NV's.[436] Behalve in één geval – waar de verkoop van (vrijwel) de gehele onderneming aan de orde was – werden deze (voorgestelde) besluiten allemaal goedgekeurd.

433. HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.
434. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 20.
435. *Kamerstukken II* 2001/02, 28179, nr. 5, p. 20.
436. 31 gevallen betroffen het nemen van een belangrijke deelneming, 18 gevallen het afstoten van een belangrijke deelneming, 10 gevallen de verkoop van (vrijwel) de gehele onderneming en 2 gevallen het verbreken van een belangrijke samenwerking. Zie: Abma e.a. 2017, par. 2.7.3.

6.3.4 Conclusie

Artikel 2:107a BW is ingevoerd in een tijd waarin aandeelhoudersrechten werden versterkt. Het goedkeuringsrecht dat daarin aan de AV is toegekend vormt een meer omvattende beperking van de bestuursautonomie dan voorafgaand aan invoering daarvan werd aangenomen. De onderwerpen die aan goedkeuring onderhevig zijn hebben veelal raakvlakken met de strategie en het beleid van de beurs-NV. Dit betekent dat de bestuursbevoegdheid tot het bepalen van strategie en het beleid niet onbeperkt is. Bij ingrijpende wijzigingen is goedkeuring van de AV nodig. Die goedkeuring is eerder vereist wanneer een bepaald besluit niet past binnen de tot dan toe gevolgde strategie van de onderneming, aangezien aandeelhouders daarmee aandelen gaan houden in een ander soort onderneming.

Artikel 2:107a lid 1 sub c BW zou wat mij betreft moeten worden aangepast. Die aanpassing zou moeten zien op de maatstaven voor het berekenen van de waarde van de beursvennootschap en die van de deelneming, in die zin dat relevant dienen te zijn (1) de (ver)koopprijs van de te verkrijgen of af te stoten deelneming, in verhouding tot (2) de marktkapitalisatie van de beursvennootschap (en niet de boekwaarde van de activa) zoals bepaald door de beurskoers op het moment van aankondiging van de transactie.[437] Dit leidt tot meer praktisch nut en zekerheid. Het artikel zou niet moeten gelden voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Daarvoor is het artikel oorspronkelijk ook niet primair bedoeld en is het veelal niet nodig. Het gehele artikel 2:107a BW zou wel moeten gelden voor beursgenoteerde BV's.

Bevoegdheden die betrekking hebben op de structuur van de vennootschap of een wezenlijk deel van haar onderneming zullen primair binnen de bestuursbevoegdheid vallen. Zoveel is in ieder geval duidelijk na invoering van artikel 2:107a BW, hoewel die bevoegdheid niet exclusief is. Het bestuur heeft een initiatiefrecht en de AV 'slechts' een vorm van negatieve controle. Voor zover andere wettelijke of statutaire bepalingen ontbreken, behoren ook besluiten die ingrijpen op de vennootschappelijke structuur tot de bevoegdheid van het bestuur en daarmee onder de strategie en het beleid van de vennootschap. Aandeelhouders kunnen dergelijk besluiten dan ook niet op eigen initiatief agenderen als stempunt.

437. Vgl. Roelvink, *TOP* 2007/2, p. 75.

Hoofdstuk 7. Toekomstperspectieven voor de beursvennootschap

In de voorgaande hoofdstukken beschreef ik mijn visie op de ontwikkeling en de stand van het positieve recht. Voor zover er naar mijn inzicht op specifieke onderdelen van het vennootschapsrecht, of de interpretatie daarvan, wijzigingen zouden moeten worden aangebracht, heb ik daarvoor voorstellen aangedragen. In dit hoofdstuk 7 beschrijf ik mijn visie op het wenselijke of mogelijke recht dat in de toekomst van toepassing zou kunnen zijn op de beursvennootschap. Hierin komen tevens gedachten naar voren die (meer of minder ingrijpende) wetswijzigingen vereisen. Het hoofdstuk bevat tot slot voorstellen om te komen tot een model voor een stakeholdervennootschap, een rechtsvorm die is ingericht ten dienste van het governancemodel dat in Nederland gehuldigd wordt. Ik begin met een schets van de achtergronden die relevant zijn voor de voorgestelde wijzigingen.

7.1 Groeiende spanningen tussen het vennootschapsmodel en het governancemodel

> "As a normative matter, the overall objective of corporate law – as of any branch of law – is presumably to serve the interest of society as a whole. More particularly, the appropriate goal of corporate law is to advance the aggregate welfare of all who are affected by a firm's activities, including the firm's shareholders, employees, suppliers, and customers, as well as third parties such as local communities and beneficiaries of the natural environment."[1]

Dit proefschrift begon met een beschrijving van de kapitaalvennootschap: een rechtspersoon met een bestuur en beperkt aansprakelijke eigenvermogenverschaffers welke gerechtigd zijn tot het aandelenkapitaal dat is verdeeld in verhandelbare aandelen.[2] Deze kernelementen vormen samen een raamwerk dat het ondernemerschap dient te bevorderen. Het gaat dan wat mij betreft om het faciliteren van het aantrekken van kapitaal, een efficiënte governance met voldoende waarborgen, het bevorderen van het gecontroleerd nemen van risico's,

1. Kraakman e.a. 2017, par. 1.5.
2. Zie paragraaf 1.1 van dit proefschrift.

en dat alles met het oog op het succes van de onderneming op de lange termijn. Dat succes op de lange termijn is primair economisch van aard, maar ook immateriële factoren kunnen hierbij een rol spelen. Het gaat dus niet alleen om de financiële voordelen, maar om het bevorderen van welvaart 'in ruime zin'. Dat begint bij het genereren van omzet door het bedienen van klanten. Een onderneming is in de kern een verzameling mensen en middelen die wordt ingezet om producten te maken voor, of diensten te leveren aan, klanten. In dat proces worden vele andere partijen betrokken, zoals financiers, werknemers, leveranciers en andere betrokkenen. Al die betrokkenen willen voordeel halen uit die samenwerking. Het ondernemingsrecht moet georganiseerd zijn op een wijze die ervoor zorgt dat de onderneming succesvol wordt, waardoor de welvaart (in ruime zin) van alle bij de onderneming betrokken partijen uiteindelijk toeneemt.

In paragraaf 1.1 van dit proefschrift heb ik al opgemerkt dat de groeiende kritiek op de huidige vormgeving van het ondernemingsrecht, zowel in Nederland als daarbuiten, eruit bestaat dat, zelfs al zou die ertoe leiden dat de welvaart wordt vergroot, dit nog niet leidt tot een eerlijke verdeling van die welvaart.[3] De groei van de welvaart komt voor een groot deel terecht bij de kapitaalkrachtigen, die de enigen zijn die vervolgens ook over kapitaal beschikken om te herinvesteren. Uit onderzoek blijkt dat de groei van het besteedbaar inkomen van huishoudens in Nederland sinds 1977 sterk is achtergebleven bij de economische groei.[4] De vruchten van het succes van ondernemingen komen daarmee, voor een groot deel, terecht bij de kapitaalverschaffers. Dit zich herhalende patroon leidt tot een groeiende economische ongelijkheid tussen kapitaal- en niet-kapitaalkrachtigen.[5]

> Een voorbeeld van deze groeiende economische ongelijkheid kan gevonden worden in de aandelenbelangen die gehouden worden door huishoudens in de Verenigde Staten. Volgens de *Financial Times*, dat zich baseert op een rapport van Goldman Sachs, hielden de rijkste 1% van de Amerikanen in september 2019 ongeveer 56% van alle aandelen in Amerikaanse vennootschappen die gehouden werden door huishoudens in de Verenigde Staten. Dat is een toename van 10% in 30 jaar. Die toename wordt grotendeels verklaard doordat de rijkste 1% in die periode in totaal $1,2 biljoen aandelen hebben aangekocht, terwijl de rest van de huishoudens in diezelfde periode meer dan $1 biljoen aandelen hebben verkocht. De aandelenbelangen en de daaraan gerelateerde dividenden en onderliggende waardestijgingen komen daarmee steeds meer terecht bij de rijkste 1% van de

3. Dezelfde kritiek klonk in de jaren 1960, toen ook sprake was van een langdurige periode van aanhoudende welvaartsgroei. Zie hierover paragraaf 2.4 van dit proefschrift.
4. M. Badir, 'Besteedbaar inkomen van huishoudens staat al bijna veertig jaar vrijwel stil', 5 februari 2018, economie.rabobank.com. Zie hierover ook: Heijne & Noten 2020.
5. Vgl. Mayer 2018, p. 34.

huishoudens.[6] De Amerikaanse president Barack Obama noemde groeiende economische ongelijkheid in 2011 "the defining issue of our time".[7]

In de Verenigde Staten is dit probleem waarschijnlijk groter dan in Nederland. De inkomensongelijkheid in Nederland is relatief beperkt, met name omdat de verzorgingsstaat beloningsverschillen enigszins verzacht.[8] Wel wordt ook in Nederland een groeiende kloof gemeten tussen de hoogste en laagste inkomensgroepen.[9] Wanneer niet gekeken wordt naar inkomen, maar naar vermogen, dan is de economische ongelijkheid in Nederland relatief groot.[10] Hiervoor worden onder andere als oorzaken genoemd dat personen die huizen en aandelen bezitten, de waarde hiervan over de laatste decennia sterk hebben zien stijgen, en dat geavanceerde financiële instrumenten en wereldwijde kapitaalmarkten ruime mogelijkheden bieden tot bezitsvermeerdering.[11] Hoewel het vermogen in aandelen niet enkel gehouden wordt in beursvennootschappen, hebben de stijgingen van de aandelenkoersen in de afgelopen dertig tot veertig jaar waarschijnlijk wel bijgedragen aan de vermogensstijgingen van kapitaalkrachtigen in Nederland.[12] De meeste aandelen in Nederlandse beursvennootschappen worden weliswaar gehouden door institutionele beleggers, maar (i) grote belangen in veel beursvennootschappen worden alsnog gehouden door vermogende particulieren of families en (ii) zelfs voorzover dat niet het geval is, is een groot deel van het geïnvesteerde vermogen van institutionele beleggers afkomstig van vermogende particulieren of families. Ook wereldwijd houden particulieren en families veelal controlerende belangen in beursvennootschappen.[13]

Een eerlijker verdeling van de welvaart kan niet alleen gerealiseerd worden door een herinrichting van het ondernemingsrecht. Ook andere elementen van maatschappelijke ordening, zoals fiscale regelingen, sociale voorzieningen en

6. 'How America's 1% came to dominate equity ownership', *Financial Times*, 11 februari 2020.
7. 'Inequality is 'defining issue of our time', says Obama', *Financial Times*, 4 december 2013. Henderson 2020, p. 7-8 noemt economische ongelijkheid als een van de drie grote problemen van onze tijd. Zie ook: Henderson 2020, p. 22-23.
8. Het brutoinkomen was in het midden van de jaren 2000 in Nederland even ongelijk als in de Verenigde Staten, maar door de werking van sociale zekerheid en belastingen werd die ongelijkheid aanmerkelijk verkleind, zie Kremer e.a. 2014, p. 19, 46-47, 59-60.
9. Kremer e.a. 2014, p. 16, 40-41.
10. Kremer e.a. 2014, p. 20-21, 80-84. Zoals Van Bavel in deze bijdrage vermeldt is het opgebouwde pensioenvermogen hierbij buiten beschouwing gelaten, aangezien dit feitelijk geen privaat vermogen betreft maar uitgesteld inkomen (en dit wordt als zodanig in de berekening van de inkomensongelijkheid meegenomen).
11. Kremer e.a. 2014, p. 86-87.
12. Zie B. van Bavel & E. Frankema, 'Low Income Inequality, High Wealth Inequality. The Puzzle of the Rhineland Welfare States', *CGEH Working Paper Series*, Working paper nr. 50, november 2013.
13. Mayer 2018, p. 90 en 102.

publieke beschikbaarheid van gezondheidszorg en onderwijs zullen hiervoor relevant zijn. Het ondernemingsrecht heeft echter wel degelijk invloed op de verdeling van kapitaal en zeggenschap binnen de economie. Veranderende ideeën over maatschappelijke verdelingsvraagstukken zullen dan ook relevant kunnen zijn voor het ondernemingsrecht.

Bij de organisatie van de vennootschap lijkt men in Nederland tegen andere problemen aan te lopen dan in de Verenigde Staten. In Delaware is de board of directors, in ieder geval vanaf de jaren 1970, primair gericht op het vergroten van de waarde van de onderneming ten gunste van de aandeelhouders.[14] Omdat de directors verplicht zijn zich te bekommeren om de belangen van aandeelhouders, hebben die laatsten zelf minder behoefte aan invloed op het reilen en zeilen binnen de vennootschap.[15] In Nederland kan het bestuur zich primair richten op het succesvol maken van de onderneming, zelfs als dat ten koste gaat van belangen van aandeelhouders.[16] Dit uitgangspunt is in het afgelopen decennium verstevigd. Deze versteviging lijkt een gevolg van een synthese van gebeurtenissen en ontwikkelingen. Daarbij speelde het decennium dat voorafging aan de jaren 2010 een grote rol. Cheffins duidt dat de jaren 2000 aan als "the decade from hell".[17] De eerste jaren van dat decennium werden gekenmerkt door gebeurtenissen met grote invloed op de reputatie van (beursgenoteerde) ondernemingen, zoals de *dot-com bubble* (2000), verschillende grote boekhoudfraudes, waaronder bij Enron, Worldcom en Tyco (2001-2002) en de grootste fusie ooit, tussen America Online en Time Warner, die binnen een jaar leidde tot enorme verliezen (2001-2002). Nederland beleefde datzelfde decennium soortgelijke ondernemingsrechtelijke trauma's, zoals de onregelmatigheden bij Ahold en Shell (2003-2004), de overname en opsplitsing van ABN AMRO (2007) en de daaropvolgende nationalisatie van de Nederlandse onderdelen van ABN AMRO en Fortis (2008). De jaren daarna stonden in het teken van een wereldwijde financiële crisis. In het maatschappelijke en politieke debat en in wetenschappelijk onderzoek worden verbanden gelegd tussen een governancemodel dat gericht is op aandeelhouders(waarde) en het nemen van buitensporige risico's.[18] Tegen deze achtergrond is in Nederland de afgelopen 10 jaar een beweging te ontwaren die minder gewicht geeft aan de belangen en invloed van aandeelhouders. Het bestuur heeft een sterkere en meer zelfstandige positie gekregen ten opzichte van aandeelhouders, met als gevolg dat het meer ruimte krijgt om naar eigen inzicht de strategie te bepalen, gericht op het vennootschapsbelang, en daarbij zorgvuldig om te gaan met de belangen van stakeholders. In de jurisprudentie is de afgelopen jaren onder andere bepaald dat het bestuursprimaat ten aanzien van strategie zich in beginsel

14. Zie paragraaf 4.2.1 van dit proefschrift.
15. Zie paragraaf 3.5 van dit proefschrift.
16. Zie paragraaf 5.1.1 van dit proefschrift.
17. Cheffins 2019, p. 277-281.
18. Deakin 2012, p. 341-342 en *Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 61, p. 545-546.

uitstrekt tot de vennootschappelijke organisatie,[19] dat aandeelhoudersvoorstellen kunnen worden afgewend met gebruikmaking van de responstijd,[20] dat het bestuur zich dient te richten op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming,[21] dat aandeelhouders geen aanbevelingen mogen doen over onderwerpen die niet tot de bevoegdheid van de AV behoren[22] en dat het bestuur zich niet hoeft te laten leiden door de wensen van een meerderheid van de aandeelhouders of de strategie die de meeste aandeelhouderswaarde creëert.[23] Ook de wetgever heeft enkele initiatieven genomen die bijdragen aan de versteviging van het stakeholdermodel. Voorbeelden hiervan zijn invoering van een 'spreekrecht' van de ondernemingsraad bij belangrijke besluiten van de AV (in 2010), wijziging van het enquêterecht waardoor de bevoegdheidsdrempel voor aandeelhouders is verhoogd, de vennootschap enquêtebevoegd is geworden en het gedrag van een individuele aandeelhouder buiten de AV ter toetsing kan worden voorgelegd (in 2012), en verhoging van de drempel voor aandeelhoudershouders om onderwerpen op de agenda van de AV te plaatsen (ook in 2012).[24] Ook het wetsvoorstel voor een wettelijke bedenktijd zal, wanneer ingevoerd, bijdragen aan een verdere versteviging van de positie van het bestuur ten opzichte van aandeelhouders en de AV.[25] Tot slot passen ook de uitgangspunten van de Corporate Governance Code uit 2016 binnen de geschetste corporate governance-trend.

De versteviging van het Nederlandse stakeholdermodel in het afgelopen decennium heeft mijns inziens een positief effect op de wijze waarop beursvennootschappen worden bestuurd. Het bestuursprimaat is goed voor het bevorderen van ondernemerschap en een efficiënt besluitvormingsproces binnen de vennootschap. De groeiende rol van het bestuur is ook nodig, aangezien steeds sneller moet worden ingespeeld op ontwikkelingen en innovaties die ondernemingen beïnvloeden. Een grote rol van het bestuur leidt tot een kleinere rol voor aandeelhouders en daarmee tot minder focus op financiële belangen. Dat biedt ruimte voor andere keuzes, in het belang van de onderneming, en met het oog voor gevolgen op de lange termijn, ook voor maatschappij en milieu. Daarbij is voorstelbaar dat monitoring door aandeelhouders minder noodzakelijk is, nu veel informatie publiek beschikbaar is, bestuurlijke keuzes onder een

19. HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*) en HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
20. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta (*Cryo-Save*).
21. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*).
22. HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2018/142, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Boskalis/Fugro*).
23. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*).
24. Zie over deze wetswijzigingen meer uitgebreid: paragraaf 2.5 van dit proefschrift.
25. Zie paragrafen 6.1.3 en 6.2.4 van dit proefschrift.

vergrootglas liggen en ondernemingen daarvoor door de politiek en de maatschappij steeds meer verantwoordelijk worden gehouden. De versteviging van de bestuurspositie en de gerichtheid op de vennootschap en haar stakeholders speelt zich overigens met name af op het vlak van corporate governance, zoals ingevuld door de Corporate Governance Code en de rechtspraak. Behalve de hiervoor genoemde beperkte wetswijzigingen, zijn er door de wetgever geen fundamentele keuzes gemaakt die deze ontwikkeling bestendigen.[26] Het vennootschapsmodel plaatst aandeelhouders nog altijd in een machtige positie, waardoor zij zeggenschap houden over belangrijke (strategische) besluiten. Dit zorgt voor divergentie, en daarmee voor groeiende spanningen, tussen het Nederlandse *governance*model en het wettelijke *vennootschaps*model.

> "Intussen hebben de veranderde opvattingen niet wezenlijk geleid tot veranderingen in de grondstructuur van het vennootschapsrecht (afgezien van de structuurregeling die in de praktijk van maar bescheiden betekenis is). Padhafhankelijkheid blijft binnen het vennootschapsrecht een belangrijke kracht: de belangenverbreding ten spijt, bestuurders worden nog steeds benoemd en ontslagen door de algemene vergadering van aandeelhouders (ava), ook al moeten zij zich mede laten leiden door andere belangen dan die van de aandeelhouders. Dat kan zorgen voor spanningen binnen het vennootschappelijke bouwwerk."[27]

Ik vind die groeiende spanningen problematisch. In het wettelijk systeem is de kapitaalvennootschap gebouwd als aandeelhoudersbastion. Dit monumentale gebouw stamt uit 1929; een tijd waarin de AV de hoogste macht was binnen de vennootschap, en het vennootschappelijk belang gericht was op het belang van de (gezamenlijke) aandeelhouders.[28] Dát is de rechtshistorische verklaring van het bestaan van de aanzienlijke bevoegdheden van aandeelhouders in de Nederlandse kapitaalvennootschap. Het lijkt of de stakeholders er, als huidige bewoners van het gebouw, maar met moeite, en met veelvuldig gebruik van open normen, een thuis van kunnen maken. Naarmate het Nederlandse governancemodel meer beweegt richting een stakeholdermodel, groeit het spanningsveld met de kapitaalvennootschap waarin de stakeholders opereren. Het is te prijzen dat de Hoge Raad heeft bevestigd dat bestuurders zich primair bezig mogen houden met het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Maar als in het wettelijk systeem veel belangrijke bevoegdheden bij aandeelhouders liggen, dan zal het bestuur zich bij belangrijke besluiten alsnog (noodgedwongen) laten leiden door de wensen van de aandeelhouders, om te

26. Het wetsvoorstel voor een wettelijke bedenktijd zou in dit kader nog het meest vergaand zijn. Goedbeschouwd bestaat dit voorstel uit niet veel meer dan een codificatie van bestaande regels die geformuleerd zijn in de Corporate Governance Code (de responstijd) en de jurisprudentie (het bestuursprimaat ten aanzien van beleid en strategie).
27. De Jongh, *RM Themis* 2016/5, p. 276.
28. Zie paragrafen 2.5 en 5.2.2.

voorkomen dat die aandeelhouders op andere manieren ingrijpen. Het aandeelhoudersbelang weegt in het Nederlandse vennootschapsmodel noodzakelijkerwijs zwaar mee in de besluitvorming van het bestuur, want het bestuur kan belangrijke strategische besluiten, zelfs wanneer die in het belang van de vennootschap zijn, niet uitvoeren zonder dat de AV daarmee instemt. Om Huizink te parafraseren kan, enigszins gechargeerd, gezegd worden: het bestuur mag de vrije hand hebben zo lang het goed loopt, maar bij de aangelegenheden waarbij het er echt toe doet, moet het naar de aandeelhouders luisteren.[29] Het is voor bestuurders dan ook lastig om in een dergelijke compositie rekening te houden met de belangen van alle relevante stakeholders, terwijl (slechts) één groep stakeholders (de aandeelhouders) de vennootschapsrechtelijke bevoegdheden heeft om relevante invloed uit te oefenen binnen de vennootschap, en die bestuurders zelfs te benoemen en te ontslaan.

Aan deze inherente spanning wordt in de praktijk tegemoetgekomen door de toepassing en uitleg van open normen. Hiermee kunnen aanvullingen en correcties worden aangebracht waar dat in een specifiek geval vereist is, zodat rechters maatwerk kunnen leveren. Ik ben in algemene zin een voorstander van het gebruik van open normen. Deze normen bieden flexibiliteit die uitkomst kan bieden in specifieke gevallen, en zij zorgen er ook voor dat de geldende wetten eenvoudig kunnen blijven en niet continu hoeven te worden aangepast. Zij faciliteren dat het recht in de loop der jaren kan 'meeademen' op de veranderende opvattingen omtrent de machtsverhoudingen binnen de vennootschap.[30] Met name de redelijkheid en billijkheid kan gebruikt worden om eventuele verschillen tussen de wettelijke machtspositie van de aandeelhouder en de thans voorgestane bestuursautonomie, in het bijzonder voor wat betreft het bepalen van het beleid en de strategie, te mitigeren. Artikel 2:8 BW is een machtig instrument en kan vergaande gevolgen hebben. Mijns inziens is de enige echte grens die een rechter in acht dient te nemen bij toepassing van artikel 2:8 BW, dat hij die niet mag toepassen op een wijze die evident in strijd is met de bedoelingen van de wetgever, althans niet voor zover er in een gegeven geval geen zwaarwegende redenen zijn voor een toepassing in afwijking van die bedoelingen. Daar ligt de grens tussen wetgevende macht en de rechterlijke macht. Voor het overige heeft de rechter een grote vrijheid om een eventuele onredelijke uitkomst van wetsuitleg in een concreet geval te beperken of op te heffen.

Een vraag die opkomt is dan ook of het geïdentificeerde spanningsveld kan worden geadresseerd met minder vergaande middelen dan wetswijzigingen. Het doorvoeren van wetswijzigingen is een tijdrovend proces, dat ingrijpende gevolgen kan hebben die niet altijd vooraf kunnen worden ingeschat.

29. Huizink 2020, par. 8. Huizink schreef in zijn specifieke voorbeeld overigens over een BV, maar in bepaalde mate gaat hetzelfde op bij een NV.
30. Vrij naar De Jongh 2014, nr. 148, die deze omschrijving gebruikt bij de onbestemde inhoud van de bestuurstaak.

Als hetzelfde bereikt kan worden door het (nader) invullen van open normen, dan biedt dat een minder ingrijpende en meer genuanceerde oplossing. Er zijn mogelijke oplossingen te bedenken die louter berusten op toepassing van open normen. Deze zouden geen wetswijziging vereisen en de inherente spanning tussen de machtspositie van de AV binnen het wettelijk vennootschapsmodel en de autonome positie van het bestuur binnen het governancemodel mogelijk kunnen mitigeren. Een voorbeeld is dat de Hoge Raad zou kunnen oordelen dat aandeelhouders zich, op grond van artikel 2:8 BW, in het kader van vennootschappelijke besluitvorming, dus binnen de context van de AV, dienen te *richten naar* het vennootschappelijk belang. Daarmee zou de AV haar machtspositie behouden, maar die – net als het bestuur – enkel kunnen aanwenden in het belang van de vennootschap. Ik heb deze mogelijkheid eerder in dit proefschrift uitgebreid besproken en daarbij aangegeven waarom dit in mijn visie niet de (enige) oplossing zal kunnen zijn.[31] Een andere mogelijkheid is dat de jurisprudentie een draai zou maken en dat geoordeeld zou worden dat het bestuur zich, in afwijking de *Cancun*-beschikkingen, dient te richten naar het lange termijn (winst)belang van de gezamenlijke aandeelhouders. In dat geval zouden de belangen die de AV en het bestuur nastreven meer op één lijn worden gesteld, wat ongetwijfeld zou helpen om de inherente spanning tussen beide organen te mitigeren. Uiteraard zouden de belangen van andere betrokkenen dan altijd nog meegewogen worden in de tweede stap, via de redelijkheid en billijkheid. In feite zou dan sprake zijn van een *enlightened shareholder value*-benadering. Van een dergelijk model is in Nederland de laatste jaren juist steeds meer afstand gedaan.[32] Het past ook niet in de tegenwoordige sociaal-maatschappelijke kritiek op het aandeelhouderswaardemodel. Ik denk niet dat een verdere invulling van open normen het onderliggende probleem het best, althans zelfstandig (lees: zonder enige herijking van bevoegdheden), kan adresseren. Het onderliggende probleem is, zoals ik hiervoor signaleerde, dat het wettelijk vennootschapsmodel op dit moment voor wat betreft de beursvennootschap te ver afwijkt van het governancemodel dat in de praktijk wordt nagestreefd. De redelijkheid en billijkheid en andere open normen zijn geschikt om hiaten in wetgeving te vullen of ongewenste gevolgen te beperken. Het zijn correctiemechanismen, terwijl de wetgeving op zichzelf gezien een basismodel zou moeten bieden dat overeenstemt met hoe de maatschappij vindt dat een vennootschap er doorgaans uit zou moeten zien. Ook dan zullen open normen een rol blijven spelen en correcties geboden zijn, maar het basismodel moet een goed uitgangspunt bieden.

31. Zie paragraaf 5.2.2 van dit proefschrift.
32. Zie hierover paragraaf 4.5.2 van dit proefschrift. Zie ook: De Jongh, *RM Themis* 2016/5, p. 279.

In de loop der tijd zijn ook andere mogelijke oplossingen opgeworpen. Hierbij denk ik onder andere aan het wettelijk aanvullen of concretiseren van gedragsnormen, zoals geopperd door een groep van 25 hoogleraren. Zij stelden voor een maatschappelijke verantwoordelijkheidsnorm aan de wettelijke taakopdracht van bestuurders en commissarissen toe te voegen.[33] Een dergelijke gedragsnorm zou een stap in de goede richting kunnen zijn, maar kan ook nadelen hebben. Daarnaast kan ook gedacht worden aan wijzigingen in remuneratiestructuren van bestuurders, in die zin dat er *alignment of interests* wordt gecreëerd tussen het belang van de bestuurder en het belang van de vennootschap, in plaats van het belang van aandeelhouders (al dan niet via de financiële prestaties van de onderneming).[34] Met de inwerkingtreding van de Wet implementatie EU richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid is al bewerkstelligd dat het bezoldigingsbeleid ook aandacht besteedt aan de wijze waarop het bijdraagt aan de bedrijfsstrategie, langetermijnbelangen, duurzaamheid, loon- en arbeidsvoorwaarden van werknemers, identiteit, missie en waarden van de vennootschap, bezoldigingsverhoudingen en het maatschappelijk draagvlak.[35] Remuneratie speelt dus duidelijk een rol bij het creëren van gezonde verhoudingen binnen de vennootschap. Een koppeling van de remuneratie aan de beurskoers zou verboden kunnen worden.[36] Daarnaast kan ook het plaatsen van aandelen (en daarmee zeggenschap) bij werknemers een potentiële oplossing zijn voor het feit dat die zeggenschap thans gecentreerd is bij de aandeelhouders.[37] Op deze manier kan een '*counterveiling power*' worden gecreëerd.[38] Dit werkt niet voor elk type vennootschap, aangezien, zeker bij grote vennootschappen, een zeer aanzienlijk belang nodig zal zijn om een noemenswaardig tegenwicht te bieden tegen de zeggenschapspositie van aandeelhouders die geen werknemer zijn. Dit probleem kan deels worden verholpen door niet alleen te vertrouwen op werknemers, maar op een bredere groep particuliere (*retail*) aandeelhouders.[39] Ook andere instituten, zoals vakbonden, kunnen een tegenwicht bieden tegen een overmachtige AV.[40] Deze correctiemechanismen zijn potentieel waardevolle mogelijkheden en denkrichtingen om de negatieve effecten van de aandeelhoudersgerichtheid van het bestaande vennootschapsmodel te beperken.

---

33. J.W. Winter e.a., 'Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoordelijke deelname aan het maatschappelijke verkeer', *Ondernemingsrecht* 2020/86.
34. Zie hierover uitgebreid Lokin 2018, nr. 132 e.v.
35. Artikel 2:135a lid 6 BW.
36. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 7.
37. Vgl. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 7.
38. Zie hierover en meer uitgebreid over dit onderwerp: P.A.M. Witteveen, 'Medezeggenschap voor werknemers via aandelen', in: L. Timmerman e.a., *De werknemer in het ondernemingsrecht* (Serie Van der Heijden Instituut, deel 76), Deventer: Kluwer 2004, p. 21-36.
39. In de jaren 1950 en 1960 werden grote belangen in Amerikaanse beursvennootschappen bijvoorbeeld gehouden door dergelijke aandeelhouders, zie Cheffins 2019, p. 77.
40. Cheffins 2019, p. 2-3. De invloed van vakbonden lijkt de afgelopen decennia te zijn afgenomen.

In dit proefschrift zal ik de hiervoor genoemde mogelijkheden niet in detail bespreken, aangezien mijn onderzoek ziet op hoe de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV totstand is gekomen, wat het effect daarvan is op de huidige verhoudingen en op welke wijze die bevoegdheidsverdeling meer in lijn gebracht kan worden met het stakeholdermodel. Deze focus op de bevoegdheidsverdeling heeft een belangrijke reden. Correctiemechanismen zoals gedragsnormen of remuneratieregulering zullen mijns inziens slechts in beperkte make de gerichtheid op de kapitaalverschaffer kunnen verleggen naar bredere (stakeholder)belangen, als het bestuur moet blijven opereren onder de dreiging van aandeelhouders(re)acties die verwezenlijkt kunnen worden langs de band van de aanzienlijke wettelijke bevoegdheden van de AV. Er is maar één groep stakeholders die werkelijke bevoegdheden heeft om de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen te beïnvloeden en te besluiten over belangrijke transacties. En, zoals Strine (voormalig *chief justice* van de Delaware Supreme Court) het verwoordt:

> "These powers translate into purpose because those who run corporations owe their continued employment as managers and directors to the only constituency the corporate law establishes—stockholders."[41]

Dit gaat over de Verenigde Staten, maar het is in Nederland niet anders. *Power translates into purpose*. Er moet dus iets aan de bevoegdheidsverdeling worden gedaan, willen we zorgen dat de *corporate purpose* werkelijk betekenis krijgt. Corporate governance gaat in de kern over hoe de structuur en bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap zodanig kan worden ingevuld dat de organisatie erop gericht is haar *corporate purpose* te vervullen.[42]

Er zijn, zo blijkt uit mijn onderzoek, vele redenen waarom de aandeelhouders in vroegere tijden een bijzondere positie hadden. Die redenen zijn veranderd of niet langer relevant, maar het vennootschapsmodel is gelijk gebleven. In het huidige tijdperk van het stakeholdermodel is er geen duidelijke rechtvaardiging voor die uitzonderlijke machtspositie van aandeelhouders.[43] Om de hiervoor omschreven redenen meen ik dat de eerder genoemde correctiemechanismen geen duurzame en effectieve oplossingen kunnen bieden voor de gesignaleerde spanning tussen het vennootschapsmodel en het governancemodel zonder dat tevens wijzigingen worden aangebracht aan de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV.

---

41. L.E. Strine, 'Corporate Power is Corporate Purpose I: Evidence from My Hometown', *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 33, 2017/2, p. 176-187.
42. Vgl. Mayer 2018, p. 129.
43. Mayer 2018, p. 203.

7.2 Een pleidooi voor herziening van het ondernemingsrecht

> "However, our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs."[44]

Wat mij betreft is een grondige herziening van het ondernemingsrecht gewenst.[45] Het wettelijk vennootschapsmodel moet, in ieder geval voor zover dat ziet op de beursvennootschap, gewijzigd worden om het te laten aansluiten bij het stakeholdermodel dat Nederland nastreeft. Dit moet ertoe leiden dat de verdeling van bevoegdheden in de kapitaalvennootschap meer in lijn wordt gebracht met het belang en het doel van de vennootschap zoals zich die in de laatste decennia hebben ontwikkeld, het bestuursprimaat ten aanzien van beleid en strategie en de (in beginsel) gelijkwaardige positie die de aandeelhouder in het governancemodel heeft gekregen te midden van de overige stakeholders. Dit leidt onvermijdelijk tot minder bevoegdheden van de aandeelhouders en de AV en een grotere rol voor het bestuur en de raad van commissarissen.

Met een dergelijke herijking van bevoegdheden moet voorzichtig worden omgesprongen.[46] Het kan een effect hebben op de aanwas van investeringen in Nederlandse vennootschappen en de aantrekkelijkheid van Nederland als investerings- en vestigingsland. Zoals de Minister opmerkte in de nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht:

> "Eén van de redenen dat aandeelhouders worden beschermd, is om bedrijven in staat te stellen risicodragend kapitaal aan te trekken en te behouden. De gedachte is dat aandeelhouders investeren in bedrijven waarin zij bepaalde rechten kunnen uitoefenen. Een andere reden is om de checks and balances binnen de onderneming te creëren of te verstevigen. In de bescherming van aandeelhouders wordt tevens tot uitdrukking gebracht dat afspraken worden nagekomen en dat de bij de vennootschap betrokkenen redelijk en billijk met elkaar omgaan. Dit zijn principes die het fundament van elk samenwerkingsverband vormen."[47]

De beweging om steeds meer macht bij het bestuur te leggen is in Nederland echter al langer voelbaar.[48] Mij is niet bekend dat dit een nadelig effect heeft op investeringen in Nederland, maar dat wil niet zeggen dat dit zo blijft. Het feit dat beleggers, ondanks dat zij minder rechten hebben, blijven investeren in Nederlandse vennootschappen kan ook andere oorzaken hebben. Een voorbeeld

---

44. Delaware Supreme Court, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
45. Zie ook: Winter, *Ondernemingsrecht* 2011/98.
46. Vgl. Henderson 2020, p. 152-158.
47. *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 6.
48. Assink, *MvO* 2018/7, par. 5.9.

is de langdurige lage rentestand sinds de financiële crisis van 2008, waardoor beleggers lastig rendement op hun vermogen kunnen maken. Zij moeten dus wel investeren in aandelen om nog enig rendement te kunnen maken ('*there is no alternative*').[49] De vraag naar investeringsmogelijkheden is hoog en het aanbod is relatief beperkt, wat beleggers mogelijk minder kritisch maakt over beperkingen van hun zeggenschapsrechten. Wanneer in de toekomst de rente stijgt, de investeringsmogelijkheden toenemen en beleggers kritischer worden, is denkbaar dat investeringen in Nederlandse bedrijven minder populair worden dan elders, indien investeerders hier te lande relatief gezien minder zeggenschapsrechten krijgen. De verhoudingen binnen beursvennootschappen worden in die zin ook beïnvloed door de vraag en het aanbod van kapitaal.[50] Daarnaast werd de groeiende beleidsvrijheid van het bestuur van beursvennootschappen in het afgelopen decennium ook geholpen door een opgaande economie. Stijgende koersen leiden tot minder aandacht voor monitoring en disciplinering van het bestuur door aandeelhouders.[51]

Ik ben niet zo angstig voor het uitblijven van investeringen in beursvennootschappen als gevolg van het beperken van bevoegdheden van aandeelhouders. Aandeelhouders hebben over het algemeen geen sterke behoefte om actief betrokken te zijn, zolang ze maar bepaalde bevoegdheden houden waarmee zij een controlerende functie of monitoringrol kunnen vervullen. Er zijn andere ontwikkelde economieën waar de aandeelhouders minder macht hebben dan in Nederland, zoals de Verenigde Staten, waar desondanks nog altijd relatief veel wordt geïnvesteerd. Daarbij moet wel vermeld worden dat de board of directors in de Verenigde Staten, anders dan het bestuur in Nederland, met name gericht zal zijn op het creëren van aandeelhouderswaarde, hetgeen de disciplinerende werking van AV-bevoegdheden mogelijk minder noodzakelijk maakt.[52] Anderzijds is denkbaar dat andere instrumenten (zoals regulering en aansprakelijkheidsregimes) een belangrijke(re) rol spelen bij de aantrekkelijkheid van de Verenigde Staten als investeringsland.[53] Aandeelhouders zouden, lijkt mij, niet afgeschrikt worden van een iets minder actieve rol (of een passievere rol wellicht zelfs toejuichen). Voor een minder actieve rol van aandeelhouders valt ook veel te zeggen. Aandeelhouders hebben thans bij beursvennootschappen

49. Zie ook paragraaf 2.8 van dit proefschrift.
50. Zie paragraaf 2.8 van dit proefschrift.
51. Frentrop 2013, p. 102 & 106.
52. Aan de andere kant zou juist betoogd kunnen worden dat het logischer is dat aandeelhouders sterke bevoegdheden hebben om zich in het beleid te mengen, wanneer dat beleid gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde. Die bevoegdheden zouden in die visie juist beperkter moeten zijn wanneer het bestuursbeleid niet gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde. Aandeelhouders kunnen immers goed bepalen op welke wijze hun eigen belangen het best gediend zijn. Zij kunnen wel de uiteindelijke macht hebben wanneer het gaat om hun eigen belangen, maar niet wanneer het gaat om het belang van de vennootschap, haar onderneming en stakeholders.
53. Zie hierover paragraaf 3.5 van dit proefschrift.

veelal niet meer de klassieke rol van kapitaalverschaffer. Een vennootschap wordt een beursvennootschap door de beursgang. In Nederland wordt bij de beursgang van een vennootschap meestal geen kapitaal opgehaald door de vennootschap. Er is veelal geen sprake van een *primary offering* waarbij nieuwe aandelen worden uitgegeven. De beursgang is dan slechts een manier voor bestaande aandeelhouders om hun aandelen te verkopen (een *secondary offering*). Ook na de beursgang worden door de meeste beursvennootschappen niet vaak nieuwe aandelen uitgegeven om kapitaal op te halen.

Zoals eerder beschreven wordt de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV onder andere bepaald door vraag en aanbod van kapitaal. De afgelopen decennia is sprake geweest van een overvloed aan kapitaal.[54] Het lijkt er niet op dat dit snel zal wijzigen. Die situatie kan natuurlijk anders zijn voor bepaalde beursvennootschappen in specifieke sectoren, die in een opbouwfase zitten en kampen met grote kapitaalbehoeften, zoals bepaalde technologische of farmaceutische bedrijven. Grote, gevestigde beursvennootschappen zullen in beginsel geen aandeelhouders nodig hebben om in hun kapitaalbehoeften te voorzien. Zij zullen (vrijwel) geen aandelenuitgiften doen om kapitaal op te halen (anders dan in het kader van een grote strategische transactie, zoals bij een fusie, maar ook dat komt weinig voor). Dergelijke vennootschappen worden grotendeels gefinancierd uit eigen middelen, aangevuld met schuldfinanciering zoals obligatieuitgiften en (in mindere mate) bankfinanciering. Aandeelhouders van beursvennootschappen hebben dus veelal kapitaal verschaft aan de vorige eigenaar van die aandelen (bij de aankoop van die aandelen), maar niet aan de beursvennootschap. Beursvennootschappen zijn over het algemeen ook niet afhankelijk van financiering door aandeelhouders. Andersom verschaft de vennootschap vaak juist wel kapitaal aan beleggers, door het uitkeren van dividend of het inkopen van aandelen.

Illustratief is in dit verband dat Amerikaanse beursvennootschappen tussen 1997 en 2016 in totaal $3,6 biljoen meer hebben uitgegeven aan het inkopen van aandelen (en daarmee het verschaffen van kapitaal aan aandeelhouders) dan dat zij kapitaal hebben verkregen door het doen van aandelenuitgiftes.[55] Ook Mayer beschrijft dat beursvennootschappen wereldwijd minder kapitaal verkrijgen door aandelenuitgiftes dan zij aan aandeelhouders verstrekken door het kopen van eigen aandelen en van aandelen in andere vennootschappen.[56] Dergelijke gegevens over Nederlandse beursvennootschappen zijn niet voorhanden. De memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap

54. Mayer 2018, p. 203.
55. Doidge e.a. 2018, par. 2. Het inkopen van aandelen is een praktijk die in de jaren 1980 in de Verenigde Staten is ontstaan, zie Cheffins 2019, p. 189.
56. Mayer 2018, p. 203.

vermeldt nog wel dat de meeste financiering van projecten via schuld en ingehouden winst lijkt plaats te vinden, maar dat overnames wel (deels) door nieuwe emissies gefinancierd worden.[57] Deze constatering ligt ook voor de hand. Voor een onderneming zijn de kosten voor het aantrekken van eigen vermogen door (de *cost of equity*) aanmerkelijk hoger dan de kosten voor het aantrekken van eigen vermogen (de *cost of debt*). Dit hangt samen met het idee dat aandelen een hoger risico met zich meebrengen voor vermogensverschaffers dan schuld, onder andere vanwege de hogere volatiliteit in rendementen, wat leidt tot een hogere rendementseis bij vermogenverschaffers.[58] In deze overwegingen speelt ook mee dat rente (geheel of deels) kan worden afgetrokken van de winst, wat de winstbelastingdruk verlaagt.[59] Schuld is dus goedkoper dan eigen vermogen en wordt om die reden dan ook veelal als aantrekkelijker gezien voor ondernemingen.

Kennelijk bestaat er, ook bij bestuurders en beleggers, behoefte aan een bedrijfsvoering waarin de langetermijnbelangen van een bredere groep betrokkenen worden gediend. Het feit dat Nederland voorop zou lopen met een meer stakeholdervriendelijk vennootschapsmodel zou tegen die achtergrond wellicht juist een concurrentie*voordeel* kunnen opleveren voor Nederland als investeringsen vestigingsland. Een dergelijk model zou er ook voor kunnen zorgen dat er maatschappelijk (en daarmee politiek) draagvlak blijft bestaan voor de bedrijfswereld. Dat draagvlak lijkt de laatste jaren tanende, nu grote bedrijven kritiek krijgen op punten zoals beloningsbeleid, diversiteit, belastingmoraal, milieubeleid en de waarborging van mensenrechten.[60] Beursvennootschappen kunnen, in mijn visie, zodanig ingericht worden dat zij meer oog hebben voor de maatschappelijke belangen, mits zij minder onder druk staan van aandeelhouders, die als investeerders vanzelfsprekend gericht zullen zijn op financiële resultaten. Dit zou op de lange termijn kunnen bijdragen aan een evenwichtigere verdeling van belangen binnen het economisch systeem, en daarmee de aanvaardbaarheid van ondernemerschap, risiconemen en rendement op investeringen vergroten. Uiteraard speelt daarbij nog als aanvullend element dat Nederland een lidstaat is van de Europese Unie en dat bepaalde elementen van onze economie enkel gestuurd kunnen worden in samenhang met dat grotere verband. Voor zover in de toekomst op Europees niveau op het gebied van de interne bevoegdheidsverdeling van vennootschappen een beleid wordt ontwikkeld, dan zou een herijking van bevoegdheden geënt op de Nederlandse stakeholderbenadering

57. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 3 (MvT), p. 16.
58. J. de Vries & L. van der Wielen, *Handboek Corporate Finance & Treasury*, Castricum: Financial Markets Books 2018, p. 121-124. Zie ook: J.A. de Vries, 'Discounted Cash Flow-waardering en Indirecte Cash Flow-analyses: retracing the cash', in: R.J. de Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (Recht en Praktijk, nr. InsR14), Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 4.3.2-4.3.3.
59. Mayer 2018, p. 197.
60. Vgl. Timmerman, *MvO* 2020/5-6, par. 6.

in mijn visie zeer geschikt zijn als uitgangspunt. De stakeholderbenadering is kenmerkend voor veel lidstaten en draagt bij aan de duurzame interne markt die binnen de Europese Unie wordt nagestreefd.[61]

Een herijking van bevoegdheden zou er niet toe moeten leiden dat (vrijwel) alle macht binnen de beursvennootschap louter aan het bestuur toekomt. Het is van belang gezonde verhoudingen creëren met voldoende *checks and balances*; een evenwicht tussen (machts)posities.[62] Bestuurders (of breder: mensen) zijn van nature immers niet per definitie louter gericht op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming, maar zij kunnen ook een eigen doel hebben, zoals hun baan, persoonlijk gewin of andere belangen. Zij kunnen hun positie hiervoor misbruiken en die kans wordt groter naarmate er meer exclusieve zeggenschap geconcentreerd wordt bij één orgaan. Mijns inziens corrumpeert macht, althans een onevenredig grote macht, altijd. "Power tends to corrupt and absolute power corrupts absolutely."[63] Het is daarom van belang een concentratie van macht te vermijden en zo te voorkomen dat misbruik en wangedrag worden gefaciliteerd. Dit is overigens een overweging die bij de totstandkoming van de Wet van 1929 al werd onderkend, destijds in het kader van de oligarchische clausule:

> "In het Voorlopig Verslag wordt de voorstelling gegeven, als zoude de vraag hierbij zijn: moet het kapitaal (gerepresenteerd door de aandeelhouders) overheerschen of de arbeid (gepersonificeerd door het bestuur)? Deze voorstelling stelt de zaak niet in het juiste daglicht. Het probleem ligt anders. Moet er in eene naamlooze vennootschap naar worden gestreefd, dat enkele of weinige personen vrijwel alle macht aan zich trekken, zoodanig dat zij eene onaantastbare positie innemen, ook indien zij voor hunne taak niet zijn berekend en vertrouwen niet verdienen, dan wel moeten, als waarborg tegen het ophoopen van te veel macht in weinige handen, meerdere rechten aan de algemeene vergadering worden gegeven? Zoo dient de vraag gesteld."[64]

De vraag kan overigens gesteld worden in hoeverre het recht kan bijdragen aan het beperken van misbruik en wangedrag. Volgens Winter liggen de problemen die de financiële crisis hebben blootgelegd bij bestuurders en commissarissen in het subtiele vlak van gedrag, waarden en groepsdynamiek.[65] Ook voor aandeelhouders meent hij dat governanceregels niet of nauwelijks voor verandering

61. Verbrugh, *Ondernemingsrecht* 2020/20, par. 3.4.
62. Westerhuis & De Jong 2015, p. 14. Zie ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 1), p. 119 en 693.
63. Brief van John Emerich Edward Dalberg-Acton aan Mandell Creighton van 5 april 1887, gepubliceerd in J.E.E. Dalberg-Acton, *Historical Essays and Studies*, London, McMillan & Co. 1907, Appendix, p. 504.
64. Memorie van Antwoord van de minister van Justitie bij de Wet van 1929, Belinfante 1929, p. 322.
65. Winter, *AA* 2012.

kunnen zorgen: "Op al deze terreinen zal het recht, in het bijzonder het vennootschapsrecht, niet heel veel te betekenen hebben en hoogstens in de marge kunnen bijdragen."[66] Cruciaal zijn integriteit en loyaliteit; die kunnen niet gecreëerd worden door regels of codes.[67] Mijns inziens zal het ondernemingsrecht er niet voor kunnen zorgen dat misbruik nooit meer voorkomt. Aan de andere kant is dat geen reden om het recht niet als instrument te gebruiken om (maatschappijbrede) gedragsveranderingen te bewerkstelligen. Het strafrecht schaffen we ook niet af omdat er nog steeds misdaden worden gepleegd. Ik heb de indruk dat gedragsveranderingen wel degelijk kunnen worden beïnvloed door gedragsnormen, regulering en bevoegdheidsverdelingen die zorgen voor *checks and balances*.

Dan nog een heel ander punt. De herziening van het ondernemingsrecht zou wat mij betreft mogen leiden tot een eenvoudiger en een minder dwingend karakter van het ondernemingsrecht (en dan met name het NV-recht).[68] Vereenvoudiging kan verwezenlijkt worden door het beperken van het aantal (soorten) rechtsvormen en het faciliteren van meer flexibiliteit. Vereenvoudiging van regelgeving en minder dwingende regelgeving gaan veelal hand in hand. Dwingende regelgeving kan leiden tot minder gevoel voor verantwoordelijkheid en een '*tick the box*'-cultuur.[69] Bovendien leidt dit veelal tot een onnodige beperking van flexibiliteit in vennootschappelijke en organisatorische vormgeving. Vrijheid en flexibiliteit zijn wat mij betreft juist belangrijke grondslagen voor toekomstig ondernemingsrecht. Het faciliteren van ondernemerschap betekent ook dat het ondernemingsrecht zo min mogelijk zou moeten bijdragen aan de complexiteit van het (juridische) landschap waarin ondernemingen opereren.[70] Een eenvoudig en weinig dwingend ondernemingsrecht maakt dat de rechter meer vrijheid heeft om in te spelen op de steeds sneller veranderende omstandigheden van het ondernemerschap.[71] Hetzelfde geldt voor private regulering in de vorm van codes en andere regelingen. Wetgeving loopt vaak achter op de ontwikkelingen in de maatschappij en kan op die manier een rem zijn op innovatie. Ik kan mij dan ook vinden in de doelstelling van het ondernemingsrecht zoals door Zaman verwoord:

66. Winter, *AA* 2012.
67. Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563, par. 9.7.
68. Het voorontwerp Modernisering NV-recht van 15 april 2020 beoogt enkele technische en formele drempels weg te nemen en het NV-recht meer in lijn te brengen met het BV-recht. Zie hierover: C.F. Perquin-Deelen & K.J. Bakker, 'Voorontwerp Modernisering NV-recht en evenwichtiger man/vrouw verhouding', *Ondernemingsrecht* 2020/106.
69. Zie hierover ook: Winter, *AA* 2012.
70. Assink/Slagter 2013 (Deel 2), §154.
71. Zie over de sleutelrol van de rechter in de ontwikkeling van het ondernemingsrecht ook: Assink/Slagter 2013 (Deel 2), §154.

> "Een doeltreffend ondernemingsrecht biedt dan ook niet alleen rechtszekerheid, betrouwbaarheid en bescherming voor èn binnen ondernemingen, maar is vooral ook facilitair, flexibel, dynamisch en innovatief, daarbij geïnspireerd door een proactieve wetgever en een commercieel meedenkende rechter, welke worden gevoed door wetenschap en praktijk."[72]

Ik spreek me in dit proefschrift niet uit over of een meer op aandeelhouders- of op stakeholders gericht vennootschapsmodel in economische zin beter is. Die analyse kan ik niet maken en dat heb ik ook niet gedaan. Ik constateer enkel dat: (1) er in Nederland sinds de tweede helft van de vorige eeuw een vrij constante wens is om aandeelhoudersbelangen niet leidend te laten zijn voor vennootschappelijke besluitvorming en dat ook belangen van andere stakeholders in acht moeten worden genomen (met andere woorden, dat de vennootschap een maatschappelijke functie heeft voor degenen die bij haar organisatie zijn betrokken); (2) de traditionele rol van de aandeelhouder als kapitaalverschaffer in algemene zin niet langer als vanzelfsprekend opgaat voor de beursvennootschap, aangezien de beursgang veelal slechts een *exit* biedt aan bestaande aandeelhouders en aandeelhouders op lange termijn geen kapitaal *verschaffen* maar *verkrijgen* van de beursvennootschap; (3) de aandeelhouder niettemin belangrijke rechten heeft die gebaseerd zijn op de gedachte dat hij kapitaalverschaffer is, en dat die rechten ervoor (kunnen) zorgen dat aan de belangen van aandeelhouders een disproportioneel zwaar gewicht wordt toegekend in de vennootschappelijke besluitvorming; en (4) ook de rechtseconomische argumenten voor aandeelhoudersrechten, namelijk dat deze zorgen voor disciplinering van het bestuur en daarmee tot een groei van de totale welvaart, steeds minder breed gedragen worden en dat steeds meer economen, juristen, bestuurders en aandeelhouders aannemen dat die opvattingen hebben geleid tot toenemende ongelijke verdeling van de welvaart. Deze constateringen maken het mijns inziens de moeite waard, en zelfs noodzakelijk, om een grondige herziening van ons huidige ondernemingsrecht te overwegen.

7.3 Algemene opmerkingen bij een herziening van het ondernemingsrecht

> "A theory is more impressive the greater the simplicity of its premises, the more different are the kinds of things it relates, and the more extended its range of applicability."[73]

72. D.F.M.M. Zaman, 'Het ondernemingsrecht als katalysator voor de economie', *Ondernemingsrecht* 2015/54, par. 3.
73. A. Einstein (vertaald en geredigeerd door P.A. Schilp), *Autobiographical Notes*, Chicago: Open Court 1949.

De grootste uitdaging bij het herzien van het ondernemingsrecht is om te komen tot een regeling die het juiste doel dient, die de werkelijkheid weerspiegelt en die tevens eenvoudig is. Bij het ontwerpen van regels moet gestreefd worden naar eenvoud, zonder te simplificeren, en naar alomvattendheid, zonder te compliceren. In de eenvoud schuilt het gevaar dat de veelkleurigheid van de realiteit verloren gaat, terwijl een regeling die rekening houdt met die veelkleurigheid onoverzichtelijk en complex kan worden en daardoor toch weer tot onzekerheid kan leiden. Het ondernemingsrecht is dienstig aan de realiteit van het economisch verkeer en die is veelkleurig. De kapitaalvennootschappen beslaan een spectrum dat zowel de éénpersoons-BV van een directeur-grootaandeelhouder als de beursvennootschap met een wijdverspreid aandeelhoudersbestand faciliteert. Dit proefschrift ziet op de beursvennootschap, maar het recht dat daarop van toepassing is maakt deel uit van meer uitgebreide regelingen die wij samenvatten onder de noemer 'ondernemingsrecht'. Ik zal daarom eerst een enkele opmerking maken over de opzet van het ondernemingsrecht in het algemeen, voor ik toekom aan de beursvennootschap in het bijzonder.

Het NV-recht dat werd ingevoerd in 1929 is ontworpen om te gelden voor zowel de besloten als de open NV.[74] De rechtsvorm BV, die specifiek gold voor besloten verhoudingen, is ingevoerd in 1971. Sinds invoering van de Wet Flex-BV in 2012 kan de rechtsvorm BV ook gebruikt worden voor open verhoudingen. Die rechtsvorm wordt thans (sinds de beursgang van Fastned B.V. in 2019) ook (beperkt) gebruikt voor de beursvennootschap.[75] De NV daarentegen heeft onderscheidende kenmerken verloren nu zij niet langer toonderbewijzen of certificaten aan toonder uit kan geven, instrumenten die in het verleden juist bijdroegen aan de brede verhandelbaarheid van NV-effecten.[76] Nederland kent op dit moment dus twee soorten kapitaalvennootschappen, die beide gebruikt kunnen worden voor open en besloten verhoudingen. Het nut en de logica daarvan ontgaan mij. Met een BV kan thans eenzelfde open structuur worden bereikt en is meer ruimte voor flexibiliteit. De NV is als rechtsvorm ook niet populair. In de afgelopen jaren is het aantal NV's afgenomen van 4.197 per 1 september

74. Belinfante 1929, p. 310-311. Zie ook paragraaf 2.3 van dit proefschrift.
75. Zie hierover ook paragraaf 1.3.2 van dit proefschrift.
76. Zie de Wet omzetting aandelen aan toonder (*Stb*. 2019, 107). Toonderaandelen kunnen enkel nog uitstaan in de vorm van een verzamelbewijs dat in bewaring wordt gegeven aan het centraal instituut of een intermediair als bedoeld in artikel 1 Wge. Dat is vooral een technische regeling, die niet afdoet aan de constatering dat klassieke toonderbewijzen niet langer zijn toegestaan.

2016 naar 3.638 per 1 juli 2019.[77] De NV is daarmee net iets populairder dan het kerkgenootschap.[78]

> Opmerkelijk is in dit verband nog dat slechts een klein deel van alle NV's in Nederland beursgenoteerd is[79] en dat veruit de meeste niet-beursgenoteerde NV's geen open NV's zijn.[80] Ik kan mij voorstellen dat een deel van die besloten NV's opgericht zijn in de tijd dat de BV als rechtsvorm nog niet bestond, want ik zie voor besloten samenwerkingsverbanden geen duidelijke voordelen die de NV biedt en die de BV ontbeert. Die zie ik overigens ook niet direct voor open vennootschappen. Ik voorzie dan ook dat in de toekomst de betekenis van de NV als rechtsvorm verder zal afnemen ten gunste van de BV.

De meer fundamentele vraag is wat mij betreft dan ook of er nog steeds behoefte bestaat aan twee typen kapitaalvennootschappen, wanneer het ene type desgewenst gestructureerd kan worden als het andere type, met andere woorden of het nog zinnig is om zowel de NV als de BV te behouden. Ik meen van niet, althans dat het mogelijk zou moeten zijn om alle soorten kapitaalvennootschappen te faciliteren met één flexibele rechtsvorm. Het ligt daarbij voor de hand om over te gaan op één kapitaalvennootschap naar het model van de BV. Verschillen tussen ondernemingen kunnen wel relevant zijn, zoals het onderscheid tussen beursvennootschappen en niet-beursvennootschappen, of besloten en open vennootschappen, maar die kunnen geadresseerd worden in specifieke regelgeving.[81] Om een dergelijk onderscheid aan te brengen zijn twee aparte

---

77. In *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9, p. 4 wordt vermeld dat per 1 september 2016 in totaal 4.197 NV's geregistreerd stonden in het handelsregister. Per 1 juli 2019 stonden er volgens de kamer van koophandel 3.638 NV's geregistreerd in het handelsregister. Ik verwijs hier ook naar paragraaf 2.3 van dit proefschrift, waarin is beschreven dat er in 1920 in totaal 17.000 NV's waren in Nederland.
78. Per 1 juli 2019 stonden er volgens de kamer van koophandel 2.920 kerkgenootschappen geregistreerd. De NV is daarmee per die datum overigens veel minder populair dan de maatschap (35.861), de stichting (228.128) en de BV (953.911).
79. Volgens Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, par. 4.1.1, waren er in 2017 ruim 100 NV's genoteerd van de ruim 5.000 NV's die waren ingeschreven in het handelsregister. Dit betreffen waarschijnlijk enkel de NV's die in Nederland zijn genoteerd. Daarnaast zijn er nog ongeveer 50 NV's genoteerd aan een buitenlandse beurs, zie *Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9 en Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120.
80. Vgl. een onderzoek van Wezeman en Winter uit 2001 waaruit bleek dat 80% van de in het onderzoek betrokken niet-beursgenoteerde NV's feitelijk besloten waren. Zie: Wezeman 2003, p. 319 e.v. en Winter 2005, p. 107.
81. Zie ook: Winter, *Ondernemingsrecht* 2011/98., par. 3. De Voortgangsbrief modernisering ondernemingsrecht van 20 december 2018 merkt ook op dat voor de modernisering van het NV-recht in de regel de NV met een verspreid aandelenbezit tot uitgangspunt wordt genomen en niet de besloten "quasi-BV". Zie: Voortgangsbrief modernisering ondernemingsrecht van 20 december 2018, p. 8.

rechtsvormen niet nodig. Voor beursvennootschappen zou een aanvullende wet op de beursvennootschappen kunnen gelden.[82] Althans, voor zover dat in de toekomst nog nodig is, aangezien het recht dat van toepassing is op beursvennootschappen in toenemende mate wordt vervangen door direct werkende Europese verordeningen.[83]

Ook de Hoge Raad en Ondernemingskamer vinden het onderscheid tussen BV en NV niet bij voorbaat doorslaggevend, althans niet voor wat betreft vraagstukken die zien op corporate governance. Waar het gaat om het belang van de vennootschap en het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen wordt geen onderscheid gemaakt tussen de NV en de BV.[84] Dat lijkt mij juist en niet problematisch, zolang maar erkend wordt dat een besloten rechtspersoon indien gewenst ook op andere wijze ingericht kan worden dan een open vennootschap (welke ruimte de *Cancun*-beschikkingen in mijn visie ook bieden). De Wet Flex-BV heeft er immers niet alleen voor gezorgd dat een open BV kan worden ontworpen, maar ook dat de mogelijkheden zijn uitgebreid om de macht en de wil van de aandeelhouders tot uitdrukking te brengen in de vennootschappelijke verhoudingen.[85] De beslotenheid van het aandeelhoudersverband zegt overigens niets over de beslotenheid van de daarbij betrokken onderneming. Ook bij een besloten aandeelhoudersverband en zelfs wanneer er slechts één aandeelhouder is, kan er sprake zijn van een grote onderneming waarbij veel stakeholders betrokken zijn.[86]

Zoals bekend had Nederland, voorafgaand aan de opkomst van het Europese recht, ook slechts één kapitaalvennootschap. Uit de literatuur blijkt dat de reden voor introductie van de BV in 1971 was gelegen in het feit dat deze nieuwe rechtsvorm niet automatisch gehouden zou zijn tot publicatie van de jaarrekening. Dit lijkt thans niet langer relevant, aangezien sinds implementatie van de Vierde EEG-richtlijn zowel de NV als de BV in beginsel onderworpen zijn aan de publicatieplicht.[87] In het kader van hiervoor genoemd voorstel inhoudende dat in de toekomst slechts één kapitaalvennootschap zal blijven bestaan, kan wel de vraag opkomen of dit naar Europees recht mogelijk zou zijn. Ik meen dat het antwoord hierop bevestigend luidt, mits enkele elementen in acht

82. Zie paragraaf 3.4.4 van dit proefschrift.
83. Voorbeelden zijn de in 2016 in werking getreden Verordening Marktmisbruik en de in 2019 in werking getreden Prospectusverordening.
84. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.2. Zie voor de toepassing op beursvennootschap beursvennootschappen: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.12. Zie ook: Assink, *MvO* 2018, par. 5.5.
85. Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 1.
86. Olaerts, *TvOB* 2015-2, par. 5.
87. Zie hierover: *Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019/15.

worden genomen. Het VWEU noch specifieke richtlijnen verplichten tot het hebben van zowel een NV als een BV. De Richtlijn Vennootschapsrecht en de Verslaggevingsrichtlijn verplichten hier ook niet toe, al kennen deze richtlijnen wel regels voor enerzijds naamloze vennootschappen en anderzijds overige kapitaalvennootschappen. Wanneer Nederland zou kiezen voor een systeem met één kapitaalvennootschap, is van belang dat van deze vennootschapsvorm twee varianten gecreëerd kunnen worden, zodat voorkomen wordt dat bepaalde dwingende verplichtingen uit de Richtlijn Vennootschapsrecht die zien op de NV, ook zouden gaan gelden voor de BV.

> Een mooi voorbeeld van een dergelijke opzet biedt Zweden, dat ook slechts één kapitaalvennootschap kent.[88] Schutte-Veenstra beschrijft dat deze kapitaalvennootschap (de *aktiebolag*) twee varianten kent, de *privat aktiebolag* en de *publikt aktiebolag*, hetgeen lijkt op de Nederlandse situatie van vóór de invoering van de BV.[89] Deze rechtsvorm kan – afhankelijk van de inrichting – gekwalificeerd worden als een NV of een BV, door in de statuten van de *aktiebolag* aan te geven of een vennootschap een publieke of een private vennootschap is.[90]

Er is dus slechts één kapitaalvennootschapsvorm nodig, die statutair als BV of NV kan worden ingericht. Een dergelijke opzet biedt twee belangrijke voordelen ten opzichte van het huidige systeem: (1) het recht voor de kapitaalvennootschappen wordt overzichtelijker, aangezien er slechts één regeling nodig is, die slechts enkele beperkte afwijkingen kent voor de NV, en (2) het NV-recht wordt minder dwingend, omdat in grote mate wordt aangesloten bij het flexibele BV-recht.

Er zijn een aantal regelingen die onder de Richtlijn Vennootschapsrecht bindend van toepassing zijn op NV's en die niet gelden voor BV's. Aangezien de BV in Boek 2 BW is gemodelleerd naar de NV, is een groot deel van deze verplichtingen echter al op zodanige wijze opgenomen in Boek 2 BW, dat zij ook al van toepassing zijn op de BV. Dit geldt bijvoorbeeld voor de fusie- en splitsingsregeling.[91] Hoofdstuk II van Titel II Richtlijn Vennootschapsrecht,

---

88. Zie Bijlage I en Bijlage II van de Richtlijn Vennootschapsrecht.
89. J.N. Schutte-Veenstra, 'Grensoverschrijdende omzetting en werknemersmedezeggenschap', in: J.J. van den Broek & G.J.C. Rensen (red.), *Grensoverschrijdende omzetting van rechtspersonen, Civiel en fiscaal recht* (Onderneming en Recht nr. 103), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 13.3.2.
90. Artikel 11 van hoofdstuk 3 van de Zweedse Vennootschapswet, online te raadplegen (in het Engels) via law.au.dk/fileadmin/www.asb.dk/omasb/institutter/erhvervsjuridiskinstitutskjultforgoogle/EMCA/NationalCompaniesActsMemberStates/Sweden/THE_SWEDISH_COMPANIES_ACT.pdf.
91. Vgl. artikelen 2:310 lid 3 BW (voor fusie) en 2:334b lid 3 BW (voor splitsing), die NV's en BV's als rechtspersonen met dezelfde rechtsvorm aanmerken.

dat ziet op de grensoverschrijdende fusie, geldt reeds voor alle soorten kapitaalvennootschappen. Een aantal bepalingen uit de Richtlijn Vennootschapsrecht ziet op de NV en is niet tevens van toepassing op de BV uit hoofde van Boek 2 BW. Dit betreffen de volgende bepalingen van Titel I van de Richtlijn Vennootschapsrecht: artikel 45 (het minimumkapitaalsvereiste zoals opgenomen in artikel 2:67 lid 2 BW), artikelen 48 en 69 (het vereiste dat ten minste 25% van de nominale waarde dient te worden gestort, zoals opgenomen in artikel 2:80 lid 1 BW), artikelen 49 t/m 51 en 70 (het deskundigenrapport over de inbreng anders dan in geld zoals opgenomen in artikelen 2:94a en 94bBW), artikel 52 (de nachgründungsregeling zoals opgenomen in artikel 2:94c BW), artikel 57 (de terugbetaling van onrechtmatig verrichte uitkeringen zoals opgenomen in artikel 2:105 lid 8 BW), artikel 58 (de bijeenroeping AV bij aanzienlijke daling van het eigen vermogen zoals opgenomen in artikel 2:108a BW), artikel 64 (het verbod op financiële steunverlening zoals opgenomen in artikel 2:98c BW), artikel 66 (het in pand nemen van eigen aandelen zoals opgenomen in artikel 2:89a BW) en artikel 75 (waarborgen voor schuldeisers bij vermindering van geplaatst kapitaal zoals opgenomen in artikel 2:100 lid 2 BW). Voorts wijkt de test die gehanteerd wordt bij uitkeringen en de verkrijging van eigen aandelen bij de BV iets af van de door de Richtlijn Vennootschapsrecht voorgeschreven NV-regeling.[92] Ook met één type kapitaalvennootschap zullen dus aanvullende bepalingen moeten worden opgenomen in de Nederlandse wet die van toepassing zijn op de traditionele, striktere vennootschapsvorm.

De meest overzichtelijke regeling voor de kapitaalvennootschap zou er wat mij betreft als volgt uitzien. Er komt één kapitaalvennootschapsvorm, de 'vennootschap met beperkte aansprakelijkheid'. Indien de statuten verder niets bepalen over een specifieke variant, dan is op deze vennootschap met beperkte aansprakelijkheid het recht van toepassing dat thans geldt voor de BV. Indien de statuten bepalen dat gekozen wordt voor een vennootschap met aanvullende verplichtingen, dan zijn hierop de aanvullende verplichtingen van toepassing die hierboven zijn genoemd en die voortvloeien uit de Richtlijn Vennootschapsrecht. Hiervoor kan bijvoorbeeld gekozen worden wanneer de vennootschap de mogelijkheid wil hebben om omgezet te worden in een SE.[93] De basisstructuur van de vennootschapswet die van toepassing is op de kapitaalvennootschap bestaat in deze opzet uit drie delen: (1) het 'standaard' vennootschapsrecht dat van toepassing is op de vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, (2) de aanvullende verplichtingen die gelden op grond van Europees recht voor de 'NV nieuwe stijl', wanneer daarvoor gekozen wordt, en (3) aanvullende verplichtingen die gelden voor beursvennootschappen.

---

92. Zie artikelen 56 en 60 e.v. Richtlijn Vennootschapsrecht.
93. Zie artikel 2 en 3 van Verordening (EG) Nr. 2157/2001 van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE). Die mogelijkheid zou ook bestaan wanneer een BV (nieuwe stijl) eerst omgezet zou worden in een NV (nieuwe stijl).

Wanneer de inrichting van de organisatie van beursvennootschappen wordt aangepast, dan moet wat mij betreft (in ieder geval voor die vennootschappen) ook nadrukkelijk worden overwogen om het structuurregime af te schaffen.[94] Zoals beschreven in paragraaf 3.4.3 is het structuurregime ontstaan vanuit de wens om de factor arbeid een grotere rol te geven in de organisatie van grote vennootschappen met een gespreid aandelenkapitaal en de gevaren van aandeelhoudersabsenteïsme te bestrijden. Deze beide doelen worden door het huidige regime niet gediend. Medezeggenschap via de raad van commissarissen is niet effectief gebleken, omdat de 'werknemerscommissaris' geen deelbelang mag dienen, maar gericht moet zijn op het vennootschapsbelang.[95] Bovendien is medezeggenschap via de WOR aanzienlijk uitgebreid na de invoering van de structuurregeling.[96] Aandeelhoudersabsenteïsme is, in ieder geval voor de besluitvorming binnen de AV van de beursvennootschap, geen reële dreiging meer, nu de participatiegraad van aandeelhouders in het laatste decennium substantieel is toegenomen.[97] In tegendeel, aandeelhouders*activisme* wordt thans als een grotere dreiging gezien dan aandeelhouders*absenteïsme*.[98] In de praktijk leidt de wettelijke structuurregeling, inclusief de daaronder begrepen uitzonderingen en vrijstellingen, er juist toe dat de open vennootschappen waarvoor het regime was bedoeld, zoals beursvennootschappen, het structuurregime niet hoeven toe te passen, althans niet op het niveau van de houdstervennootschap, terwijl besloten vennootschappen met een sterke binding tussen vennootschap en aandeelhouder dat wel moeten.[99] Het structuurregime kan in de praktijk voor die besloten structuren ook wel nut hebben, bijvoorbeeld wanneer het van toepassing is op de houdstermaatschappij van een Nederlands concern dat gehouden wordt door private equity, omdat zo met gebruikmaking van het

94. Zie voor afschaffing van het structuurregime: Schuit 2008, par. 2 en C.A. Schwarz, 'Schaf het structuurregime af', *Het Financieele Dagblad* van 5 februari 2004. Positief over de structuurregeling: J.M.M. Maeijer, 'Koester het structuurregime', *Het Financieele Dagblad* van 16 mei 2000 en G.N.H. Kemperink, 'De doelmatigheid en de houdbaarheid van de structuurregeling in de 21e eeuw', in: L. Timmerman e.a., *De werknemer in het ondernemingsrecht* (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 76), Deventer: Kluwer 2004. Zie voor een overzicht van voor- en tegenargumenten: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/456, en voor een historisch overzicht van de discussie: Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 137. Relevante beschouwingen zijn ook te vinden in: P.C. van den Hoek, 'Dient het structuurregime te worden aangepast aan gewijzigde omstandigheden of inzichten?', in: P. van Schilfgaarde, P.J. Dortmond & L. Timmerman e.a. (red.), *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, Deventer: Kluwer 1994, p. 35-51 en J.W.A. Biemans & S.-J. Spanjaard, 'Verslag van het Ondernemingsrecht-congres 'Moet het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling worden doorgezet?'', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 398.
95. G. van Solinge, 'Structuurregime moet op de schop', *Het Financieele Dagblad* 1 september 2003, p. 7.
96. Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2001.
97. Zie paragraaf 3.4.2 van dit proefschrift.
98. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/456 en Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 137.
99. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017, nr. 137.

Nederlandse poldermodel een te grote benadeling van de betrokken stakeholders beperkt wordt. Het nut van het structuurregime kan ook zitten in de verplichting tot het hebben van een raad van commissarissen (of niet-uitvoerende bestuurders in een monistisch systeem). Ook hier speelt weer dat die verplichting thans vaak niet geldt voor beursvennootschappen. Het zou beter zijn om voor beursvennootschappen een algemene verplichting tot het instellen van een raad van commissarissen of (in een monistisch systeem) niet-uitvoerende bestuurders in de wet vast te leggen. Die raad kan gewicht krijgen door de lijst met goedkeuringsbevoegdheden van de raad van commissarissen in de wet van toepassing te verklaren op beursvennootschappen, aangevuld met onafhankelijkheidsvereisten voor de samenstelling van de raad van commissarissen zoals die in de jurisprudentie zijn (en nog worden) ontwikkeld.[100] Onduidelijk is waarom het huidige wettelijke systeem er thans vanuit gaat dat de behoefte aan een raad van commissarissen (pas) ontstaat wanneer (onder andere) een bepaalde vermogensgrens wordt bereikt, en niet aanknoopt bij het type vennootschap.[101] Die vermogensgrens is arbitrair en bovendien beïnvloedbaar door de vennootschap.

Wanneer de organisatie van de beursvennootschap opnieuw wordt ingericht op een wijze die meer recht doet aan het stakeholdermodel, zoals hierna door mij voorgesteld, dan zou de toegevoegde waarde van het structuurregime verder afnemen. Afschaffing van het structuurregime voor beursvennootschappen zou de organisatie vereenvoudigen en een verwarrende lappendeken van verschillende corporate governance-systemen voorkomen.[102] Het structuurregime vervult niet (langer) de functie waarvoor het is bedoeld, is complex en niet te verenigen met de organisatie van internationaal opererende beursvennootschappen.

7.4 Gedachten bij een herziening van de inrichting van beursvennootschappen

> "Nobody wins unless everybody wins."[103]

Zoals beschreven in paragraaf 7.2 is het in mijn visie aan te bevelen het wettelijk vennootschapsmodel te wijzigen, in ieder geval voor de beursvennootschap. Dit moet ertoe leiden dat de uitzonderlijke machtspositie van de aandeelhouders

100. Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 2 februari 1989, *NJ* 1990/86 (*Kodak*), Hof Amsterdam (OK) 1 juli 2016, JOR 2016/273, m.nt. L.G. Verburg (*Thomas Cook*) en Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3902 (*Limgroep*). Zie voor meer achtergrond: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/354.
101. Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2001.
102. Zie voor afschaffing van het structuurregime, met een pleidooi voor eenvoud: Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2001.
103. Bruce Springsteen, *Born to Run*, 1984-1985 Born in the U.S.A. Tour.

(al dan niet via de AV) enigszins wordt beperkt en dat het bestuursprimaat om het beleid en de strategie te bepalen in het wettelijke systeem wordt bestendigd.[104] Dit betekent dat minder aanzienlijke bevoegdheden gecentreerd zouden moeten zijn bij de aandeelhouders en de AV, maar dat *checks and balances* worden behouden. Zoals hiervoor beschreven past het traditionele beeld van de aandeelhouder als kapitaalverschaffer niet langer bij de huidige rol die de aandeelhouder vervult bij de beursvennootschap. De aandeelhouder is voor de beursvennootschap veelal geen verschaffer van kapitaal en dat motief voor het toekennen van aanzienlijke bevoegdheden aan aandeelhouders lijkt daarmee niet langer accuraat.[105] De meeste aandeelhouders zijn passieve financiële beleggers die het aandeel beschouwen als handelsmiddel en die geen kapitaal verschaffen aan of betrokkenheid hebben bij de beursvennootschap. Een groot deel van de problemen van beursvennootschappen, aandelenmarkten en de partijen die daarbij betrokken zijn, heeft ermee te maken dat passieve financiële beleggers geen traditionele aandeelhoudersrol vervullen en dat actieve beleggers veelal niet op de lange termijn als aandeelhouder betrokken zijn. Institutionele beleggers besteden hun bevoegdheden en verantwoordelijkheden als aandeelhouder uit aan *asset managers* en *hedge funds*.[106] Die *hedge funds* proberen in voorkomende gevallen bestuurders van beursvennootschappen te dwingen om strategische keuzes te maken die niet in het belang zijn de vennootschap en haar onderneming. Zij kunnen dreigen met ontslag wanneer het bestuur hun eisen niet wil inwilligen. Dat dreigement kunnen zij waarmaken, aangezien zij snel een belang kunnen opbouwen, aandelen kunnen lenen of andere institutionele investeerders en hun *fund managers* kunnen aansporen om met hun voorstellen mee te stemmen.

> De wisselwerking tussen *hedge funds* die opereren met steun van *investment managers* wordt ook wel aangeduid als '*wolf pack activism*'.[107] Een tekenend praktijkvoorbeeld is de werkwijze van TCI bij ABN AMRO. Het fonds TCI hield een belang van iets meer dan 1% in het aandelenkapitaal van ABN AMRO toen zij op 20 februari 2007 een brief stuurde aan ABN AMRO waarin zij onder andere een verzoek deed tot agendering van een voorstel om grotere bedrijfsonderdelen van ABN AMRO te verkopen, af te splitsen of te doen fuseren, althans om ABN AMRO in zijn geheel te verkopen of te doen fuseren, een en ander teneinde maximale waarde voor

104. Daarmee doel ik niet op het verduidelijken dat dit onder de bestuurstaak valt, zoals voorgesteld in het Wetsvoorstel Bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap (*Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 2). Die voorgestelde wijziging verandert niets aan de wettelijke bevoegdheidsverdeling en beoogt dat overigens ook niet.
105. Zie paragraaf 7.2 van dit proefschrift. Dit lijkt een trend die al langer gaande is, en die daarmee niet slechts gedreven wordt door de conjunctuur of tijdelijke verschijnselen zoals lage rentes.
106. Elion, *MvO* 2018/1-2, par. 4.1.
107. Strine 2017, p. 1871.

de aandeelhouders te creëren. Deze voorstellen werden opgenomen in de agenda, gesteund door andere aandeelhouders en aangenomen op de AV van 26 april 2007.[108] Op de dag dat TCI de brief stuurde met de agenderingsverzoeken sloot het aandeel ABN AMRO op € 25,92. Het bod op ABN AMRO dat op 16 juli 2007 werd aangekondigd door RFS Holdings (het biedvehikel van Fortis, RBS en Santander) werd gewaardeerd op € 38,40 (deels in contanten en deels in aandelen). Levering en betaling van de aandelen vond plaats op 17 oktober 2007. Indien TCI haar aandelen heeft verkocht onder het bod, wat aannemelijk is, dan heeft zij een rendement gemaakt van 48% in de periode van acht maanden tussen het versturen van de brief en het moment van levering en betaling van de aandelen.[109] *Hedge funds* zullen veelal op zoek zijn naar mogelijkheden om een dergelijk kortetermijnrendement te realiseren, aangezien zij over het algemeen met hun investeerders afspreken dat die binnen zes maanden tot twee jaar hun investering terugkrijgen (al zal dit langer kunnen zijn wanneer *hedge funds* een positie in het bestuur van de doelvennootschap weten te veroveren).[110]

Oosterhoff beschrijft in zijn proefschrift hoe zogenaamde "synthetische belangen", waaronder *empty voting*, kunnen leiden tot problematische situaties.[111] Hij noemt het voorbeeld van *hedge fund* Perry Corporation, dat in 2004 een aanzienlijk belang hield in King Pharmaceuticals.[112] Mylan bracht een ruilbod uit op King Pharmaceuticals tegen een hoge premie. Mylan's aandeelhouders, die moesten instemmen met de transactie, voelden niets voor de voorgestelde overname. Perry Corporation en andere *hedge funds* namen hierop een belang in Mylan, waarbij zij het economisch risico afdekten door aandelenswaps. Perry Corporation had er daarom belang bij dat Mylan een zo hoog mogelijke premie betaalde voor King Pharmaceuticals, zonder dat zij als aandeelhouder het economisch risico liep aan de zijde van Mylan. Perry Corporation zou er op deze manier zelfs baat bij hebben als Mylan te veel zou betalen voor King Pharmaceuticals. Uiteindelijk ging de overname om andere redenen niet door, maar de casus schetst een beeld van de wijze waarop *hedge funds* gebruik maken van financiële instrumenten om kortetermijnwinst te maken, hetgeen niet in het belang is van de beursvennootschap waarin zij (juridisch of economisch) aandelen houden.[113]

---

108. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 3.1.
109. Dit is berekend op basis van de informatie in het biedingsbericht van RFS Holdings in verband met het bod op ABN AMRO dat gepubliceerd werd op 20 juli 2007 en de persberichten die door het consortium zijn uitgebracht in verband met het bod.
110. Strine 2017, p. 1893.
111. Oosterhoff 2017, hoofdstuk 3.
112. De beschrijving van deze casus is ontleend aan Oosterhoff 2017, par. 3.3.4.b.
113. Dit is overigens geen uitzondering. In 2020 vond er een overnamestrijd plaats waarin HP Inc. het veel grotere Xerox Holding Corporation probeerde te kopen. Activistische inves-

Een relevante ontwikkeling die bij beursvennootschappen speelt is dat een steeds groter deel van de aandelen in beursvennootschappen gehouden wordt door indexfondsen (*index funds*). In deze fondsen wordt onder andere geïnvesteerd door institutionele beleggers. Indexfondsen investeren niet in aandelen van een specifieke vennootschap, maar in een vooraf vastgestelde index (zoals de S&P 500 of de MSCI World Index).[114] In de Verenigde Staten houden de grootste drie indexfondsen (BlackRock, State Street en Vanguard Group) gezamenlijk ongeveer 25% van de aandelen in alle S&P 500 vennootschappen en houden zij ieder 5% of meer in een aanzienlijk aantal grote vennootschappen.[115] Indexfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers, aangezien zij hun aandelen in een beursvennootschap niet kunnen verkopen zolang die vennootschap in de desbetreffende index blijft.[116] Indexfondsen zijn daarnaast ook passieve beleggers, in die zin dat zij zelf geen betrokkenheid hebben bij de beursvennootschap en veelal meestemmen met voorstellen die gedaan worden op de AV, in het bijzonder door het bestuur.[117] Dit leidt ertoe dat de langetermijnbeleggers (zoals *index funds*) zich juist passief opstellen, terwijl de kortetermijnbeleggers (zoals *hedge funds*) zich actief opstellen.

Met de hiervoor beschreven recente ontwikkelingen en nieuwe realiteiten dient wat mij betreft nadrukkelijk rekening te worden gehouden bij een eventuele wettelijke (her)inrichting van de organisatie van de beursvennootschap.

---

teerder Carl Icahn hield aandelenbelangen in zowel de bieder als de doelvennootschap. HP had het bod van Xerox afgewezen, maar Xerox besloot hierop 11 kandidaten voor te dragen voor benoeming in de board of directors van HP. In een persbericht met een reactie hierop ging HP ook in op de positie van Icahn: "We believe that Xerox's proposal and nominations are being driven by Carl Icahn, and his large ownership position in Xerox means that his interests are not aligned with those of other HP shareholders. Due to Mr. Icahn's ownership position, he would disproportionately benefit from an acquisition of HP by Xerox at a price that undervalues HP. Mr. Icahn has meaningful influence over Xerox and its Board of Directors given this ownership position; the role he played in the appointment of Xerox's current CEO, who is a former Icahn consultant; and the ties Mr. Icahn has to members of the Xerox Board, including Xerox's Chairman, an Icahn employee." Zie het persbericht van HP Inc. van 23 januari 2020, te raadplegen via press.ext.hp.com. Xerox trok zich uiteindelijk terug op 31 maart 2020 vanwege de omstandigheden veroorzaakt door de COVID-19-pandemie.

114. Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 4.
115. Bebchuck & Hirst, *Columbia Law Review* 2019, p. 1. Het artikel van Bebchuck & Hirst is kritisch over de rol van indexfondsen. Hun kritiek ziet met name op de vraag of indexfondsen wel het meeste waarde kunnen creëren voor de achterliggende vermogenverschaffers die beleggen in deze fondsen.
116. Bebchuck & Hirst, *Columbia Law Review* 2019, p. 2-3.
117. Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 5.

7.4.1 Aanpassing van de huidige rechtsvorm van de kapitaalvennootschap

In algemene zin ligt het voor de hand dat vermogenverschaffers bepaalde rechten hebben. Deze rechten zijn bedoeld om deze verschaffers van vermogen enige controle te geven over hun investering en de risico's die daarmee zijn verbonden. Voor verschaffers van vreemd vermogen zijn die rechten gebruikelijk vastgelegd in financieringscontracten. Daarin zijn veelal bepaalde goedkeuringsrechten opgenomen voor de banken. Bevoegdheden van de AV zouden bij de beursvennootschap dusdanig kunnen worden herijkt dat ook aan verschaffers van eigen vermogen, net als aan verschaffers van vreemd vermogen, geen positieve maar negatieve controle toekomt. De AV krijgt dan bepaalde goedkeuringsrechten over belangrijke besluiten, maar kan niet proactief wijzigingen in beleid en strategie forceren. De wettelijke positie van verschaffers van eigen vermogen worden op die manier in zekere zin in lijn gebracht met de contractuele positie van verschaffers van vreemd vermogen.

> De omvang van die goedkeuringsrechten is bij bankfinancieringen afhankelijk van het soort onderneming, de kredietwaardigheid daarvan en overige relevante omstandigheden. Goedkeuringsrechten van banken kunnen zien op het aangaan van fusies, splitsingen of herstructureringen, het materieel wijzigen van de aard van de onderneming, het verkrijgen of vervreemden van aandelen of activa (bijvoorbeeld tegen een waarde die hoger is dan een bepaald drempelbedrag), het aantrekken van aanvullende schuldfinanciering en het vestigen van zekerheden op aandelen in groepsmaatschappijen en activa. De daadwerkelijke goedkeuringsrechten in een concreet geval zullen afhankelijk zijn van de omstandigheden. In financieringsdocumentatie bedingen banken over het algemeen maar beperkte rechten bij een grote, beursgenoteerde vennootschap, in vergelijking met een kleine, besloten vennootschap. Grotere beursvennootschappen zullen veelal over een *investment grade credit rating*[118] beschikken, wat kort gezegd inhoudt dat er een laag risico bestaat dat verstrekte leningen niet worden terugbetaald. Dit leidt ertoe dat banken graag leningen zullen verstrekken aan dit soort vennootschappen en dat die vennootschappen daarom kunnen lenen tegen gunstiger voorwaarden (met minder goedkeuringsrechten) dan kleinere vennootschappen. Beursvennootschappen die over een dergelijke *investment grade credit rating* beschikken zullen in veel gevallen ook geen zekerheden hoeven te verschaffen voor het verkrijgen van een bankfinanciering. Wanneer sprake is van schuldfinanciering door middel van een uitgifte van (al dan niet genoteerde) obligaties, dan is in ieder geval geen sprake van zekerheidverschaffing. Wel zullen ook in dat geval veelal bepaalde goedkeuringsrechten worden opgenomen in de obligatievoorwaarden.

118. Zie over dit begrip: *Asser/De Serière 2-IV* 2018/174.

Wat mij betreft is niet duidelijk waarom bij de beursvennootschap aan aandeelhouders een aanzienlijk sterkere positie zou moeten toekomen dan aan schuldfinanciers. Aan aandelen is in theorie potentieel een groter risico verbonden, maar in de praktijk blijkt dat aandeelhouders van beursvennootschappen relatief weinig risico lopen op hun investering en dat schuldfinanciers, werknemers en de overheid ook risico's lopen wanneer beursvennootschappen toch in zwaar weer terechtkomen.[119] Aandeelhouders beleggen veelal in een gediversifieerd portfolio aan deelnemingen of in indextrackers, waardoor het economisch risico, zeker op de lange termijn, grotendeels wordt weggenomen.[120] Het passief volgen van een index brengt de kosten voor aandelenbeheer omlaag, terwijl indexen op de lange termijn gemiddeld meer rendement opleveren dan actief beheerde aandelenportefeuilles.[121] Verschaffers van schuldfinanciering ontvangen doorgaans een vaste rente, maar aandeelhouders ontvangen potentieel een hoger rendement. Ik acht het om deze redenen niet ondenkbaar dat aandeelhouders (via de AV) bij een beursvennootschap minder rechten hebben dan bij een niet-beursgenoteerde vennootschap. Zoals gezegd zouden de rechten die aandeelhouders hebben beperkt kunnen worden tot goedkeuringsrechten, zodat zij slechts een vorm van negatieve controle hebben. Een belangrijk effect van het omzetten van positieve bevoegdheden in negatieve bevoegdheden, is dat de rol van aandeelhouders bij vennootschappelijke besluitvorming verschuift van een besluitvormend naar een controlerend (of toezichthoudend) orgaan. Die laatste rol is meer in lijn met de heersende gedachte over de functie van de AV, zoals blijkt uit de literatuur, jurisprudentie en de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.[122]

De positieve controlebevoegdheden die zouden kunnen worden omgezet in negatieve controlebevoegdheden betreffen: (1) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen, (2) het instellen van een bezoldigingsbeleid en het vaststellen van bezoldiging voor bestuurders, (3) het vaststellen van de bezoldiging van commissarissen, (4) statutenwijziging, omzetting, ontbinding, fusie en splitsing, (5) (aanwijzing tot) uitgifte van aandelen, beperking

119. Dit werd duidelijk in de financiële crisis van 2008 en recent ook weer in de crisis die voortvloeit uit de COVID-19-pandemie. Zie ook: Mayer 2018, p. 37-38.
120. Mayer 2018, p. 100.
121. Tussen 1985 en 2005 was het jaarlijkse rendement op de gehele S&P 500 11,2%, terwijl het gemiddelde actieve beleggingsfonds met een aandelenportefeuille met aandelen van grote beursvennootschappen een rendement haalde van 9,6% (Cheffins 2019, p. 375-376).
122. Zie overwegingen 2, 33, 37, 49 en artikel 3 octies lid 1(a) van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn; Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/64; Kemp 2015, par. 4.4.3.2.2 Gesproken wordt ook wel over de "monitoringrol" van de AV, zie bijvoorbeeld: Elion, *MvO* 2018/1-2, par. 1. Zie ook De Jongh 2014, nrs. 124 en 208, die de uitoefening van zeggenschapsrechten door beursaandeelhouders voornamelijk een reactief karakter toekent. De Jongh wijst erop dat een dergelijke rol ook ligt besloten in HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken (*ASMI*).

of uitsluiting van voorkeursrechten en het machtigen tot inkoop van aandelen, (6) vermindering van het kapitaal door intrekking van aandelen of vermindering van het nominale bedrag van aandelen, (7) het verlenen van de opdracht tot onderzoek van de jaarrekening en het intrekken van die opdracht en (8) het geven van opdracht tot faillietverklaring aan het bestuur.[123] De betrokkenheid van de AV bij besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering of identiteit of het karakter van de NV of haar onderneming als bedoeld in artikel 2:107a BW heeft thans reeds de vorm van een goedkeuringsrecht.

In de praktijk wordt bij beursvennootschappen door gebruikmaking van oligarchische regelingen al statutair bepaald dat bepaalde bevoegdheden enkel kunnen worden uitgeoefend op voorstel van het bestuur, al dan niet na goedkeuring van de raad van commissarissen.[124] Dit systeem resulteert erin dat de AV in veel gevallen ook nu al slechts negatieve controle toekomt. Dergelijke regelingen zijn wel met name van toepassing op vennootschappen die al langere tijd beschikken over een beursnotering.[125] De daarop van toepassing zijnde oligarchische regelingen zijn dan vaak in de loop van vele jaren gestructureerd, deels in een dusdanig ver verleden dat nog geen sprake was van de alomtegenwoordigheid van professionele (institutionele) investeerders en stemadviseurs, die er thans voor zorgen dat beschermende en oligarchische regelingen niet makkelijk kunnen worden geïmplementeerd na de beursgang. De vennootschappelijke structuur van een beursvennootschap wordt daarom in grote mate bepaald door de aandeelhouders op het moment van de beursgang. Deze verkopende aandeelhouders richten die vennootschappelijke structuur veelal investeerdervriendelijk in, zodat zij een zo hoog mogelijke verkoopopbrengst kunnen realiseren bij de beursgang. Na de beursgang is het in de praktijk lastig om de governance te wijzigen ten nadele van aandeelhouders, aangezien daarvoor medewerking van de AV nodig is. Hoewel er, ook bij beursvennootschappen die recent hun aandelen hebben laten noteren, nog op grote schaal oligarchische regelingen worden toegepast, zijn die vooral bedoeld om de gang van zaken binnen de vennootschap ordelijk te laten verlopen en eventuele niet-representatieve meerderheden bij een toevallig lage opkomst op de AV te voorkomen. Deze regelingen hebben in veel gevallen niet langer effect wanneer een meerderheid van de aandeelhouders een bepaald besluit wenst te forceren,

123. Zie paragraaf 3.3 van dit proefschrift voor een uiteenzetting van de rechten van de AV naar huidig recht, met verwijzingen naar relevante wetsartikelen. Later in deze paragraaf kom ik nog terug op hoe om te gaan met enkele rechten die hier niet worden genoemd.
124. Zie paragrafen 5.4.1 en 6.2.3.
125. Uit onderzoek van Hezer en Kemp blijkt dat bij 88,9% van de beursvennootschappen op enigerlei wijze de bevoegdheid tot het wijzigen van de statuten is beperkt, zie Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7222, par. 3.1. Uit onderzoek van Kemp en Renshof blijkt dat 86 van de 113 (oftewel 76% van de) beursvennootschappen die niet het structuurregime toepassen gebruik maken van een statutaire voordrachtsregeling bij benoeming van bestuurders, zie Kemp & Renshof, *MvO* 2020/3-4, par. 4.2.

en in dat soort gevallen kunnen die aandeelhouders dat ook op eigen initiatief doen. Om hier meer inzicht in te bieden, heb ik gekeken naar statutaire beschermende en oligarchische regelingen bij beursvennootschappen die recent (tussen 1 januari 2017 en 30 juni 2020) een notering hebben verkregen aan Euronext Amsterdam. Hierbij heb ik specifiek onderzocht of deze vennootschappen een statutaire beschermingsconstructie hebben en of zij regelingen hebben die de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van leden van het bestuur en de raad van commissarissen en de bevoegdheid tot statutenwijziging beperken. Deze AV-bevoegdheden zijn mijns inziens het meest van belang voor het bepalen van de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV, aangezien hiermee de samenstelling van de vennootschapsleiding en de interne organisatie van de beursvennootschap wordt bepaald. Het overzicht van mijn bevindingen is te vinden in de tabel hieronder.

Overzicht van beschermende en oligarchische regelingen bij in totaal 11 beursvennootschappen met een nieuwe notering aan Euronext Amsterdam tussen 1 januari 2017 en 30 juni 2020[126]				
	Statutaire bescherming[127]	**Statutaire beperkingen AV-bevoegdheden**		
		Benoeming	**Ontslag**	**Statutenwijziging**
Alle regelingen	46%	91%	91%	91%
Beperking die doorbroken kan worden door gewone meerderheid van aandeelhouders	N.v.t.	36%	55%	82%
Beperking die doorbroken kan worden door twee derden van aandeelhouders	N.v.t.	18%	18%	82%

126. Dit onderzoek ziet op NV's en BV's en zowel op beursgangen als op bestaande beursvennootschappen die een aanvullende notering hebben verkregen. De beursvennootschappen die in dit onderzoek zijn betrokken zijn: JDE Peet's N.V., Prosus N.V., Fastned B.V., Envipco Holding N.V., Adyen N.V., Unibail-Rodamco-Westfield N.V., NIBC Holding N.V., Alfen N.V., Dutch Star Companies One N.V. (thans: CM.com N.V.), Koninklijke VolkerWessels N.V. en Avantium N.V. Koninklijke VolkerWessels N.V. is inmiddels weer een niet-beursgenoteerde B.V en voor deze vennootschap ben ik uitgegaan van de statuten bij beursgang.

127. Niet in alle gevallen is de stichting ook al daadwerkelijk opgericht, en in bepaalde gevallen kan de AV de bescherming na een bepaalde periode beëindigen. In één geval vindt een omzetting van aandelen van een bepaalde klasse plaats op het moment dat de grootaandeelhouder niet langer de meerderheid in het aandelenkapitaal houdt, welke omzetting ertoe leidt dat twee entiteiten de meerderheid van de stemrechten in de AV verkrijgen. In een ander geval bestaat (de mogelijkheid van) een Founder Committee die bepaalde rechten heeft als orgaan (vergelijkbaar met een prioriteitsstructuur). Dit lijkt mij meer een oligarchische regeling dan een beschermingsconstructie en heb ik als zodanig dan ook niet meegeteld in het percentage.

Uit dit overzicht blijkt dat slechts bij twee van de bestudeerde beursvennootschappen een meerderheid van twee derden van de aandeelhouders niet het ontslag van bestuurders of commissarissen kan forceren. Dat is omdat deze twee vennootschappen het structuurregime toepassen. In veel gevallen is het voor de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen, anders dan met medewerking van het bestuur of de raad van commissarissen, voldoende dat hiertoe besloten wordt door een gewone meerderheid van de stemmen die ten minste een derde van het kapitaal vertegenwoordigt.[128] Bij het 'normaaltype' beursvennootschap is ofwel geen statutaire beperking opgenomen of is deze dusdanig vormgegeven dat de AV met de juiste meerderheid zelfstandig een benoeming of ontslag kan forceren.

Het voorgestelde systeem van wettelijke goedkeuringsrechten van de AV zou aanvullende *checks and balances* creëren omdat voor alle beursvennootschappen een volledige samenwerking wordt afgedwongen tussen het bestuur en de raad van commissarissen enerzijds en de AV anderzijds bij zaken zoals benoeming, ontslag en statutenwijziging.[129] Ik ben mij er van bewust dat, in het door mij voorgestelde systeem, de AV nog steeds zeggenschap zal hebben over bepaalde besluiten die raken aan de strategie. Het systeem is erop gericht om, op een wijze die mijns inziens aanvaardbaar is voor aandeelhouders, meer aansluiting te zoeken bij ons corporate governance-model dat ervan uitgaat dat het initiatief op het gebied van strategie bij het bestuur dient te liggen. Aandeelhouders kunnen daarop reageren, door voorstellen goed te keuren of af te wijzen, voor zover zij die (negatieve) bevoegdheid hebben. Zij kunnen de strategie niet proactief beïnvloeden door gebruikmaking van positieve bevoegdheden. Dit is in mijn visie een belangrijke potentiële correctie op het huidige Nederlandse vennootschapsmodel.

De vraag kan gesteld worden of het omzetten van (positieve) bevoegdheden in (negatieve) goedkeuringsrechten mogelijk is binnen het Europese recht. Dat is mijns inziens het geval. Het uitgangspunt van de Europese regelingen is dat de interne bevoegdheidsverdeling deel uitmaakt van nationaal recht. De corporate governance van de vennootschap is van oudsher beïnvloed door nationale tradities, met duidelijke verschillen tussen lidstaten.[130] Voor de bevoegdheid

128. Dit lijkt aan te sluiten bij de in *best practice*-bepaling 4.3.3 Corporate Governance Code opgenomen drempel voor het ontnemen van het bindende karakter aan een voordracht tot benoeming of een besluit tot ontslag van een bestuurder of commissaris.
129. Deze samenwerking is praktisch vergelijkbaar met, maar minder complex dan, de constructie waarin een repeterende bindende voordracht wordt gecombineerd met een ontstentenisregeling die beschermt tegen collectief ontslag van het bestuur en de raad van commissarissen. Zie over die constructie: Kemp & Renshof, *MvO* 2020/3-4, par. 4.2.4 en 7.
130. Verbrugh, *Ondernemingsrecht* 2020/20, par. 3.4.

tot statutenwijziging en de bevoegdheid tot het vaststellen van de jaarrekening blijkt ook specifiek uit de relevante Europese regelingen dat dit wordt geregeld in nationale wetgeving.[131]

> In 1972 is wel een voorstel gedaan voor een richtlijn die zag op de structuur van de NV en de bevoegdheden van haar organen (de Vijfde EEG-richtlijn). Volgens dit oorspronkelijke richtlijnvoorstel diende NV te beschikken over drie organen: een bestuursorgaan, een toezichthoudend orgaan en een AV. Bestuurders werden benoemd en ontslagen door het toezichthoudend orgaan. Toezichthouders van een kleine vennootschap werden benoemd en ontslagen door de AV. Voor benoeming van toezichthouders van een grote vennootschap kregen lidstaten twee opties. De eerste optie hield in dat toezichthouders voor een derde werden benoemd en ontslagen door werknemers(vertegenwoordigers) en voor twee derden door de AV (tenzij de lidstaten de bevoegdheden van de AV op andere wijze regelen). De tweede optie hield in dat toezichthouders werden benoemd en ontslagen door het toezichthoudend orgaan zelf. Belangrijke bestuursbesluiten werden goedgekeurd door het toezichthoudend orgaan. De AV kreeg de bevoegdheid tot statutenwijziging, vaststelling van de jaarrekening, winstbestemming en tot benoeming van personen die de jaarrekening moesten controleren.[132] Het voorstel voor een Vijfde-EEG richtlijn werd nog driemaal gewijzigd, waarbij het telkens werd uitgebreid met aanvullende keuzemogelijkheden en complexiteiten.[133] Het voorstel werd in 2004 ingetrokken. Er is daarmee geen Europese regeling die voorschriften biedt voor de volledige invulling van de structuur en bevoegdheidsverdeling – ofwel de corporate governance – van vennootschappen.

Enkel de Richtlijn Vennootschapsrecht en de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn bevatten thans beperkte voorschriften inzake de bevoegdheidsverdeling tussen vennootschappelijke organen. Voor zover vennootschappelijke bevoegdheden van organen in deze richtlijnen bepaald worden door Europees recht, schrijven die bepalingen veelal voor dat deze bevoegdheden de vorm van goedkeuringsrechten hebben. Dit geldt op grond van de Richtlijn Vennootschapsrecht voor besluiten tot fusie,[134] splitsing,[135] en de inkoop van aandelen.[136] Op grond van

131. Zie artikel 55 Richtlijn Vennootschapsrecht voor de bevoegdheid tot statutenwijziging en artikel 30 Verslaggevingsrichtlijn voor vaststelling (in de woorden van de Verslaggevingsrichtlijn: goedkeuring) van de jaarrekening.
132. Voorstel voor een Vijfde EEG-richtlijn, ingediend door de Commissie bij de Raad op 9 oktober 1972.
133. Bij voorstel van 19 augustus 1983, bij voorstel van 20 december 1990 en bij voorstel van 20 november 1991.
134. Artikel 93 lid 1 Richtlijn Vennootschapsrecht.
135. Artikel 139 lid 1 Richtlijn Vennootschapsrecht.
136. Artikel 60 lid 1 sub a Richtlijn Vennootschapsrecht.

de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn geldt dit ook voor het instellen van een (nieuw) bezoldigingsbeleid.[137] Het Nederlandse vennootschapsrecht wijkt voor wat betreft fusie, splitsing en bezoldigingsbeleid af van de Richtlijn Vennootschapsrecht, in die zin dat Nederlands recht deze goedkeuringsbevoegdheden heeft geïmplementeerd als reguliere besluitvormingsbevoegdheden, wat zou kunnen suggereren dat deze bevoegdheden ook op initiatief van de AV kunnen worden uitgeoefend. De vraag kan gesteld worden of het Nederlandse vennootschapsrecht op deze punten niet in overeenstemming gebracht dient te worden met de voorschriften van de richtlijn. Ik denk dat dit niet noodzakelijk is, aangezien uit de structuur van de relevante regelingen in Boek 2 BW volgt dat deze feitelijk functioneren als goedkeuringsrechten, nu de besluiten telkens eerst als voorstel dienen te worden voorgelegd aan de AV.

Voor sommige AV-bevoegdheden uit in de Richtlijn Vennootschapsrecht wordt niet expliciet voorgeschreven dat deze de vorm van goedkeuringsrechten dienen te hebben. Dit geldt specifiek voor de bevoegdheden tot (aanwijzing tot) uitgifte van aandelen en het beperken of uitsluiten van voorkeursrechten en besluiten tot kapitaalvermindering.[138] Deze richtlijn lijkt echter ook niet te verhinderen dat dergelijke besluiten in het nationale recht worden geïmplementeerd als goedkeuringsbevoegdheden. De opzet van de regeling lijkt dit voor de desbetreffende besluiten zelfs te ondersteunen, nu steeds lijkt te zijn beoogd geen van deze besluiten doorgang te laten vinden dan na een besluit van de AV.

Andere Europese regelingen dan de hierboven genoemde, zoals de Verslaggevingsrichtlijn, kennen geen bevoegdheden toe aan organen.[139] Kortom: voor veruit de meeste bevoegdheden die hiervoor werden genoemd geldt dat Europees recht daar niets over bepaalt, en voor zover dat wel het geval is, kunnen die bevoegdheden in het nationale recht worden opgenomen worden als goedkeuringsrechten.

---

137. Zie artikel 9 bis (1)-(2), waar wordt gesproken over het door de algemene vergadering *goedgekeurde* bezoldigingsbeleid. Het recht om te stemmen over het bezoldigings*verslag* betreft een adviserende stem en laat ik hier buiten beschouwing. Zie hierover artikel 9 ter (4) Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.
138. Op grond van artikel 68 lid 1 (kapitaalverhoging, aandelenuitgifte), artikel 72 lid 4 (beperking of uitsluiting voorkeursrechten en de aanwijzing tot dergelijke handelingen), artikelen 73 en 80 (vermindering kapitaal) van de Richtlijn Vennootschapsrecht.
139. De goedkeuringsbevoegdheden van de AV op grond van bepaalde facultatieve regelingen in de Overnamerichtlijn laat ik hier buiten beschouwing, aangezien die voor Nederlands recht niet relevant zijn. De goedkeuring van materiële transacties met verbonden partijen, zoals opgenomen in artikel 9 quater Herziene Aandeelhoudersrichtlijn, laat ik hier ook buiten beschouwing, aangezien hierin niet wordt voorgeschreven welk orgaan deze bevoegdheid dient uit te oefenen (lidstaten mogen kiezen tussen de AV, het bestuur of de raad van commissarissen).

Het resultaat van voorgaande wijzigingen zou moeten zijn dat een besluit door de AV enkel kan worden genomen na een voorstel daartoe van het bestuur, na goedkeuring van de raad van commissarissen. Waar nodig kan enige variatie worden aangebracht in dit systeem, bijvoorbeeld door ontslag van bestuurders en commissarissen plaats te laten vinden op voorstel van (de niet bij het besluit betrokken leden van) de raad van commissarissen. Een belangrijke consequentie is dat de AV het ontslagrecht niet langer kan gebruiken als disciplineringsmechanisme omdat het niet langer op initiatief van de AV kan worden uitgeoefend. Dat lijkt mij een juiste aanpassing, omdat het ontslagrecht in de praktijk thans juist kan en mag worden gebruikt als pressiemiddel, met als doel om invloed uit te oefenen op de strategiebepaling door het bestuur. De raad van commissarissen zou een bestuurder of commissaris wel moeten kunnen schorsen in afwachting van de AV waarin het voorstel tot ontslag is geagendeerd. Indien sprake is van evidente gevallen van wanbeleid, zoals bij het handelen in strijd met de wet of statuten of bij de "greep in de kas"-achtige situaties, en de raad van commissarissen toch nalaat in te grijpen, moet een wettelijke regeling voorzien in de mogelijkheid dat de rechter overgaat tot ontslag op verzoek van een betrokken belanghebbende (zoals een aandeelhouder). Die regeling kan wat mij betreft vergelijkbaar zijn met die van artikel 2:298 BW voor het ontslag van de stichtingsbestuurder: een bestuurder of commissaris die iets doet of nalaat in strijd met de bepalingen van de wet of van de statuten, dan wel zich schuldig maakt aan wanbeheer, kan dan door de rechtbank worden ontslagen op verzoek van een belanghebbende. Uiteraard staat voor enquêtegerechtigden ook de weg open van een enquêteverzoek, dat eventueel vergezeld kan gaan met verzoeken tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen.

Uiteraard blijft het agenderingsrecht gelden op grond van de Aandeelhoudersrichtlijn, maar aandeelhouders kunnen enkel nog bespreekpunten agenderen, aangezien zij geen zelfstandige besluitvormingsrechten hebben. Weliswaar is voor veel besluiten de medewerking van de AV nodig, maar het bestuur kan primair het beleid en de strategie bepalen, onder toezicht van de raad van commissarissen. Het bepalen en uitvoeren van een consequente strategie kan niet worden verstoord doordat aandeelhouders hun eigen strategische initiatieven opdringen aan het bestuur. Het convocatierecht kan in dit systeem wat mij betreft vervallen. Het is geen bevoegdheid die op grond van Europees recht aan de aandeelhouders toekomt en het nut van het initiëren van een AV is niet langer evident wanneer de AV slechts goedkeuringsbevoegdheden heeft. Het convocatierecht zou dan enkel kunnen worden ingezet voor het agenderen van bespreekpunten en (in mijn visie) aanbevelingen,[140] indien gewenst met stemming ter peiling van standpunten. Die rechten kunnen ook worden uitgeoefend op de AV's die door het bestuur bijeengeroepen worden, en het bestuur moet voor belangrijke besluiten in ieder geval al een AV bijeenroepen om de vereiste goedkeuringen te verkrijgen.

140. Zie paragraaf 6.2.3 van dit proefschrift.

Er zijn nog enkele bevoegdheden die ik niet heb genoemd en waarmee naar mijn mening op een andere manier moet worden omgegaan dan hierboven omschreven. Aan de AV komt thans de bevoegdheid toe tot besluitvorming bij een tegenstrijdig belang van alle bestuurders wanneer (1) ook alle leden van de raad van commissarissen een tegenstrijdig belang hebben of (2) bij ontbreken van een raad van commissarissen. Ik vind dat geen logisch systeem. Het is volgens mij niet zo, zelfs niet als alle bestuurders en commissarissen een tegenstrijdig belang hebben, dat de AV beter dan die bestuurders en commissarissen kan bepalen welk besluit in het belang van de vennootschap en haar onderneming is. Dat is ook niet de taak van aandeelhouders, terwijl dat besluit in eerste instantie wel in het belang van de vennootschap genomen zou moeten worden (het is immers een bestuursbesluit). Wel is het zo dat transparantie moet worden betracht en misbruik moet worden voorkomen. Ik zou daarom voorstellen dat in dit soort uitzonderlijke gevallen het besluit genomen wordt door het bestuur, maar dat dat besluit onderworpen is aan de goedkeuring van zowel de raad van commissarissen als de AV. Op die manier wordt in dit soort extreme gevallen een equilibrium van *checks and balances* bereikt. Daarnaast blijft het recht op inlichtingen wat mij betreft onverkort gelden.[141] De restbevoegdheid van de AV zoals neergelegd in artikel 2:107 lid 1 BW kan wat mij betreft worden geschrapt. Ik heb bij laatstgenoemd punt eerder in deze dissertatie uitgebreid stil gestaan. [142]

Aan het voorgestelde systeem van wettelijke goedkeuringsrechten voor de AV zouden nadelige gevolgen verbonden kunnen zijn. Ik onderscheid er met name drie: (1) verschansing door het bestuur en de raad van commissarissen, (2) ineffectieve besluitvorming door patstellingen tussen vennootschapsorganen en (3), mede in het verlengde van de eerste twee redenen, afbreuk aan de aantrekkelijkheid van Nederland als investerings- en vestigingsland. De eerste twee bezwaren raken mijns inziens aan de kern van de zaak. Ik heb hiervoor betoogd dat het huidige wettelijke vennootschapsmodel, waarin de AV (zelfs bij beursvennootschappen) nog altijd gepositioneerd wordt als uiteindelijke macht, niet langer past bij een stakeholdergeoriënteerd governancemodel. Als gekeken wordt naar de wijze waarop de bevoegdheidsverdeling kan worden aangepast om deze meer in lijn te brengen met het governancemodel, dan kan een compromis gevonden worden door een systeem van samengestelde bevoegdheden te creëren. Dit heeft noodzakelijkerwijs tot gevolg dat de besluitvorming niet door één orgaan kan worden doorgedrukt. Dit betekent ook dat het bestuur en de raad van commissarissen zich makkelijker kunnen verschansen door voor hen nadelige besluitvorming te blokkeren, in het bijzonder over benoeming en ontslag. Hoewel dit risico bestaat, is voor veel besluiten het initiatief van het

141. Artikel 2:107 lid 2 BW.
142. Zie paragraaf 3.3 van dit proefschrift.

bestuur en de goedkeuring van de AV vereist, om welke reden het bestuur en de AV steeds op zoek zullen moeten gaan naar samenwerking en draagvlak. Dit kan leiden tot langere besluitvormingsprocessen, maar dat dwingt alle partijen juist om niet gericht te zijn op de korte termijn. Ik geloof dat een dergelijke principiële keuze kan bijdragen aan een meer gebalanceerd en op de lange termijn gericht besluitvormingsmodel. Bestuurders kunnen voor de (bijvoorbeeld) vier jaar dat zij zijn benoemd hun strategie bepalen en deze, waar nodig met de goedkeuring van de AV, uitvoeren zonder de (impliciete of expliciete) dreiging van ontslag om redenen die te maken hebben met financiële voordelen voor aandeelhouders op de korte termijn. De wetenschap dat de bestuurders in beginsel niet tussentijds door de AV kunnen worden ontslagen en dat andere besluiten ook niet eenzijdig door de AV kunnen worden opgedrongen dwingt bestuurders en aandeelhouders om vanuit consensus te denken en te handelen. Deze samenwerking zal gericht zijn op een initiërende, ondernemende rol van het bestuur, een monitoringrol van de AV, en een gezamenlijke gerichtheid op langetermijnwaardecreatie en realisatie van de *corporate purpose* van de beursvennootschap. Voor extreme gevallen zijn er altijd mogelijkheden om besluiten door te drukken, zowel voor het bestuur (zoals een noodfinanciering) als voor aandeelhouders (door een gang naar de rechter).

De angst voor afbreuk aan de aantrekkelijkheid van Nederland als investeringsen vestigingsland lijkt mij ongegrond. De gemiddelde investeerder in beursvennootschappen heeft wat hij wil, namelijk (mede)zeggenschap over belangrijke onderwerpen en daarmee een 'noodrem'. De meeste beleggers zullen helemaal geen behoefte hebben aan positief controlerende bevoegdheden waarmee actief de strategie kan worden beïnvloed. Er is slechts een beperkt aantal investeerders dat waarde hecht aan positieve bevoegdheden, en dat zijn de activistische *hedge funds* die beleggen in beursvennootschappen om strategiewijzigingen te initiëren. Aangezien aandeelhouders in Nederland nu juist niet gaan over de strategie van beursvennootschappen, lijkt het mij een goede ontwikkeling als dergelijke initiatiefrechten die raken aan de strategie worden afgebouwd. Nederland wordt daarmee minder aantrekkelijk voor aandeelhouders die uit zijn op kortetermijnrendement, maar niet voor beleggers die op de lange termijn waarde willen creëren in samenwerking met de vennootschap. Beursvennootschappen krijgen daardoor meer ruimte om invulling te geven aan hun maatschappelijke verantwoordelijkheid, waar langetermijnbeleggers in de huidige tijd juist veel waarde aan hechten. Voor de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsland kan een systeem van negatieve controle positieve gevolgen hebben, omdat veel ondernemingen en beleggers het uitgangspunt van ondernemerschap met een strategie op de lange termijn zullen kunnen waarderen. Tot slot geloof ik dat een systeem van negatieve controle een voor investeerders aantrekkelijker alternatief biedt dan een oplossing in de vorm van gedragsnormen voor aandeelhouders. Investeerders zullen mijns inziens meer gecharmeerd zijn van een systeem van negatieve controle, waarbij zij wel hun financiële belangen mogen dienen, dan een systeem van positieve controle, gecombineerd met

gedragsnormen, die hen opzadelen met een complexe verantwoordelijkheid (en potentieel de daarmee corresponderende aansprakelijkheid). Vanuit beleggersperspectief is een systeem van negatieve controle mijns inziens een kleinere stap dan een gedragsnorm. Ik verwijs ook naar paragraaf 7.2 voor een algemene beschouwing over een herijking van bevoegdheden en de invloed daarvan op de aantrekkelijkheid van Nederland als investerings- en vestigingsland, die ook hier van toepassing is.

Een nieuw wettelijk systeem van goedkeuringsrechten zal deels dwingend en deels flexibel kunnen zijn. Zo zal aan aandeelhouders enkel negatieve controle kunnen worden toegekend, maar kan die zeggenschap wel flexibel worden ingericht. Dat kan bijvoorbeeld door gebruik te (blijven) maken van verschillende soorten aandelen, waarbij aan elke soort een ander aantal stemmen per aandeel wordt toegekend. Zo blijft het initiatief bij het bestuur, maar zal een specifieke aandeelhouder (zoals een oprichter of familie) wel een grotere monitoringrol kunnen toekomen. Ook kunnen aan individuele grootaandeelhouders bijzondere rechten worden toegekend, bijvoorbeeld door in een *relationship agreement* tussen de aandeelhouder en de vennootschap te bepalen dat de aandeelhouder een of meer kandidaten mag aanbevelen voor een voordracht voor benoeming tot de raad van commissarissen.

Het lijkt mij dat een wettelijk systeem van goedkeuringsrechten voor de AV enkel aanvaardbaar of aan te bevelen is voor beursvennootschappen en niet in besloten verhoudingen. De wet zou kunnen voorschrijven dat aan aandelen die ter beurze verhandeld worden enkel negatieve controle verbonden kan zijn in de vorm van goedkeuringsrechten. De statuten die effectief worden per het moment van de beursgang moeten dan in lijn gebracht worden met die wettelijke regeling. Dit heeft tot effect dat de aandelen die in de beursgang worden verkocht door de verkopende aandeelhouders, in feite geconverteerd worden in aandelen met negatieve controle. Het systeem zou ook weer beëindigd moeten kunnen worden indien de vennootschap na een overname van de beurs wordt gehaald.

7.4.2 Verantwoording aan aandeelhouders?

Een apart thema is de verantwoording aan aandeelhouders door het bestuur en de raad van commissarissen van de beursvennootschap. Zoals in de *AkzoNobel*-beschikking is bevestigd, hebben aandeelhouders "…recht op en belang bij het afleggen van verantwoording door AkzoNobel van het door haar gevoerde beleid en het op die wijze verkrijgen van toereikende informatie over de daaraan ten grondslag liggende gegevens en afwegingen, niet alleen met het oog op de uitoefening van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden,

maar ook ter bepaling van hun eigen beleggings- en investeringsbeleid."[143] Het spreekt voor zich dat als we aannemen dat het bestuur en de raad van commissarissen een ruim primaat hebben tot ondernemen, dit tot gevolg heeft dat zij daarvan rekenschap moeten afleggen. Wat ik niet logisch vind, is dat zij de hoeders zijn van de belangen van alle relevante stakeholders, maar dat zij die rekenschap slechts moeten afleggen aan één groep stakeholders. Dit komt met name tot uiting in de rechten van de AV tot het vaststellen of wijzigen van de jaarrekening en het verlenen van decharge. Door het afleggen van verantwoording aan alleen aandeelhouders erkent het bestuur die specifieke stakeholder alsnog als de 'hoogste macht'. In de praktijk worden deze rechten met name als drukmiddel gebruikt teneinde het bestuur en de raad van commissarissen te bewegen zich te richten naar de wensen van de aandeelhouders. Ik zou er voorstander van zijn hier verandering in te brengen. Wat mij betreft wordt het recht van de AV tot het vaststellen of wijzigen van de jaarrekening geschrapt. De jaarrekening wordt dan opgesteld door het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, en gecontroleerd door de accountant. Vervolgens wordt deze gepubliceerd en op basis daarvan kunnen alle stakeholders kennisnemen van hoe de vennootschap ervoor staat. Ik vind dat niet zo vreemd; de AV heeft ook geen rol bij de publicatie van de halfjaarlijkse financiële verslaggeving.[144] Die AV is ook helemaal niet betrokken geweest bij de totstandkoming van de jaarrekening en heeft geen kennis van de financiële positie van de beursvennootschap, anders dan voor zover zij hierover is ingelicht door het bestuur. In de Verenigde Staten is ook geen betrokkenheid van de AV bij vaststelling van de jaarrekening. De Verslaggevingsrichtlijn vereist dit ook niet, maar bevat slechts voorschriften over de verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen voor de jaarrekening.[145] Bestuurders en commissarissen kunnen uiteraard alsnog worden aangesproken als er materiële fouten in de jaarrekening staan, tenzij hen persoonlijk geen ernstig verwijt kan worden gemaakt. De hiervoor voorgestelde wijziging betekent overigens ook dat geen decharge wordt verleend. Ook dat is niet zo relevant. Het belang van decharge is niet altijd evident, aangezien een dechargebesluit slechts beperkte werking heeft, in die zin dat het bestuurders en commissarissen enkel vrijwaart van interne aansprakelijkheid voor feiten en omstandigheden die blijken uit het jaarrekening of anderszins bij de AV bekend zijn.[146] Bestuurders en commissarissen zijn daarmee nog niet "buut vrij".

De focus op verantwoording aan louter aandeelhouders komt niet alleen tot uiting in de regeling over de vaststelling van de jaarrekening. Ook de verplichting tot het opmaken en publiceren van periodieke financiële verslaggeving laat

143. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten (*AkzoNobel*), r.o. 3.31.
144. Artikel 5:25d Wft.
145. Overweging (4) en artikel 33 van de Verslaggevingsrichtlijn.
146. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/251.

zien dat de transparantieregels thans vaak zijn afgestemd op de kortetermijnbelangen van aandeelhouders. Dit zou schade kunnen toebrengen aan waardecreatie op de lange termijn, in die zin dat bestuurders worden ontmoedigd om te investeren in zaken die op de langetermijnwaarde kunnen realiseren, wanneer die investeringen op de korte termijn een nadelige invloed hebben op de financiële verslaggeving.

> Uit onderzoek blijkt dat managers bij het publiceren van periodieke cijfers meer waarde hechten aan het waarmaken van de marktverwachtingen op de korte termijn, dan dat zij investeringen willen doen die op de lange termijn meer waarde creëren.[147] "The majority of CFOs admit to sacrificing long-term economic value to hit a target or to smooth short-term earnings."[148] Vennootschappen zorgen ervoor (volgens CFO's die betrokken zijn in het onderzoek) dat geleidelijke winsten worden gerealiseerd, omdat dit tegemoet komt aan de marktverwachtingen.[149] Dit gebeurt door investeringen (bijvoorbeeld voor R&D, advertenties of onderhoud) vooruit te schuiven, door de planning en omvang van investeringsprojecten te wijzigen, of door het wijzigen van aannames in de financiële verslaggeving (al bestaan tegen dat laatste grotere bezwaren).[150] Uit ander onderzoek blijkt dat het kortetermijngedrag in de Verenigde Staten niet slechts wordt veroorzaakt door de periodieke verslaggeving, maar ook door de *verwachtingen* die beursvennootschappen en analisten publiceren.[151] Voor de hand ligt wat mij betreft dat een combinatie van beide hier een rol speelt: er worden verwachtingen uitgesproken en die verwachtingen moeten worden waargemaakt, hetgeen moet worden gerealiseerd door publicatie van de periodieke verslaggeving. Hoe vaker de verwachtingen en de verslaggeving worden gepubliceerd, hoe groter logischerwijs de druk wordt op beursvennootschappen om te 'leveren'. Het hiervoor beschreven verschijnsel leidt in mijn optiek tot twee zorgelijke constateringen: (1) periodieke verwachtingen en verslagen zorgen ervoor dat managers minder bezig zijn met waardecreatie op de lange termijn en (2) managers blijken meer dan incidenteel bereid en bij machte om hun ondernemingsbeleid zodanig aan te passen dat de financiële verslaggeving in lijn wordt gebracht met marktverwachtingen, hetgeen tevens vragen doet opkomen over het nut van die verslaggeving.

147. Graham, Harvey & Rajgopal 2005, p. 5. Zie hierover ook: H.D. Sherman & S.D. Young, 'Where Financial Reporting Still Falls Short', *Harvard Business Review*, juli/augustus 2019 en Henderson 2020, p. 122.
148. Graham, Harvey & Rajgopal 2005, p. 67.
149. Graham, Harvey & Rajgopal 2005, p. 5, 42, 49-50.
150. Graham, Harvey & Rajgopal 2005, p. 29 & 35.
151. J.J. Park, 'Do The Securities Laws Promote Short-Termism?', 10 UC Irvine Law Review 2020. Bij het aantreden van Paul Polman als CEO van Unilever kondigde hij aan niet langer ieder kwartaal verwachtingen te publiceren om meer op de lange termijn gericht te zijn (zie 'The long and short of the quarterly reports controversy', *Financial Times*, 2 juli 2018.

> Het voorgaande onderzoek werd uitgevoerd in de Verenigde Staten. Er is geen vergelijkbaar onderzoek dat ziet op de Nederlandse of Europese markt. Het concept van periodieke verslaggeving bestaat zowel in de Verenigde Staten en Europa, dus is het mijns inziens voorstelbaar dat eenzelfde soort problematiek in Europa kan spelen, maar hier zou nader onderzoek naar moeten worden gedaan.

In 2013 is de Europese transparantierichtlijn gewijzigd.[152] Door deze wijziging mochten lidstaten beursvennootschappen niet langer verplichten kwartaalrapportages te publiceren.[153] In de considerans van de richtlijn is hierover het volgende te lezen:

> "De verplichtingen om tussentijdse verklaringen van het bestuursorgaan of financiële kwartaalverslagen te publiceren, vormen een belangrijke last voor vele kleine en middelgrote uitgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, terwijl zij niet nodig zijn voor de beleggersbescherming. Die verplichtingen zetten ook aan tot prestaties op de korte termijn en ontmoedigen langetermijnbeleggingen. Om duurzame waardecreatie en een op de lange termijn gerichte beleggingsstrategie aan te moedigen, is het essentieel om de kortetermijndruk op uitgevende instellingen te verminderen en om beleggers een stimulans te geven om een langere termijn visie aan te nemen. De verplichting om tussentijdse verklaringen van het bestuursorgaan te publiceren, dient derhalve te worden afgeschaft."[154]

Ik vraag mij af of voor het publiceren van halfjaarlijkse financiële verslagen niet dezelfde redenering kan gelden. Wat mij betreft zouden beursvennootschappen moeten kunnen volstaan met het publiceren van jaarlijkse financiële verslaggeving. Bestuurders moeten zich bezighouden met ondernemen en de langetermijnstrategie, en niet continu toewerken naar periodieke verslaggevingsmomenten.

---

152. Richtlijn 2013/50/EU van het Europees Parlement en de Raad van 22 oktober 2013 tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG (hierna: de Gewijzigde Transparantierichtlijn).
153. Artikel 1(2)(a) van de Gewijzigde Transparantierichtlijn.
154. Considerans (4) van de Gewijzigde Transparantierichtlijn.

Uiteraard dienen beursvennootschappen naast de periodieke verslaggeving ook andere materiële gebeurtenissen te publiceren. Dit vloeit voort uit de Verordening Marktmisbruik, die elke beursvennootschap verplicht om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken.[155] Onder voorwetenschap wordt verstaan: concrete, niet openbaar gemaakte informatie die betrekking heeft op de beursvennootschap of door haar uitgegeven financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten (of daarvan afgeleide financiële instrumenten).[156] Ook dit is een voorbeeld van transparantie- en verantwoordingsverplichtingen die louter gericht zijn op de belangen van aandeelhouders. Alleen die groep stakeholders heeft immers belang bij informatie die significante invloed op de koers kan hebben, behalve dan in het geval dat er houders van genoteerde obligaties of afgeleide instrumenten zijn. Idealiter zouden ondernemingen niet slechts informatie publiceren die een significante invloed kan hebben op de koers, maar tevens informatie die relevant kan zijn voor het voorkomen van misbruik of schade voor andere stakeholders. Zo kan een bepaald defect bij producten relevante informatie zijn voor klanten van de onderneming, ook wanneer publicatie van informatie over dit defect niet zou leiden tot een significante koersontwikkeling. Relevante informatie is wat mij betreft informatie die van significante invloed kan zijn op de vennootschap en haar onderneming (waaronder overigens ook de aandelenkoers). De verantwoordingsverplichting wordt zo in lijn gebracht met het normatief richtsnoer van het bestuur. Dat zorgt voor een logisch geheel van regelgeving. Uiteraard zou dit op dit moment lastig te realiseren zijn, aangezien het direct werkende Europese regelgeving betreft, tenzij dit idee op enig moment ook op Europees niveau breed wordt gedragen. Ik kan mij wel voorstellen dat Nederland regels kan stellen die gelden *in aanvulling op* de vereisten in de Verordening Marktmisbruik. Overigens zal dit in de praktijk wat mij betreft niet moeten leiden tot veel extra publicatiemomenten. In veel gevallen zal een feit dat of een gebeurtenis die significante invloed heeft op de vennootschap en haar onderneming, tevens leiden tot een significante invloed op de aandelenkoers. Het gaat er vooral om dat de beursvennootschap niet louter verantwoording aflegt aan aandeelhouders, maar ook kijkt naar wat die informatie betekent voor andere stakeholders.

7.4.3 De stakeholdervennootschap; een nieuwe rechtsvorm?

Volgens Timmerman is het hoofddoel van ons ondernemingsrecht:

> "[…] het uitdenken van zulke rechtsvormen voor ondernemingen dat deze op succesvolle wijze aan het (internationale) economische leven kunnen deelnemen. Die juridische jassen voor ondernemingen moeten zo worden

155. Artikel 17 van de Verordening Marktmisbruik.
156. Artikel 7 van de Verordening Marktmisbruik.

gesneden dat economische vooruitgang en ondernemerschap worden bevorderd en allerlei activiteiten worden tegengegaan die economische waarden vernietigen zonder dat daar een compenserend immaterieel voordeel, zoals rechtvaardigheid en duurzaamheid, tegenover staat."[157]

Ik kan mij in deze beschrijving goed vinden, en ik doe graag een poging om bij te dragen aan het uitdenken van geschikte rechtsvormen. Ik denk dat dat ook nodig is, omdat (zoals ik in paragrafen 7.1 en 7.2 beschreef) er een groeiende behoefte lijkt te zijn in de maatschappij naar een meer sociale en eerlijke rechtsvorm, terwijl de mogelijkheden van open normen hun beperkingen kennen. Een vennootschapsmodel dat beter aansluit bij het stakeholdermodel zou een grotere rechtszekerheid kunnen bieden. Ik noemde hiervoor de mogelijkheid dat de AV niet langer positieve, maar slechts negatieve controle toekomt.[158] Het potentiële nadeel van deze oplossing is dat de AV nog altijd die negatieve controle houdt over belangrijke besluiten. Daarmee behoudt zij een bepaalde machtspositie ten opzichte van het bestuur en haar uitzonderingspositie ten opzichte van andere stakeholders. Ook behoudt de AV daarmee belangrijke invloed op de strategie van de beursvennootschap (al is het reactief). Een mogelijke oplossing voor deze situatie kan worden geboden door een nieuw vennootschapsmodel, waarbij andere stakeholders dan aandeelhouders ook inspraak gegeven wordt in de vennootschappelijke besluitvorming. Deze nieuwe rechtsvorm zou moeten kunnen worden opgericht naast de kapitaalvennootschap. De kapitaalvennootschap blijft dan in huidige vorm bestaan, of met bepaalde aanpassingen zoals ik die hiervoor heb voorgesteld. De nieuwe rechtsvorm, de stakeholdervennootschap, is erop gericht een *level playing field* te creëren tussen de verschillende stakeholders, dat recht doet aan hun (in beginsel) gelijke positie binnen de vennootschappelijke orde.

In het verleden is, onder andere door Winter, voorgesteld om voor het creëren van een dergelijke stakeholderorganisatie gebruik te maken van de rechtsvorm coöperatie.[159] Een coöperatie is een vereniging die bij notariële akte is opgericht en daarbij is aangeduid als coöperatie.[160] De coöperatie stelt zich volgens haar statuten ten doel in bepaalde stoffelijke behoeften van haar leden te voorzien krachtens overeenkomsten, anders dan van verzekering, met hen gesloten in het bedrijf dat zij te dien einde te hunnen behoeve uitoefent of doet uitoefenen.

157. Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2, nr. 8.
158. Zie paragraaf 7.4.1 van dit proefschrift.
159. Zie: 'Het is hoog tijd voor alternatieve ondernemingsvormen', *Het Financieele Dagblad*, 21 april 2017 en 'De moderne onderneming drijft steeds verder af van wat mensen waardevol vinden', *Het Financieele Dagblad*, 30 december 2017. Zie ook: Singer 2019, p. 203-206 over de werknemerscoöperatie. Zie Heijne & Noten 2020, p. 205 e.v. voor meer internationale voorbeelden van coöperaties.
160. Artikel 2:53 lid 1 BW

De coöperatie heeft kenmerken van de vennootschap. Zij is een samenwerkingsverband dat gericht is op materieel voordeel van haar deelnemers.[161] De coöperatie mag winst uitdelen en er zijn ook coöperaties die aandelen uitgeven aan hun leden.[162] Coöperaties kunnen (al dan niet beursgenoteerde) participatiebewijzen uitgeven en zo eigen vermogen aantrekken.[163] De leden hebben veelal een zakelijke relatie met de coöperatie die gericht is op de langere termijn. Het zijn bijvoorbeeld beroepsbeoefenaars, boeren of consumenten, die door de samenwerking schaalvoordelen of kostensynergieën kunnen bereiken. Zij zijn lid van de coöperatie omdat ze hier economisch voordeel uit halen, maar zij zijn veelal niet louter financiële investeerders. Coöperaties komen veel voor in het midden- en kleinbedrijf, maar ook grotere ondernemingen zoals Rabobank, FrieslandCampina en VGZ maken gebruik van deze organisatievorm. Ook internationaal komt de rechtsvorm vaak voor, met name in de verzekeringsbranche en de agrifoodsector.[164]

Wuisman heeft geschreven over de zogenaamde 'multi-stakeholdercoöperatie'.[165] Zij geeft aan dat er in 2016 ongeveer 240 van dit soort coöperaties in Nederland waren. In het Verenigd Koninkrijk zijn er, zo beschrijft zij, governancemodellen ontwikkeld voor vergelijkbare coöperatieve samenwerkingen. Hierin krijgen verschillende groepen stakeholders, zoals werknemers, financiers en consumenten, zeggenschapsrechten en economische rechten.

Wuisman verwijst in haar bijdrage naar de Engelse jurist Deakin, die de vennootschap en haar onderneming benadert vanuit het gedachtegoed van Ostrom.[166] Ostrom staat bekend om haar onderzoek naar de *tragedy of the commons*.[167] In de kern komt dit probleem erop neer dat indien publieke middelen, zoals natuurlijke bronnen, door niemand in eigendom worden gehouden, iedereen uit eigenbelang zal proberen die middelen te gebruiken voordat anderen dat doen, waardoor de middelen uitgeput raken en niet (langer) kunnen bijdragen aan de gezamenlijke welvaart. Deze theorie werd lang als argument gebruikt voor het creëren van private eigendom of publieke regulering. Ostrom heeft een oplossing voor dit probleem bedacht door te wijzen op de mogelijkheden van collectieve samenwerking. Deakin

161. *Asser/Rensen 2-III* 2017/213.
162. *Asser/Rensen 2-III* 2017/213 en 226.
163. *Asser/De Serière 2-IV* 2017/377.
164. 'World Cooperative Monitor Report 2019', te raadplegen via monitor.coop.
165. Wuisman 2018, par. 7.7.
166. Wuisman 2018, par. 7.3-7.4.
167. Dit begrip is bekend geraakt door: G. Hardin, 'The Tragedy of the Commons', *Science*, vol. 162, nr. 3859, 13 december 1968, p. 1243-1248. Ostrom heeft voor haar onderzoek op dit gebied de Nobelprijs in de economie toegekend gekregen in 2009. Haar bekendste werk is: E. Ostrom, *Governing the Commons. The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge (Verenigd Koninkrijk): Cambridge University Press 1990.

heeft de ideeën van Ostrom toegepast op de onderneming. Hij omschrijft de onderneming ook als een *commons*, dat wil zeggen een bundeling middelen waarbij veel stakeholders een belang hebben, zonder dat zij daarvan eigenaar zijn.[168] Om die bundeling middelen (de onderneming) duurzaam succesvol te laten zijn, is het juiste governancesysteem – zo toont onderzoek aan – vaak complex, gevarieerd en plaatsgebonden, maar er zijn wel principes te ontwaren die bij het ontwerpen van een dergelijk systeem van nut kunnen zijn.[169] Het voert te ver om deze theorie hier in detail te bespreken, maar Deakin meent dat deze benadering bij kan dragen aan het creëren van structuren die een duurzame onderneming in stand houden, in het bijzonder naarmate corporate governance en maatschappelijk verantwoord ondernemen meer naar elkaar toe bewegen.

De coöperatie biedt, zo blijkt uit het voorgaande, veel mogelijkheden voor een samenwerkingsvorm waarin verschillende stakeholders een positie innemen. De rechtsvorm coöperatie heeft echter ook enkele nadelen. Zo kent zij nogal stringente en specifieke eisen, bijvoorbeeld omtrent het doel dat zij zich moet stellen.[170] Bovendien kent zij als verenigingsvorm typologisch een zware rol toe aan de ledenvergadering, terwijl deze nieuwe stakeholdervennootschap (net zoals de huidige beursvennootschap) een bestuurscentrisch model zou moeten zijn. Dit verhoogt de effectiviteit van besluitvorming en faciliteert ondernemerschap. Daarnaast is voor overdracht van de rechtspositie van een lid van de coöperatie aan een derde naar huidig recht een akte tussen beiden en medewerking van de rechtspersoon noodzakelijk.[171] De coöperatie is een in beginsel besloten rechtspersoon.[172] Dit is niet bevorderlijk voor de aantrekkelijkheid van de coöperatie als beursvennootschap, aangezien de aandelen van aandeelhouders verhandelbaar moeten zijn en blijven. Ook is het wettelijk uitgangspunt dat de coöperatie met haar leden overeenkomsten aangaat van het soort waarvoor de coöperatie gezien haar doelstelling is opgericht.[173] Zoals beschreven in paragraaf 5.3.1 is het uitgangspunt van het stakeholdermodel breder, namelijk dat ook niet-contractuele stakeholders in de besluitvorming worden betrokken. Om deze redenen zou ik willen pleiten voor het creëren

168. Deakin 2012, p. 339.
169. Deakin 2012, p. 368, 372 en 374. Wuisman 2018, par.7.4 omschrijft de ontwerpprincipes van Ostrom.
170. *Asser/Rensen 2-III* 2017/220. Volgens Van Solinge is bij de coöperatie de band met de leden sterker dan de band met de aandeelhouder bij de kapitaalvennootschap, ook binnen het structuurregime, zie G. van Solinge, 'Ledendominantie bij de structuurcoöperatie', in: C.H.C. Overes & W.J.M. van Veen (red.), *Met recht betrokken. Opstellen aangeboden aan prof.mr. T.J. van der Ploeg*, Kluwer: Deventer 2012, p. 346.
171. Artikel 6:159 BW en C.H.C. Overes, T.J. van der Ploeg & W.J.M. van Veen, *Van vereniging en stichting, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 6.3.
172. Hamers, Schwarz & Zaman 2018, par. 18.3.6.
173. Artikel 2:53 lid 1 BW en Hamers, Schwarz & Zaman 2018, par. 18.3.1-18.3.3.

van een stakeholdervennootschap als geheel nieuwe rechtsvorm. De vraag die dan opkomt, is hoe een dergelijke stakeholdervennootschap moet worden vormgegeven.

Ten eerste moet worden gekeken naar de terminologie. De term 'stakeholder' dekt de lading en is ook juridisch te omlijnen.[174] De term is echter niet geschikt voor een wettelijke regeling, omdat het geen Nederlandse term is en al snel te vaag zal worden gevonden.[175] Ik zou daarom, voor een wettelijke regeling, willen spreken van 'participant'.[176] Dit maakt de cirkel rond; de deelnemers in de VOC werden ook als zodanig aangemerkt (al krijgt het begrip nu een andere betekenis).[177] De term spreekt me ook aan omdat die een zekere actieve betrokkenheid impliceert. Het gaat om personen die participeren in de onderneming, in verschillende hoedanigheden en op verscheidene manieren.

Ten tweede moet gekeken worden naar de basisstructuur. Daarbij staat voorop dat de wettelijke participatievennootschap flexibel moet zijn. Hoe de organisatie van een dergelijke vennootschap in een concreet geval wordt vormgegeven hangt af van het type onderneming, de ontwikkelingsfase, de sector en andere omstandigheden van het geval. Uiteraard moet de wet wel enkele uitgangspunten bieden voor de participatievennootschap. Het model van de kapitaalvennootschap kan als basis dienen. Het bestuur en de raad van commissarissen kunnen blijven bestaan zoals in het model van de huidige NV. Dit zijn wat mij betreft twee organen die goed functioneren. Het gaat erom dat de belangen en bijdragen van de participanten beter worden gereflecteerd in de organisatie. De AV als orgaan zal verdwijnen. Dit orgaan zal worden vervangen door een participantenvergadering, het orgaan waarin de participanten zeggenschap kunnen uitoefenen. Er zijn twee manieren waarop dat kan worden ingericht. Ten eerste kan er sprake zijn van directe participatie, doordat alle participanten een stem krijgen in de participantenvergadering. Dit zou ertoe kunnen leiden dat er een Poolse landdag ontstaat, maar dat hoeft niet. Beursvennootschappen hebben thans ook vele aandeelhouders, en die vergaderingen worden over het algemeen efficiënt doorgehamerd. Daarbij moet wel de kanttekening worden

174. Zie paragraaf 5.3 van dit proefschrift.
175. De eerste reden is niet prohibitief, maar lijkt me wel relevant. Bovendien kan het gebruik van Engelse termen in Nederlandse wetten weerstand oproepen, en die weerstand moet bij voorkeur voorkomen worden nu een wetsvoorstel toch al een ingewikkeld proces door zal moeten maken.
176. Ik heb in het eerste hoofdstuk uitgelegd dat de termen 'betrokkene' en 'belanghebbende' niet gebruikt kunnen worden omdat die termen andere vastomlijnde betekenissen hebben. In de *Cancun*-beschikkingen duidt de Hoge Raad 'stakeholders' aan als "degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken". Dat zou de lading wel kunnen dekken, aangezien het dan niet alleen gaan om de (rechts)personen die betrokken zijn bij de rechtspersoon (de kring van artikel 2:8 BW), maar ook bij de onderneming. Een dergelijke omschrijving lijkt mij voor een wettelijke regeling echter wat lang.
177. Zie paragraaf 2.1 van dit proefschrift.

gemaakt dat participanten, nog meer dan aandeelhouders, vaak uiteenlopende belangen en aandachtspunten zullen hebben. Het lijkt me daarom uiteindelijk niet verstandig om een grote gezamenlijke participantenvergadering te houden. Om zowel betrokkenheid van participanten als efficiëntie in de besluitvorming te bewerkstelligen, zullen er verschillende klassen participanten moeten zijn die elk hun eigen vertegenwoordiger afvaardigen naar de participantenvergadering. De vertegenwoordigers zullen de verschillende klassen participanten vertegenwoordigen in de participantenvergadering.

Om de verschillende klassen te bepalen is het relevant te bepalen welke soorten participanten worden onderscheiden. Het is lastig om hier een *one-size-fits-all*-benadering voor te schrijven. Dit zou leiden tot een te beperkt model. Financiering zal van belang kunnen zijn, maar niet voor elke onderneming en niet in elke fase van die onderneming. Ten eerste zal dit afhangen van het type onderneming. Een traditioneel supermarktconcern zal weinig financiering nodig hebben, aangezien het zijn leveranciers kan betalen binnen bepaalde termijnen en zijn klanten producten kopen die direct worden afgerekend. Energiebedrijven of geneesmiddelenfabrikanten zullen veel financiering nodig hebben omdat zij grote investeringen moeten doen om pas na een lange termijn inkomsten te genereren. Daarnaast zal relevant zijn in welke fase de onderneming zich bevindt. In de beginfase van de onderneming zal er waarschijnlijk behoefte zijn aan financiering door verstrekking van eigen vermogen en bankleningen, terwijl een gevestigde grote onderneming gefinancierd zal kunnen worden uit eigen middelen en met obligatieuitgiften. De vennootschapsleiding zal het beste kunnen inschatten welke participanten voor de volgende fase van de onderneming relevant zijn. Het bestuur zal een strategie moeten bepalen en daarbij mede beslissen welke participanten relevant zijn voor de volgende fase van de onderneming. In de beginfase zullen dat verschaffers van eigen vermogen en bankfinanciering zijn, werknemers en leveranciers en, in beperkte mate, klanten. Die beginfase is er immers op gericht om de onderneming op te bouwen, waarbij er doorgaans veel kosten, arbeid en middelen vereist zijn, maar er nog niet veel klanten zijn. In een latere fase zal de financiering ook nog een rol spelen, en klanten een steeds grotere rol, omdat er een bepaalde basis is gelegd, en de onderneming groeit en marktaandeel verovert. Andere zaken worden ook belangrijker, zoals productie- en kantoorruimte en managementondersteuning, zoals een informatietechnologiesysteem en financiële, juridische en fiscale expertise en een HR-functie. Wanneer de onderneming nog verder groeit en een bepaalde kritieke omvang bereikt, dan wordt financiering mogelijk minder belangrijk, maar zullen weer andere participanten een rol gaan spelen omdat de invloed van de onderneming op de omgeving veel groter wordt. De vennootschapsleiding zal minder bezig zijn met groei, maar meer met het behoud van marktpositie en reputatie, en de juiste strategie voor de verschillende onderdelen van de onderneming. De onderneming krijgt invloed op branchegenoten, de overheid en de maatschappij, en daarmee een andere rol en verantwoordelijkheid.

De veelkleurigheid is eindeloos en veranderlijk. De participatievennootschap zal daarin mee moeten kunnen bewegen. Dit kan betekenen dat de vennootschapsleiding samen met aandeelhouders de vennootschap opricht met het oog op een bepaald doel en daarbij een strategie bepaalt. In het kader van die strategie worden bij de oprichting participaties uitgegeven in drie verschillende klassen: verschaffers van eigen vermogen, verschaffers van bankfinanciering en werknemers.[178] De participaties geven geen recht op zeggenschap, maar niet voor eeuwig. Het uitgangspunt is dat participanten recht hebben op zeggenschap zolang zij een bijdrage leveren aan de onderneming. Aan participaties van 'aandeelhouders' (eigenvermogenverschaffers) zijn zeggenschapsrechten verbonden voor de duur dat zij daadwerkelijk kapitaal hebben verschaft aan de onderneming. Dit betekent dat de zeggenschap vervalt vanaf het moment dat de kapitaalinbreng is terugbetaald in dividenden. In mijn visie moet afstand gedaan worden van het uitgangspunt van de kapitaalvennootschap dat aandeelhouders eenmaal kapitaal kunnen verschaffen en daarmee tot in oneindigheid zeggenschap kunnen verkrijgen. Een systeem met eindige zeggenschapsrechten is ook aanvaardbaar, want aan de participaties van aandeelhouders zijn economische rechten verbonden die wel behouden blijven, ook wanneer de zeggenschapsrechten zijn verlopen. Aandeelhouders hebben recht op een redelijk dividend wanneer de participatievennootschap in staat is dat uit te keren. Het toekomstige dividend vertegenwoordigt een bepaalde waarde in het economisch verkeer. Dit betekent dat de participaties van aandeelhouders verhandelbaar kunnen zijn. Ze kunnen ook ter beurze genoteerd worden. De participaties verhandelen dan eerst met zeggenschap en na verloop van tijd zonder zeggenschap (feitelijk als stemrechtloze aandelen). Door deel te nemen aan participatieuitgiften kunnen aandeelhouders nieuwe participaties met zeggenschap bijkopen. Dat kan ook door het kopen van participaties met zeggenschap op de beurs. De participaties van bankfinanciers zullen recht geven op zeggenschap zolang de bankschuld uitstaat. Wanneer het gaat om een faciliteit die beschikbaar is, maar waaronder niet getrokken wordt, dan zal de zeggenschap beperkter zijn. Die participaties zullen weer meer zeggenschap toegekend krijgen zodra getrokken wordt onder de desbetreffende financiering. De zeggenschap die verbonden is aan participaties kan ook toenemen, bijvoorbeeld wanneer er op enig moment veel aanvullende schuldfinanciering wordt aangetrokken, en de banken participaties met een bepaalde mate van zeggenschap eisen. Dergelijke afspraken kunnen worden vastgelegd in participatievoorwaarden. De zeggenschap van werknemers is verbonden aan de arbeidsrelatie. De zeggenschap blijft in stand zolang de werknemer werkzaam is voor de onderneming. Het bestuur en de raad van commissarissen moeten, wanneer er een nieuwe strategische fase van de onderneming aanbreekt, steeds in staat kunnen zijn om een nieuwe strategie uit te zetten. Daar hoort ook bij dat zij zullen moeten kunnen bepalen welke participanten relevant

178. Het heeft waarschijnlijk geen zin om in deze fase participaties uit te geven aan leveranciers en klanten, want die zijn er nog niet.

zijn voor de volgende fase van de onderneming. Dit zal ertoe kunnen leiden dat nieuwe participanten, zoals klanten en leveranciers, kunnen worden toegelaten tot de participantenvergadering.

Een specifieke participatievennootschap zou er, voor wat betreft de vennootschappelijke organisatie, als volgt uit kunnen zien (vereenvoudigd weergegeven):

Een- of tweemaal per jaar kan een participantenvergadering worden gehouden. Hierin overleggen het bestuur en de raad van commissarissen met vertegenwoordigers van de verschillende participantenklassen. Daarnaast kan een participantenvergadering worden gehouden wanneer dat noodzakelijk is, bijvoorbeeld bij een majeure strategische transactie. De participantenvergadering krijgt in ieder geval zeggenschap over belangrijke besluiten, zoals benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen, de onderwerpen als genoemd in artikel 2:107a BW, statutenwijziging, fusie, splitsing en ontbinding. Ten aanzien van andere besluiten kan gediversifieerd worden, in die zin dat sommige besluiten relevanter kunnen zijn voor eigenvermogenverschaffers dan voor werknemers, of andersom. Bij het nemen van dergelijke besluiten kan de participantengroep die het meest wordt geraakt meer inspraak krijgen. Dit kan in de statuten worden vastgelegd. Wanneer het gaat om uitgifte van participaties met economische rechten, dan zal de besluitvorming relevanter zijn voor

eigenvermogenverschaffers en schuldfinanciers. Zij kunnen meer zeggenschap krijgen voor dat type besluit. Ook financiële verslaggeving zal relevanter zijn voor dit type participant dan voor andere participanten. Wanneer het gaat om een grote strategische overname of afstoting die gevolgen heeft voor de productmarkten waarin de onderneming opereert, dan zal de besluitvorming mede relevant zijn voor klanten. Wanneer het een overname betreft die tot veel kostensynergieën zal leiden, waardoor veel werknemers hun baan zullen verliezen, dan zal daarbij ook een grotere rol zijn weggelegd voor de participantenvertegenwoordiger van de werknemers. Dit besluitvormingsraamwerk kan worden aangepast zodat het aansluit bij de soort onderneming en de relevante participantenklassen.

Uiteindelijk zou het aantal besluiten dat moet worden voorgelegd aan de participantenvergadering relatief beperkt moeten zijn. Het is niet de bedoeling dat het bestuur en de raad van commissarissen in deze structuur voortdurend ruggespraak dienen te houden met participantenvertegenwoordigers. Wel kunnen (ad hoc of structurele) participantencommissies worden ingesteld die de vennootschapsleiding of andere personen binnen de organisatie op verzoek kunnen adviseren. Bij het ontwikkelen van nieuwe producten kan een commissie van klanten om advies worden gevraagd. Bij het bepalen van de financieringsstructuur kan een gecombineerde adviescommissie van kapitaalverschaffers worden ingesteld, met vertegenwoordigers van (bijvoorbeeld) aandeelhouders, banken en obligatiehouders. Dit draagt bij aan de interactie tussen de participanten en de vennootschap en vergroot de wederzijdse betrokkenheid.

Die betrokkenheid wordt verder versterkt door de klassevergaderingen. Deze vergaderingen worden door de participantenvertegenwoordigers enkele keren per jaar georganiseerd met de participanten van de eigen klasse. In ieder geval gebeurt dat steeds voorafgaand aan een participantenvergadering, zodat de participanten overleg kunnen plegen met hun vertegenwoordiger. Op uitnodiging kunnen daar af en toe ook bestuurders en/of commissarissen bij aanwezig zijn. De klassevergadering benoemt telkens voor een vaste termijn (bijvoorbeeld vier jaar) een participantenvertegenwoordiger. Deze vertegenwoordiger kan ook door diezelfde klasse worden geschorst of ontslagen. Als vertegenwoordiger kan een van de participanten worden aangesteld, maar het kan ook een externe persoon zijn. Mij lijkt dat klanten of banken vaak geen behoefte hebben om zitting te nemen in een participantenvergadering. De vertegenwoordigers dienen in dat geval wel personen te zijn die affiniteit hebben met, of over bijzondere kennis beschikken die relevant is voor, de desbetreffende participantengroep. De vertegenwoordigers van klanten zouden personen kunnen zijn die ervaring hebben in productontwikkeling. De schuldfinanciers zouden kunnen worden vertegenwoordigd door een persoon met ervaring in de financiële sector. Aandeelhouders zullen mogelijk juist wel iemand uit hun midden willen aanwijzen. Thans wordt bij beursvennootschappen soms al gewerkt met

een aandeelhouderscommissie waarin vertegenwoordigers van belangrijke en betrokken aandeelhouders plaatsnemen en de dialoog voeren met het bestuur. De participantenvertegenwoordigers dienen altijd natuurlijke personen te zijn. Rechtspersonen zouden het probleem enkel verleggen en de vraag doen opkomen wie de vertegenwoordigers zijn van die entiteiten.

De vraag kan opkomen naar welk belang participantenvertegenwoordigers zich dienen te richten bij het vervullen van hun taken en bij het uitoefenen van de zeggenschapsrechten in de participantenvergadering. Indien zij zich primair zouden moeten richten naar het vennootschapsbelang, dan kunnen zij de belangen van de participanten niet effectief behartigen. Bovendien voegt een participantenvergadering in een dergelijke opzet niet veel toe, aangezien het bestuur en de raad van commissarissen zich ook al richten op het vennootschapsbelang. De vertegenwoordigers dienen zich daarom primair te richten naar het belang van de participantengroep die zij vertegenwoordigen. Zij houden daarbij rekening met het belang van de vennootschap, haar onderneming en participanten van andere klassen. Het uitgangspunt moet zijn dat zij het belang van de participantenklasse op de lange termijn dienen als onderdeel van het bestendige succes van de onderneming.

Het voorgaande betreft slechts een conceptueel voorstel, en ik geef direct toe dat hier nog haken en ogen aanzitten. De kritische geest van de jurist zal doorgaans snel kijken naar de zwakheden en inconsistenties in een dergelijk voorstel. Die zijn in het door mij opgeworpen voorstel ook zeker aanwezig. Het is niet mijn doel hier een uitputtende regeling uit te schrijven, maar veeleer om te kijken naar welke wegen begaanbaar zouden kunnen zijn. Ik geloof wel dat een systeem zoals hierboven is voorgesteld potentie heeft en dat de maatschappij ook behoefte heeft aan dergelijke innovatieve juridische concepten.

7.4.4 Oplossingsmogelijkheden binnen het huidige wettelijk kader

De hiervoor genoemde oplossingen zijn, als ze al haalbaar blijken, waarschijnlijk een kwestie van lange adem. Tot er betere alternatieven voorhanden zijn, zou een constructie waarmee stakeholderbelangen worden behartigd, kunnen worden bewerkstelligd door gebruik te maken van certificering. Wanneer certificaten van aandelen genoteerd worden en worden uitgegeven aan certificaathouders, dan blijft het stemrecht bij de stichting administratiekantoor. De certificaathouders worden op hun verzoek gevolmachtigd om met uitsluiting van de stichting het aan het aandeel verbonden stemrecht uit te oefenen. De stemvolmacht kan echter worden beperkt, uitgesloten of herroepen indien een vijandig openbaar bod is uitgebracht, een of meer certificaathouders gezamenlijk ten minste 25% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen of uitoefening van het stemrecht door een of meer certificaathouders wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden

onderneming.[179] Denkbaar is dat de aandelen geplaatst wordt bij een stichting die is opgericht ter waarborging van langetermijnwaardecreatie en de belangen van stakeholders. In het bestuur van de stichting kunnen vertegenwoordigers van verschillende stakeholders plaatsnemen.[180] Een dergelijke *board of trustees* kan bij belangrijke besluiten en in dreigende situaties het bestaansdoel, de kernwaarden en de belangen van stakeholders van de beursvennootschap waarborgen.[181] Dit zou wellicht ook het (mede in het buitenland gehoorde) bezwaar wegnemen dat de stichting tegenwoordig in voorkomende gevallen wordt gecontroleerd door "four old business men".[182] Hoewel de stichting in beginsel verplicht is het stemrecht af te staan aan de certificaathouders, kan zij er toe besluiten dit niet te doen wanneer zij dat nodig acht. Eenzelfde soort effect kan worden bereikt met een stichting prioriteit, met een bestuur waarin vertegenwoordigers van verschillende stakeholders plaatsnemen. Verder zal een dergelijke structuur zoveel mogelijk gemodelleerd moeten worden naar de hiervoor beschreven participantenvennootschap. Om de betrokkenheid van de stakeholders en hun vertegenwoordigers te waarborgen, is het relevant dat de bestuurders kunnen worden gekozen door de relevante stakeholdergroep, op eenzelfde manier als de participantenvergadering haar vertegenwoordigers kiest, en dat die vertegenwoordiger ook regelmatige interactie heeft met zijn of haar achterban. Dit kan worden gerealiseerd door in de statuten van de stichting vast te leggen dat de bestuurders worden benoemd door de stakeholders die zij vertegenwoordigen. Een bestuurder zou kunnen worden benoemd door de certificaathouders en een andere bestuurder door de werknemers of door de ondernemingsraad. Afhankelijk van de relevante groepen stakeholders die worden geïdentificeerd, kunnen andere stakeholdergroepen ook in het bestuur van de stichting vertegenwoordigd worden. Wanneer dit in een specifiek geval niet tot een werkbare uitkomst leidt, kan ervoor gekozen worden bestuurders van de stichting te laten benoemen door coöptatie, waarbij voorafgaand overleg wordt gevoerd met de relevante stakeholdersgroep die de beoogd bestuurder zal gaan vertegenwoordigen, om zo een geschikte kandidaat te bepalen. In ieder geval zullen de statuten moeten bepalen dat het doel van de stichting is om de belangen te behartigen van degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken, waarbij de doelomschrijving vermeldt wie dat in dat specifieke geval zijn. Het uitgangspunt van deze structuur zou moeten zijn dat de stichtingsbestuurders zich richten naar de belangen van stakeholders

179. Artikel 2:118a lid 1 en 2 BW.
180. Zolang de meerderheid van de stemmen in het bestuur kunnen worden uitgebracht door personen die kwalificeren als onafhankelijk in de zin van artikel 2:118a lid 3 BW.
181. Mayer 2018, p. 161-162.
182. Zie over deze kwalificatie van de Amerikaanse zender CNBC ten tijde van de poging tot overname van Mylan door Teva: De Brauw 2017, par. 12.4.7.4.

op de lange termijn binnen het bestendige succes van de onderneming van de vennootschap waarvan de stichting de aandelen houdt.[183]

Er zijn ook structuren denkbaar waarbij niet gewerkt wordt met certificering, maar met variatie in stemrecht. Dit kan door verschillende soorten aandelen te creëren, waarbij (de minderheid van de) aandelen met een hoog stemrecht geplaatst worden bij een stichting en (de meerderheid van de) aandelen met een laag stemrecht worden genoteerd en bij beleggers worden geplaatst. De meerderheid van de aandelen, dat de minderheid van de stemrechten vertegenwoordigt, kan vrij verhandeld worden op de beurs. Indien deze structuur voorafgaand aan de beursgang wordt opgetuigd, zal de stichting zijn uitgezonderd van de biedplicht op grond van artikel 5:71 lid 1 sub i Wft.

> Carlsberg A/S, de beursgenoteerde Deense bierbrouwer, kent een vergelijkbare structuur. Een belang van ongeveer 30% in Carlsberg, vertegenwoordigend ongeveer 75% aan het stemrecht in de AV, wordt gehouden door een stichting. De stichting is erop gericht langetermijnaandeelhouder in Carlsberg te zijn en zich in te zetten voor onderzoek en ontwikkeling en projecten die bijdragen aan sociale welvaart. De voorzitter van de stichting is tevens voorzitter van de raad van commissarissen van Carlsberg. [184]

> Het is onder Nederlands recht al mogelijk om statutair te bepalen dat verschillende soorten aandelen kunnen worden uitgegeven.[185] Wanneer bij twee soorten aandelen onderscheid wordt gemaakt in de hoeveelheid stemmen die per aandeel kunnen worden uitgebracht spreekt men wel van *dual class shares*.[186]

Een andere mogelijkheid die geen aanpassing van het vennootschapsmodel vergt, is dat door gebruikmaking van soortaandelen een onderscheid zou kunnen worden aangebracht tussen enerzijds aandeelhouders die hun aandelen hebben verkregen door in te schrijven op nieuw uitgegeven aandelen en die dus daadwerkelijk vermogen hebben verschaft aan de beursvennootschap, en anderzijds aandeelhouders die hun aandelen hebben gekocht van andere aandeelhouders en die dus geen vermogen hebben verschaft aan de beursvennootschap. Aan de eerste soort aandelen zouden aanvullende rechten kunnen worden gekoppeld, zoals voorrang op dividenduitkeringen en additioneel stemrecht. Het creëren

183. Zie over het belang van de statutaire doelstelling bij het bepalen van het normatief richtsnoer van stichtingsbestuurders ook: S.B. Garcia Nelen, 'Geen decertificering op verzoek van de enig certificaathouder', *JBN* 2019/3, p. 14 en S.B. Garcia Nelen, noot bij ECLI:NL:GHAMS:2020:514, *JOR* 2020/113, p. 1382.
184. Zie: carlsberggroup.com.
185. Zie bijvoorbeeld ook de Voortgangsbrief modernisering van het ondernemingsrecht van de minister voor Rechtsbescherming van 20 december 2018, p. 10
186. *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/604.

van verschillende soorten aandelen is voor de uitvoering van het een dergelijk voorstel overigens niet in alle gevallen strikt noodzakelijk. Evenals bij loyaliteitsaandelen, kan statutair worden bepaald dat aan houders van nieuw uitgegeven aandelen extra dividendrechten worden toegekend ten opzichte van aandeelhouders die hun aandelen hebben verkregen van andere aandeelhouders.[187] Wanneer variatie wordt aangebracht in het aantal stemmen dat kan worden uitgebracht per aandeel, moet waarschijnlijk wel worden gewerkt met (eventueel: converteerbare) soortaandelen.[188]

Daarnaast zou het wat mij betreft aan te bevelen zijn als institutionele beleggers die vermogen van werknemers verkrijgen om te beleggen, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, minder makkelijk kunnen investeren in fondsen die gericht zijn op kortetermijnaandeelhouderswaarde (zoals *hedge funds*). Bepaald zou kunnen worden dat deze beleggers alleen kunnen investeren in *equity* door direct aandelen te kopen in beursvennootschappen of door (direct of indirect, bijvoorbeeld via private equity) te investeren in niet-beursgenoteerde aandelen. Op dit moment investeren veel pensioenfondsen indirect in beursvennootschappen, dus via *hedge funds, asset managers* of andere investeringsfondsen. Dat is problematisch, omdat de *fund managers* van die fondsen zich bij het maken van hun investeringsbeslissingen veelal enkel richten op het maken van zoveel mogelijk rendement op hun investering.[189] Dat past niet altijd bij de langetermijnbelangen van de achterliggende beleggers in pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen.

Een interessant alternatief is dat met behulp van nieuwe technologieën stemrechten of -volmachten zouden kunnen worden gegeven aan de uiteindelijke (achterliggende) begunstigden van institutionele beleggers, welke begunstigden dan kunnen stemmen in plaats van die institutionele beleggers.[190] Institutionele beleggers vertegenwoordigen de overgrote meerderheid van de aandeelhouders in beursvennootschappen.[191] Als zij stemvolmachten zouden kunnen geven aan hun achterliggende begunstigden, dan zouden individuele pensioengerechtigden, pensioenspaarders, verzekerden, beleggers en cliënten direct kunnen stemmen in de AV van beursvennootschappen. In een variant hierop zouden de achterliggende begunstigden kunnen stemmen over hoe de institutionele belegger het stemrecht uitoefent op de aandelen die met hun investeringen

187. Zie over loyaliteitsaandelen: *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019/616.
188. K.J. Bakker, 'Loyaliteitsregelingen; lessen uit Frankrijk en Delaware', *MvO* 2019/1-2, p. 28-29.
189. Zie over de verschillende soorten institutionele beleggers en hun lange- of kortetermijnhorizons ook: Vletter-Van Dort, *Ondernemingsrecht* 2019/161, par. 3.
190. Zie bijvoorbeeld: 'What if the unwashed masses got to vote on companies' strategies?', *The Economist*, 30 november 2017.
191. In 2014 hielden deze beleggers 93% van de aandelen in de beursvennootschappen in de AEX-index, zie Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158, par. 2.

zijn gekocht. Het argument dat individuele personen juist bewust hun geld uit handen geven aan professionele beleggers zodat die hun geld actief beleggen, gaat wat mij betreft niet op. Institutionele beleggers zijn veelal juist passief en bemoeien zich dus niet actief met het geïnvesteerde vermogen van de achterliggende personen. Veel achterliggende begunstigden zouden misschien juist wel zelf willen stemmen, zeker op momenten dat het er werkelijk toe doet. Uiteindelijk is het geld dat wordt belegd tenslotte ingebracht door individuele personen, die werkzaam zijn bij die beursvennootschappen of hun leveranciers, klanten, en crediteuren. Er zouden wel bepaalde waarborgen moeten bestaan om de betrouwbaarheid en effectiviteit van dit systeem te garanderen, maar de technologische vooruitgang zou hier uiteindelijk een '*stakeholder democracy*' kunnen realiseren.

Op het gebied van digitalisering van de AV spelen belangrijke ontwikkelingen. Een volledig digitale AV (dat wil zeggen: zonder dat tevens een fysieke AV plaatsvindt) is in Nederland nog niet mogelijk zonder een wetswijziging.[192] De digitale AV kan de fysieke AV volgens de wet vooralsnog namelijk niet volledig vervangen. Op het moment van schrijven van dit proefschrift is wel een tijdelijke wet van het ministerie van Justitie en Veiligheid van kracht in verband met de COVID-19-crisis. Hierin is geregeld dat het bestuur tijdelijk kan bepalen dat een AV wordt gehouden die uitsluitend toegankelijk is langs elektronische weg. Deze wet geldt in beginsel tot 1 september 2020, maar kan telkens voor ten hoogste twee maanden worden verlengd.[193]

In Delaware is sinds 2000 een volledig digitale AV (*virtual-only shareholder meeting*) mogelijk.[194] Van deze mogelijkheid wordt ook in toenemende mate gebruik gemaakt.[195] Hierop is overigens ook kritiek omdat dit verschijnsel de toegang van aandeelhouders tot de AV kan bemoeilijken en het bestuur kan afschermen van kritische vragen van beleggers.[196] Een hybride AV is in Nederland wel mogelijk.[197] Dit houdt in dat aandeelhouders op digitale wijze kunnen deelnemen aan de AV (althans deze kunnen volgen) en hun stem kunnen uitbrengen.[198] Op 10 april 2019 is in Nederland

192. Rensen & Hagens, *Ondernemingsrecht* 2019/88, par. 1 en Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4, par. 1.
193. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 434 (*Stb*. 2020, 124).
194. Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4, par. 5.
195. In 2016 waren er 122 *virtual-only shareholder meetings* in de Verenigde Staten. Een jaar later waren dat er 163. Zie: R. Richardson, 'Virtual-Only Shareholder Meetings: Streamlining Costs or Cutting Shareholders Out?', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 30 november 201, corpgov.law.harvard.edu.
196. Idem.
197. Zie artikel 2:117a BW.
198. Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4, par. 1.

de eerste hybride AV gehouden door Koninklijke KPN N.V.[199] Door in de toekomst gebruik te maken van blockchaintechnologie kan de integriteit van het digitale stemproces verder verbeterd worden.[200] Blockchain is al eerder ingezet om te stemmen via een app op de AV van KAS Bank N.V. in 2018 (dit betrof een proef).[201] Potentieel zouden deze technologieën wellicht ook mogelijkheden kunnen bieden voor het laten deelnemen van de achterliggende personen namens wie institutionele aandeelhouders beleggen.

Particuliere aandeelhouders zouden door technologische hulpmiddelen ook beter in staat moeten kunnen worden gesteld om op een toegankelijke wijze te investeren in beursvennootschappen. Op dit moment worden eventuele nieuwe aandelen veelal direct geplaatst bij institutionele beleggers, maar daar zouden technologische toepassingen op termijn verandering in kunnen brengen.[202]

7.5 Conclusie

In de eerste zes hoofdstukken van deze dissertatie is beschreven hoe de ontwikkeling in corporate governance in Nederland ertoe heeft geleid dat het bestuur een centrale rol en een grote beleidsvrijheid heeft gekregen binnen de beursvennootschap. Deze ontwikkeling verhoudt zich steeds slechter met het wettelijke vennootschapsmodel, dat nog steeds uitgaat van het idee dat daaraan in 1929 ten grondslag lag, namelijk dat de belangrijkste bevoegdheden bij aandeelhouders, danwel de AV, behoren te liggen. Dit zorgt voor rechtsonzekerheid en doet tekort aan het doel dat thans wordt nagestreefd met het Nederlandse stakeholdermodel.

Er zijn ontwikkelingen die het noodzakelijk maken dat de positie van aandeelhouders wordt heroverwogen en dat we kritisch kijken naar de ons ter beschikking staande rechtsvormen. Er is een internationale beweging die verlangt dat wordt gekeken naar een meer evenredige verdeling van de welvaart over alle relevante stakeholders die bij de beursvennootschap zijn betrokken. Daarnaast hebben aandeelhouders niet langer een betrokken rol als kapitaalverschaffer bij de huidige beursvennootschappen.

---

199. Rensen & Hagens, *Ondernemingsrecht* 2019/88, par. 1
200. Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4, par. 9. Zie ook: A.J.F. Lafarre & C.F. van der Elst, 'De algemene vergadering van aandeelhouders: van een niet-represetatieve formaliteit naar een modern beslissingsplatform', *MvO* 2018/10-11.
201. Zie hierover: Abma, *Ondernemingsrecht* 2018/111, par. 2.
202. Een voorbeeld van dergelijke toepassingen is PrimaryBid uit het Verenigd Koninkrijk, dat niet-institutionele beleggers in staat stelt op hetzelfde moment en op dezelfde voorwaarden als institutionele beleggers te participeren in aandelenuitgiftes. Zie: 'Tech unlocks the door to corporate fundraising for retail investors', *Financial Times*, 30 juni 2020.

De beursvennootschap zou gebaat zijn bij een afzwakking van de rol van de AV. Ik heb voorstellen gedaan om dit te bewerkstelligen. Het belangrijkste voorstel is erop gericht te realiseren dat de AV louter nog negatieve controlerechten toekomt (met andere woorden: goedkeuringsrechten). Dit komt overeen met het soort rechten dat schuldfinanciers veelal hebben en is in lijn met de gedachte dat het bestuur in beginsel het primaat heeft bij het initiëren van beleid, strategie en andere zaken die vallen onder het besturen. Ook is het wat mij betreft niet langer geoorloofd dat het bestuur vooral verantwoording aflegt aan de AV, terwijl aandeelhouders in de vennootschappelijke orde een in beginsel gelijkwaardige positie innemen ten opzichte van andere stakeholders. Aandeelhouders spelen bij beursvennootschappen over het algemeen ook geen belangrijke rol bij de financiering van beursvennootschappen.

Een andere optie is om naast de kapitaalvennootschap een nieuwe stakeholdervennootschap te creëren, de 'participantievennootschap'. Deze rechtsvorm zou gebaseerd kunnen zijn op de kapitaalvennootschap, maar daarbij zou in plaats van een AV sprake zijn van een participantenvergadering (dat wil zeggen: een vergadering van stakeholders). Dit is feitelijk een soort coöperatie, met enkele duidelijke voordelen en minder complexiteiten. Binnen het huidige bestel is het al mogelijk een soort stakeholdervennootschap op te richten door een pakket aandelen bij een stichting te plaatsen en slechts certificaten daarvan te noteren. Het bestuur van die stichting kan worden bemenst door vertegenwoordigers van verschillende soorten stakeholders. Ook zou variatie kunnen worden aangebracht in het stemrecht, zodat een groot deel van de aandelen op de beurs verhandelbaar blijft, terwijl de stichting toch de meerderheid van de zeggenschap houdt. Een ander alternatief om meer macht bij stakeholders te leggen is door het in de toekomst mogelijk te maken dat op aandelen van institutionele beleggers gestemd wordt door de achterliggende begunstigden.

Hoofdstuk 8. Samenvatting, beantwoording van onderzoeksvragen en slotbeschouwing

8.1 Thematiek van deze studie (hoofdstuk 1)

In Nederland bestaan twee soorten kapitaalvennootschapsvormen: de NV en de BV. Dit proefschrift richt zich met name op de NV en in het bijzonder op de beursvennootschap. De twee belangrijkste organen binnen de organisatie van de NV zijn het bestuur en de algemene vergadering (AV). Het bestuur is in algemene zin verantwoordelijk voor de ondernemingsactiviteiten van de NV. De AV is bevoegd te besluiten over bepaalde belangrijke onderwerpen, zoals benoeming, ontslag en schorsing van bestuurders en commissarissen, statutenwijziging, fusie en splitsing, en besluiten die leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de NV of haar onderneming. Hierdoor heeft de AV een belangrijke machtspositie binnen de vennootschappelijke orde. Deze machtspositie is in grote lijnen al sinds de invoering van het huidige NV-recht in 1929 in ons vennootschapsrecht vastgelegd. De elementaire karaktertrekken van het vennootschapsmodel zijn daarmee lange tijd grotendeels ongewijzigd gebleven.

Het doel en het belang van de vennootschap zijn sinds de invoering van het huidige NV-recht echter sterk veranderd. De vennootschap heeft inmiddels een van de aandeelhouders afgescheiden, zelfstandig belang gekregen, dat is ingebed in een open rechtsbetrekking waarbij belangen van een veelheid aan stakeholders een rol kunnen spelen. Bij een vennootschap die een onderneming drijft, dient het bestuur het bestendige succes van de onderneming te bevorderen. Met het oog op dat doel is het bestuur primair bevoegd tot het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap en haar onderneming. Daarbij dient het rekening te houden met de belangen van de bij de vennootschap en haar onderneming betrokken stakeholders. Daaronder vallen ook de aandeelhouders, maar hun belangen spelen bij voorbaat geen doorslaggevende rol.

De hiervoor geïdentificeerde ontwikkelingen spelen in Nederland, maar zijn (zeker de laatste jaren) ook daarbuiten te ontwaren, zoals in de Verenigde Staten. Er lijkt sinds de financiële crisis van 2008 sprake te zijn van een wereldwijde beweging richting een meer stakeholdergeoriënteerd model van corporate

governance. Die ontwikkeling is met name merkbaar bij beursvennootschappen, aangezien dat typologisch de meest 'open' vennootschappen zijn. Daarmee wordt in dit geval bedoeld dat belangen van derden een invloed kunnen hebben op de verhoudingen, rechten en verplichtingen binnen de organisatie van de vennootschap en haar onderneming. Het aandelenkapitaal van beursvennootschappen is vrij verhandelbaar en daarmee veelal aanzienlijk verspreid, en het bestuur bekleedt een autonome positie aan het hoofd van een onafhankelijk concern, waarbij de belangen van vele stakeholders betrokken kunnen zijn. Dit geeft het bestuur een grote vrijheid – en een corresponderende verantwoordelijkheid – tot het bepalen van een strategie die gericht is op het bevorderen van het bestendige succes en langetermijnwaardecreatie van de onderneming van de beursvennootschap.

Ondanks de hiervoor geschetste veranderingen, blijft de beursvennootschap onderworpen aan het algemeen geldende NV-recht. De AV zal daarom op grond van de wet nog altijd een grote machtspositie hebben binnen de organisatie. Dit kan de autonome uitoefening van de bestuurstaak aanzienlijk bemoeilijken. Bestuurders kunnen gehinderd worden bij hun streven te handelen in het belang van de vennootschap, haar onderneming en haar stakeholders, indien er één groep stakeholders is die een belangrijke machtspositie heeft en zelfs de bestuurders en commissarissen kan ontslaan. Hoewel strategische onderwerpen in het Nederlandse corporate governance-stelsel in beginsel tot de bevoegdheid van het bestuur behoren, geeft de wet ook aandeelhouders daar zeggenschap over. De medewerking van de AV is daarom in bepaalde gevallen noodzakelijk voor het uitvoeren van de door het bestuur voorgestelde strategie. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer het gaat om het implementeren van een fusie of van een transactie die kan leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de NV en haar onderneming. Dit kan tot spanningen leiden tussen het bestuur en de AV. Het aandeelhoudersbelang weegt in het Nederlandse vennootschapsmodel noodzakelijkerwijs zwaar mee in de besluitvorming van het bestuur, want het bestuur kan belangrijke strategische besluiten, zelfs wanneer die in het belang van de vennootschap zijn, niet uitvoeren zonder dat de AV daarmee instemt. Het hier geïdentificeerde spanningsveld kan in de ondernemingsrechtpraktijk tot onduidelijkheid en onenigheid leiden, met name bij beursvennootschappen. Die spanning zorgt er ook voor dat het bestuur veelal niet vrijelijk – zonder vrees voor aandeelhouders(re)acties – haar taak kan uitoefenen als hoeder van de belangen van de vennootschap, haar onderneming en de bij haar betrokken stakeholders.

Dit proefschrift bevat een onderzoek naar de zeggenschap van het bestuur en de AV van de beursvennootschap, in het bijzonder over de strategie van de beursvennootschap. Ik beschrijf de historische ontwikkeling van de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV, het huidige vennootschapsmodel en bijzondere kenmerken van de beursvennootschap, de ontwikkeling van corporate

governance, en de positie van het bestuur en de AV binnen het huidige governancemodel. Ook behandel ik strategische onderwerpen die in de praktijk tot onenigheid (kunnen) leiden over de bevoegdheden van het bestuur en die van de AV. Tot slot ga ik in op mogelijke perspectieven op de toekomst van de beursvennootschap, inclusief potentiële regelingen die het vennootschapsmodel meer in lijn kunnen brengen met de geïnstitutionaliseerde beursvennootschap die opereert volgens de richtsnoeren van het Nederlandse stakeholdermodel. Ik ga daarbij waar relevant ook in op het recht van de staat Delaware in de Verenigde Staten.

De onderwerpen die besproken worden in dit proefschrift worden aanmerkelijk beïnvloed door economische en maatschappelijke ontwikkelingen. Deze onderwerpen zijn dan ook bij uitstek relevant in het licht van de economische crisis in verband met de COVID-19-pandemie. Deze crisis zal ongetwijfeld leiden tot een heroverweging van bepaalde elementen in ons ondernemingsrecht, die de positie van aandeelhouders en van bestuurders van beursvennootschappen zal beïnvloeden. Specifiek zal dat kunnen gelden voor onderwerpen die verband houden met de strategie van de vennootschap, de belangen van stakeholders, bescherming tegen aandeelhoudersactivisme en vijandige biedingen, monitoring van het bestuur, en de gebruikmaking van technologische mogelijkheden. Dit proefschrift beoogt een bijdrage te leveren aan de inzichten die in die veranderende omstandigheden van belang zijn.

8.2 Historische ontwikkeling van de machtsverhoudingen tussen bestuur en AV (hoofdstuk 2)

De Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC), opgericht in 1602, kan gezien worden als de voorloper van de huidige NV. Alle inwoners van de Republiek der Zeven Provinciën mochten participeren in de VOC, haar aandelen werden op de beurs verhandeld, en zij werd zo de eerste vennootschap met een wijdverspreid kapitaalbezit. De VOC is ontstaan uit het verlangen om omvangrijke financiering bijeen te brengen die nodig was voor de overzeese handel. Ondanks dat de participatie door aandeelhouders essentieel was voor de financiering van de VOC, hadden zij in de beginjaren weinig invloed op de organisatie. Dat veranderde pas bij de octrooiverlenging in 1622, mede na kritiek op de bestuurders. Aandeelhouders werden hierna betrokken bij de controle van de financiën, bepaalde beleidsmatige zaken en de benoeming van bestuurders. Ook kregen zij dividendrechten. Toch bleven hun rechten, ook naar huidige maatstaven, tamelijk beperkt. Gedurende de 17^{e} en 18^{e} eeuw bleef men in (wat nu heet) Nederland en daarbuiten verschillende compagnieën oprichten. Vanaf het einde van de 18^{e} eeuw werden compagnieën enkel nog opgericht met een winstoogmerk, waar zij in de 17e eeuw nog voornamelijk een publiekrechtelijke overheidstaak hadden.

In 1811 werd in het huidige Nederland, inmiddels onderdeel van het Franse Keizerrijk, de Code de Commerce van kracht. Onder deze wet kon men hier te lande een *société anonyme* (SA) oprichten. De SA was een hoofdzakelijk contractuele rechtsvorm. Bestuurders waren lasthebbers van de aandeelhouders, die bevoegdheden delegeerden aan het bestuur. Het bestuur was hiërarchisch ondergeschikt aan de aandeelhouders. De Code de Commerce werd in 1838 vervangen door het Wetboek van Koophandel, dat conceptueel geschoeid was op de Franse leest. Als uitgangspunt werd de vennootschap gezien als contractuele samenwerking tussen vennoten waarbij het bestuur als agent voor de aandeelhouders fungeerde. Wel kreeg de kapitaalvennootschap meer kenmerken van de huidige NV. Zij had een kapitaal verdeeld in aandelen op naam of aan toonder en aandeelhouders waren niet verder aansprakelijk dan voor het bedrag van hun aandelen. De NV werd bestuurd door bestuurders, die hun taken behoorlijk moesten uitvoeren, al dan niet onder toezicht van commissarissen. Eens per jaar kregen de aandeelhouders inzage in de financiën.

Het fundament van het huidige NV-recht werd ingevoerd in 1929. De NV werd inmiddels gezien als een rechtspersoon. De AV was de "hoogste macht" binnen de NV. Ieder jaar diende een AV te worden opgeroepen en aandeelhouders kregen het convocatierecht. De AV was in beginsel bevoegd bestuurders en commissarissen te benoemen, te schorsen en te ontslaan. In de jaren na de Tweede Wereldoorlog onderging de NV, gestuwd door een opgaande economie, belangrijke veranderingen. Zij ontwikkelde zich tot een sociaal-maatschappelijke organisatie, in plaats van louter kapitaalsvereniging, met het bestuur aan het hoofd, de aandeelhouders op afstand en een grotere rol voor werknemers. De NV was niet langer een contractuele samenwerking, maar een zelfstandig instituut, gericht op haar eigen vennootschappelijk belang. Er was niet langer sprake van een hiërarchische ordening tussen de organen van de NV.

De voorgaande ontwikkelingen leidden tot verschillende wetsvoorstellen die in de jaren 1970 culmineerden in een wetgevingsgolf die leidde tot een ingrijpende vermaatschappelijking van de onderneming. Samen met de toenemende toepassing van oligarchische regelingen en beschermingsconstructies, resulteerden deze ontwikkelingen halverwege de jaren 1980 in een vergaande ontmanteling van de macht van aandeelhouders bij beursvennootschappen. Inmiddels was er al een kentering gaande. De internationale economie was onder druk komen te staan, waardoor het debat zich niet langer toespitste op een sociale verdeling van de welvaart, maar op bedrijfseconomische gedachten om ondernemingen (en daarmee de economie) uit het slop te trekken. Er werd ingezet op deregulering en marktwerking. Beursvennootschappen haalden kapitaal op door middel van emissies aan (met name Amerikaanse en Engelse) institutionele beleggers. Door deze ontwikkelingen klonk een steeds luidere roep om een versteviging van aandeelhoudersrechten. Die roep vond nog meer weerklank toen aan het begin van de jaren 2000 enkele grote boekhoudschandalen aan het

licht kwamen. Tegen deze achtergrond werden in 2004 belangrijke aandeelhoudersrechten ingevoerd, zoals het agenderingsrecht en het goedkeuringsrecht bij bepaalde belangrijke bestuursbesluiten.

Pas na de laatste financiële crisis, en met name de laatste jaren lijken er weer regelingen te worden ingevoerd of voorgesteld die zich meer richten op de bestuursvrijheid en op verantwoording en transparantie door aandeelhouders. Dit past binnen de aanhoudende golfbeweging waaraan de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV door de jaren heen onderhevig is, en die door vele maatschappelijke, sociale en economische ontwikkelingen wordt beïnvloed.

8.3 Het huidige model van de NV en de beursvennootschap (hoofdstuk 3)

De NV is een autonome rechtspersoon en zij functioneert als een zelfstandig drager van rechten en plichten in het economisch verkeer. Het bestuur staat aan de leiding van de onderneming. De aandeelhouders beschikken over aandelen in de NV, waaraan zeggenschap in de AV is verbonden. Beursvennootschappen kennen in de regel ook een raad van commissarissen en een ondernemingsraad. De redelijkheid en billijkheid speelt een centrale rol in de verhoudingen tussen de organen en de andere institutioneel betrokkenen. De NV heeft typologisch een open karakter, want haar aandelen zijn in beginsel vrij verhandelbaar. Dat gegeven treedt nog pregnanter op de voorgrond bij de beursvennootschap, waarvan de meeste aandeelhouders onbekend zijn. Aandeelhouders functioneren bij dergelijke vennootschappen meer als handelende beleggers en minder als vennoten zoals in de klassieke kapitaalsvennootschap. Hoewel de NV volgens de heersende leer een winstoogmerk heeft, volgt dit niet direct uit de wet. Dat winstoogmerk lijkt in de recente jaren te zijn verlaten voor een breder oogmerk dat in de *Cancun*-beschikkingen van de Hoge Raad geformuleerd is als 'het bestendige succes van de onderneming' en in de Corporate Governance Code als 'langetermijnwaardecreatie'. De NV is thans gericht op het creëren van waarde, onder andere door het behalen van vermogensrechtelijk voordeel, voor haar onderneming en daarmee indirect voor allen die daarbij zijn betrokken.

Het bestuur bestuurt de NV en heeft de leiding over haar ondernemingsactiviteiten. Dit orgaan is verantwoordelijk voor belangrijke uitvoerende, informerende, financiële en organisatorische taken. Het is het voornaamste initiërende orgaan van de vennootschap. Onder de bestuurstaak valt in beginsel ook het bepalen van het beleid en de strategie. Het bestuur legt over het gevoerde beleid verantwoording af aan de AV. De bevoegdheden van het bestuur kunnen statutair worden uitgebreid en beperkt, voor zover dwingendrechtelijke wettelijke

bepalingen zich daar niet tegen verzetten. De AV heeft belangrijke kernbevoegdheden die haar niet kunnen worden ontnomen. Die zien op de benoeming, het ontslag en de schorsing van bestuurders en commissarissen, het vaststellen van de jaarrekening, statutenwijziging, ontbinding, fusie, splitsing en de goedkeuring van bestuursbesluiten die leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de NV of haar onderneming. Daarnaast heeft de AV in het standaard wettelijk model nog verschillende aanvullende rechten, die eventueel statutair kunnen worden verlegd naar een ander orgaan. Tot slot heeft de AV op grond artikel 2:107 lid 1 BW ook alle bevoegdheden die niet aan een ander orgaan zijn toegekend. In de praktijk kan aan die restbevoegdheid in mijn optiek niet veel waarde worden toegekend, omdat onduidelijk is welke rechten hieronder zouden kunnen vallen. Het is een uitvloeisel van het in 1929 nog gehuldigde – maar al lang verlaten – beginsel dat de AV de hoogste macht is binnen de NV. In de praktijk worden bevoegdheden die niet concreet zijn toebedeeld aan een orgaan thans veelal geschaard onder het beleid en de strategie, en daarmee onder de bestuursbevoegdheid.

Beursvennootschappen zijn een bijzondere subcategorie van het standaardtype NV. De beursvennootschap staat veelal aan het hoofd van een internationaal concern, geleid door een centraal bestuur. De aandeelhouders fungeren veelal als passieve beleggers op afstand van het bestuur van de NV. De NV heeft wel een voortdurende relatie met de kapitaalmarkt. De AV heeft niet langer een functie als platform van onderling overleg. Zij is veeleer een peilmoment voor besluitvorming, al wordt die besluitvorming veelal ook voorbesproken met aandeelhouders en komt deze tot stand onder invloed van stemadviseurs en analisten. Doordat de beursvennootschap vaak een omvangrijke onderneming drijft, zijn er vele stakeholders bij haar organisatie betrokken. Zij hebben vaak (directe of indirecte) invloed op het bestuur en hun gerechtvaardigde belangen moeten in de besluitvorming worden betrokken.

De NV wordt gereguleerd door een uitgebreide lappendeken van regelgeving. Deze regelgeving beoogt met name transparante informatievoorziening aan aandeelhouders en de markt te waarborgen, omdat aandeelhouders van de beursvennootschap zelf minder betrokken zijn bij de gang van zaken van de onderneming. Een steeds groter deel van de voor beursvennootschappen relevante regelgeving wordt op Europees niveau ingevoerd ter vervanging van nationaal recht. De beursvennootschap krijgt ook steeds meer internationale elementen. Daarmee bedoel ik niet alleen dat haar onderneming steeds meer internationaal actief is, maar met name (vanuit regelgevend perspectief relevant) dat zij haar hoofdkantoor of beursnotering heeft in een ander land dan Nederland. Het voorgaande leidt ertoe dat de beursvennootschap opereert in een complex en dynamisch landschap, vanuit zowel bedrijfseconomisch (betrokkenheid van kapitaalmarkten), vennootschapsrechtelijk (besluitvorming), maatschappelijk (stakeholders) als toezichtsrechtelijk (transparantie) perspectief.

8.4 Corporate governance: de ontwikkeling van theorieën en codes (hoofdstuk 4)

De term corporate governance werd gemeengoed in de Verenigde Staten van de jaren 1970. Omstreeks diezelfde periode verloor daar de traditionele organisatiestructuur van de beursvennootschap met een sterk centraal bestuur (het *manager-oriented model*) aan betekenis. De gedachte kwam op dat het bestuur zich moest richten naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, mede onder invloed van de *agency*-theorie en later de *law & economics*-beweging. Het bedrijfseconomische marktdenken stond centraal. Er werd binnen het debat over corporate governance veel waarde gehecht aan een goede werking van de *market for corporate control* als disciplineringsmechanisme voor inefficiënt bestuur. De bedrijfseconomische benadering is niet per definitie tegen het toebedelen van waarde aan stakeholders. De redenering is dat aandeelhouders uiteindelijk de *residual claimants* zijn en dat zij pas hun winstdeel ontvangen nadat alle contractuele partijen zijn betaald. Als er winst wordt gemaakt, dan betekent dat dus dat andere stakeholders al een aandeel hebben ontvangen van de omzet. De *agency*-theorie beoogt, zo stellen voorstanders, gedrag te stimuleren dat ertoe leidt dat de totale welvaart wordt vergroot en vervolgens kan worden verdeeld.

In de jaren 1990 begon corporate governance ook veel aandacht te krijgen in Nederland, mede onder invloed van de internationalisering van het aandeelhoudersbestand van beursvennootschappen. De *agency*-theorie had op deze corporate governance-beweging aanmerkelijke invloed. De eerste formele poging om in Nederland tot een samenhangend raamwerk van governanceregels te komen werd gedaan door de Commissie Peters. Deze publiceerde in 1997 de Veertig Aanbevelingen. Deze aanbevelingen waren gericht op het realiseren van meer zeggenschap voor aandeelhouders, meer transparantie en verantwoording door het bestuur en een serieuzere rol voor de raad van commissarissen. Hoewel het bestuur volgens de Veertig Aanbevelingen verantwoordelijk was voor het beleid en de strategie, diende het bij het bepalen van het toekomstige beleid wel ernstig rekening te houden met de mening van aandeelhouders. De Veertig Aanbevelingen bevatten suggesties voor het afbouwen van beschermingsconstructies en het toekennen van een agenderingsrecht aan aandeelhouders. Hoewel de Veertig Aanbevelingen duidelijk Angelsaksische invloeden kenden, was men in Nederland destijds in algemene zin geen voorstander van een systeem waar louter gestreefd werd naar het behartigen van aandeelhoudersbelangen. De trend van het verstevigen van aandeelhoudersrechten, meer transparantie door het bestuur en een verzwaring van de rol van de raad van commissarissen zette zich door in de Code Tabaksblat uit 2004. Inhoudelijk vertoonde deze code grote overeenkomsten met de Veertig Aanbevelingen.

Belangrijke formele wijzigingen waren het 'pas toe of leg uit'-principe en de wettelijke verankering. Met de Code Tabaksblat bewoog Nederland langzaam meer richting een *shareholder-oriented model*.

De Code Frijns, die in 2008 verscheen, veranderde inhoudelijk niet veel ten opzichte van de bestaande regelingen, behalve dat de responstijd van 180 dagen werd opgenomen. Deze responstijd kan het bestuur inroepen wanneer aandeelhouders het voornemen kenbaar hebben gemaakt een punt te agenderen voor een AV dat kan leiden tot wijziging van de strategie. Hieruit blijkt dat het bestuur langzaam weer enigszins in bescherming werd genomen tegen een (te) activistische opstelling van aandeelhouders. Deze ontwikkeling werd verder versterkt door de Code Van Manen die in 2016 werd gepubliceerd. De Code Van Manen benadrukt langetermijnwaardecreatie als startpunt van corporate governance. De beursvennootschap is er niet alleen om winst te genereren voor aandeelhouders, maar dient op de lange termijn waarde te genereren voor alle stakeholders. Die aandachtsverschuiving van de belangen van aandeelhouders naar de belangen van een bredere groep betrokkenen loopt parallel met een groeiende kritiek op de *agency*-theorie en het marktdenken. Critici menen dat de gerichtheid op aandeelhouderswaarde leidt tot een bedrijfsvoering die erop gericht is zo weinig mogelijk waarde aan stakeholders toe te bedelen en zoveel mogelijk aan aandeelhouders. Dit werkt een groeiende economische ongelijkheid in de hand. Het stakeholdermodel wint in recente jaren aan populariteit, met name na de laatste financiële crisis, zowel in Nederland als internationaal, zoals in de Verenigde Staten.

8.5 Bestuur en aandeelhouders in het Nederlandse governancemodel (hoofdstuk 5)

Bestuurders dienen zich in het Nederlandse governancemodel te richten naar het belang van de vennootschap. Als er aan de vernnootschap een onderneming is verbonden, dan wordt het belang van de vennootschap volgens de Hoge Raad in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Dit maakt dat bestuurders zich niet richten naar het belang van de (gezamenlijke) aandeelhouders, maar op het gezonde voortbestaan van de onderneming, en daarbij rekening houden met de belangen van relevante stakeholders. Uitgangspunt bij het bepalen van de wijze waarop het bestendige succes van de onderneming kan worden bevorderd, is mijns inziens het bestaansdoel van de vennootschap (de *corporate purpose*). Ook andere omstandigheden, zoals eventuele afspraken met aandeelhouders, kunnen een rol spelen bij de inkleuring van het vennootschapsbelang. Het bestendige succes van de onderneming wordt in de praktijk bevorderd door het bepalen en uitvoeren van een beleid en een strategie. Deze taak valt in beginsel toe aan het bestuur, maar ook de AV kan hierop invloed uitoefenen, met name

door uitoefening van haar wettelijke en statutaire bevoegdheden. Het bestuur heeft hierbij in beginsel een initiërende rol, maar dat neemt niet weg dat de AV haar bevoegdheden vaak ook op eigen initiatief kan uitoefenen. De bestuursbevoegdheid tot het bepalen van de strategie is in de afgelopen jaren uitgedijd en verstevigd.

Niet iedereen vindt dat aandeelhouders een rol moeten hebben binnen het stelsel van corporate governance in Nederland. Op basis van wetgeving en jurisprudentie blijkt echter dat de aandeelhouder wel degelijk een bepaalde rol wordt toegedicht. Over de mogelijke invulling van die rol bestaat discussie. Ik denk dat aandeelhouders inderdaad een rol zouden moeten spelen, omdat dat een systeem van *checks and balances* creëert en het tegemoet komt aan de wens van kapitaalverschaffers om enige vorm van zeggenschap uit te kunnen oefenen. Bij het uitvoeren van hun rol zijn aandeelhouders volgens de heersende leer vrij om hun eigen belangen te dienen, binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8) en misbruik van recht (artikel 3:13 BW). Wat mij betreft geldt dit zowel voor het uitoefenen van organisatierechtelijke als vermogensrechtelijke rechten en zowel voor aandeelhouders individueel als gezamenlijk handelend via de AV. Artikel 2:8 BW brengt tevens met zich dat naarmate een individuele aandeelhouder een grotere invloed heeft op de besluitvorming binnen de vennootschap, hij bij het uitoefenen van zijn bevoegdheden in grotere mate rekening dient te houden met de belangen van de vennootschap en de bij haar betrokken stakeholders. Dat speelt nog nadrukkelijker wanneer die aandeelhouder bevoegdheden uitoefent die typologisch tot de bevoegdheid van het bestuur horen, bijvoorbeeld op grond van een statutaire afwijking of bij tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen. Aandeelhouders hoeven zich echter niet *te richten naar* het vennootschappelijk belang. Datzelfde geldt voor de AV als orgaan.

Het bestuur dient bij zijn besluitvorming de belangen van relevante stakeholders te betrekken. Wie de relevante stakeholders zijn is afhankelijk van de omstandigheden van het geval en het type besluit. In algemene zin zijn er drie soorten stakeholders te onderscheiden: (1) institutioneel betrokken stakeholders op basis van artikel 2:8 BW (zoals aandeelhouders), (2) contractueel betrokken stakeholders op basis van de artikelen 6:2 en 6:248 BW (zoals werknemers of crediteuren) en (3) indirect betrokken stakeholders jegens wie een zorgvuldigheidsplicht bestaat op basis van artikel 6:162 BW of wiens rechtmatige belangen anderszins onredelijk of onevenredig kunnen worden geschaad op grond van artikel 3:13 BW (zoals eindgebruikers of, bij een geneesmiddelenbedrijf, patiënten). Het bestuur kan ook rekening houden met bredere belangen die strikt genomen niet kwalificeren als belangen van stakeholders, zoals het milieu, de volksgezondheid of mensenrechten. Dit kan onderdeel zijn van de vereisten van behoorlijk ondernemerschap, maar in bepaalde gevallen ook in meer of mindere mate van het vennootschappelijk belang.

Ik meen dat zowel de bevoegdheden van het bestuur als die van de AV kunnen worden beperkt of uitgebreid, voor zover dwingendrechtelijke bepalingen zich daar niet tegen verzetten. Die beperkingen kunnen volgen uit de wet of de statuten, maar in specifieke gevallen ook uit toepassing van de artikelen 2:8 en 3:13 BW. De beperkingen van de bestuursbevoegdheid kunnen mijns inziens ook zien op het beleid en de strategie en zij kunnen ook ontstaan doordat dergelijke bevoegdheden worden verlegd naar de AV. Het verleggen van onderdelen van de bestuurstaak naar een ander orgaan dan het bestuur (1) kan niet zien op bevoegdheden die dwingendrechtelijk zijn toegekend aan het bestuur en (2) kan niet zover gaan dat hierdoor feitelijk de volledige bestuurstaak aan dat andere orgaan wordt toegekend. Er moet een kern van een bestuurstaak voor het bestuur behouden blijven.

8.6 Strategische onderwerpen in de praktijk (hoofdstuk 6)

Er zijn verschillende onderwerpen die in de praktijk in het bijzonder tot conflicten kunnen leiden tussen de bevoegdheden van het bestuur en die van de AV ten aanzien van het beleid en de strategie van een beursvennootschap. Ik behandel er in dit proefschrift drie.

Ten eerste gaat het dan om bescherming van beursvennootschappen tegen (de dreiging van) een vijandig openbaar bod. In Nederland zijn in de loop van de 20^{e} eeuw steeds meer beschermingsconstructies geïmplementeerd. Dit hangt samen met de actieve rol van het bestuur bij de beoordeling van een openbaar bod. In Nederland besluit het bestuur over het al dan niet meewerken aan, en steunen van, een openbaar bod. Het maakt daarbij een zelfstandige afweging; de AV heeft geen recht op voorafgaande inspraak. Het bestuur dient wel achteraf verantwoording af te leggen aan de AV en die kan daar consequenties aan verbinden. Ook bij de beoordeling van een openbaar bod en het onderhandelen van een *merger protocol* blijft het de taak van het bestuur om zich te richten op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dat betekent ook dat het bestuur dat belang in sommige gevallen actief zal moeten beschermen.

Bescherming is in algemene zin geen onderdeel van de strategie of de exclusieve bevoegdheid van het bestuur. Steeds zal in een concreet geval bekeken moeten worden welke organen bevoegd zijn ten aanzien van specifieke besluiten die noodzakelijk zijn voor het implementeren of het uitoefenen van een beschermingsconstructie. In veel gevallen zal bij implementatie van de beschermingsconstructie medewerking van de AV vereist zijn, maar niet bij de uitoefening daarvan. Het uitoefenen van een beschermingsconstructie is onderworpen aan de RNA-norm. Die houdt in dat een beschermingsmaatregel geoorloofd is indien de uitoefening (a) noodzakelijk is met het oog op de belangen van de

vennootschap, haar onderneming en haar stakeholders en (b) een adequate en proportionele reactie vormt op de geconstateerde dreiging. Veelal is een derde partij, zoals een onafhankelijke stichting, degene die de beschermingsmaatregel uitoefent en die zich dus moet houden aan de RNA-norm. Dat kan echter ook het bestuur zijn, bijvoorbeeld bij toepassing van pandoraconstructies. De RNA-norm vereist dat een beschermingsmaatregel niet langer wordt toegepast dan strikt genomen noodzakelijk is, wat wil zeggen dat de bescherming in stand kan blijven zolang de dreiging voortduurt. In de praktijk zal een dreiging veelal niet oneindig voortduren en zal een beschermingsmaatregel daarom tijdelijk zijn, maar strikt genomen bevat de RNA-norm mijns inziens geen tijdelijkheidsvereiste. De AV zal een eventuele statutaire beschermingsconstructie wel op eigen initiatief kunnen beëindigen, indien zij bevoegd is een statutenwijziging te implementeren zonder medewerking van het bestuur of de raad van commissarissen.

Een tweede onderwerp waarbij aandeelhoudersbevoegdheden kunnen conflicteren met bestuursbevoegdheden betreft het convocatie- en agenderingsrecht. Het agenderingsrecht kan worden ingezet door aandeelhouders wanneer zij aan formele eisen voldoen. Aandeelhouders kunnen allerlei soorten onderwerpen ter bespreking agenderen. Het bestuur kan een agenderingsverzoek slechts in uitzonderlijke gevallen weigeren op grond van artikel 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW. Het bestuur hoeft een onderwerp niet als stempunt te agenderen indien de AV de bevoegdheid mist om hierover te besluiten. Aandeelhouders kunnen door gebruikmaking van het convocatierecht ook zelf het bestuur verzoeken een AV bijeen te roepen. Als dat niet tijdig gebeurt, dan kan de voorzieningenrechter bepalen op welke wijze voor oproeping zal geschieden. Voor een convocatieverzoek dienen aandeelhouders summierlijk aan te tonen dat zij een redelijk belang hebben. Aangezien het convocatierecht niet gebaseerd is op de Aandeelhoudersrichtlijn, hoeven de beperkingen hierop niet richtlijnconform te worden uitgelegd en lijkt er meer ruimte te zijn voor weigeringen of beperkingen op grond van artikel 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW.

Mijns inziens zou, anders dan de Hoge Raad overwoog in het *Fugro*-arrest, agendering van niet-bindende informele stemmingen over onderwerpen waarover de AV niet bevoegd is moeten worden toegestaan. Er is geen rechtsgevolg verbonden aan een dergelijke stemming en de AV treedt niet op het terrein van de bevoegdheden van het bestuur. Indien een besluit volgens de statuten enkel kan worden genomen op voorstel of na goedkeuring van een ander orgaan, komt er geen besluit tot stand, behalve wanneer aan de desbetreffende statutaire voorwaarde is voldaan. Indien agendering wordt verzocht van een onderwerp dat behoort tot de bevoegdheid van de AV, dan is het bestuur verplicht het onderwerp te agenderen, zelfs als dit ziet op de strategie, behalve in uitzonderlijke gevallen op grond van artikel 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW. Bevoegdheden van de AV kunnen daarmee worden ingezet om invloed uit te oefenen op de strategie.

Daartegen kunnen wel beschermingsmaatregelen worden gebruikt, mits steeds voldaan wordt aan de RNA-norm. Ook de responstijd kan hiertegen worden ingezet, maar naar de heersende overtuigingen, die ik deel, zijn aandeelhouders daaraan niet gebonden. Zij kunnen een rechtmatig agenderingsverzoek dan ook veelal, ondanks een ingeroepen responstijd, afdwingen. Bij een convocatieverzoek zal een responstijd eerder moeten worden gehonoreerd dan bij een agenderingsverzoek, omdat het convocatierecht niet gebaseerd is op Europees recht, en uitzonderingen daarop makkelijker kunnen worden aanvaard dan bij het agenderingsrecht.

Een derde onderwerp waarbij discussie kan bestaan over de interne bevoegdheidsverdeling ten aanzien van beleid en strategie betreft de goedkeuringsbevoegdheid van de AV op grond van artikel 2:107a BW. Dit goedkeuringsrecht ziet op belangrijke besluiten, die veelal ook strategisch zijn. Over de gevallen waarin goedkeuring moet worden gevraagd is veel onduidelijkheid. Indien beoordeeld wordt of een besluit al dan niet aan de AV moet worden voorgelegd, komt het er in de kern op neer, dat dit enkel het geval is wanneer de aandeelhouders bij effectuering van het besluit zouden gaan beleggen in een wezenlijk andere vennootschap. Daarbij is ook relevant of de voorgestelde transactie strategisch logisch is, of dat deze juist ingaat tegen de tot dan toe gevoerde strategie. Artikel 2:107a lid 1 sub c BW is in de praktijk het belangrijkste onderdeel van dit artikel. Op basis hiervan is goedkeuring van de AV vereist voor het nemen of afstoten van een deelneming ter waarde van ten minste een derde van de (geconsolideerde) activa. Voor de waarde van de deelneming moet, wanneer die wordt afgestoten, worden gekeken naar de boekwaarde. Wanneer die deelneming wordt verkregen, moet worden gekeken naar de koopprijs. In mijn optiek zou dit onderdeel aanpassing behoeven, in die zin dat (1) enkel de (ver)koopprijs relevant is bij het bepalen van de waarde van de deelneming en (2) gekeken moet worden hoe die (ver)koopprijs zich verhoudt tot de marktkapitalisatie van de beursvennootschap (en niet tot de boekwaarde van de activa). Het artikel zou mijns inziens in het geheel niet van toepassing moeten zijn op niet-beursgenoteerde NV's, maar wel op beursgenoteerde BV's. In besloten verhoudingen is een dergelijke regeling niet nodig.

8.7 Toekomstperspectieven voor de beursvennootschap (hoofdstuk 7)

Het Nederlandse vennootschapsmodel van 1929 is ontworpen met de gedachte dat de AV de belangrijkste machtspositie heeft. Het vennootschapsmodel is sindsdien in de kern niet gewijzigd, ondanks dat het Nederlandse governancemodel de AV niet langer ziet als de hoogste macht. Het huidige Nederlandse stakeholdermodel gaat uit van een systeem waarin het bestuur zich richt

naar het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie, rekening houdend met de belangen van de relevante stakeholders. Aandeelhouders zijn niet bij voorbaat de belangrijkste stakeholders. Naarmate het stakeholdermodel wordt verstevigd, groeit de discrepantie met het wettelijke vennootschapsmodel. Thans wordt de discrepantie overbrugd door gebruikmaking van open normen, en dat zou ook in de toekomst kunnen gebeuren. Dat pakt mijns inziens echter niet het onderliggende probleem aan, en het zorgt voor onzekerheid in de uitleg van wettelijke bepalingen, met name waar het gaat om onderwerpen die raken aan de strategie.

Een debat over een herijking van wettelijke bevoegdheden is in de huidige tijd mijns inziens noodzakelijk. In Nederland is er sinds de tweede helft van de vorige eeuw een vrij constante overtuiging dat aandeelhoudersbelangen niet leidend dienen te zijn bij de besluitvorming van het bestuur. Omdat de AV veelal zeggenschap heeft over belangrijke strategische besluiten, heeft het bestuur in de praktijk echter noodzakelijkerwijs onevenredig veel aandacht voor het aandeelhoudersbelang. De aandeelhouder had oorspronkelijk een belangrijke rol, omdat hij werd gezien als kapitaalverschaffer. Die traditionele rol van de aandeelhouder gaat in algemene zin niet langer op voor de beursvennootschap. De beursgang biedt veelal slechts een *exit* aan bestaande aandeelhouders zonder dat kapitaal wordt ingebracht in de NV. Op de lange termijn *verschaffen* blijvende en nieuwe aandeelhouders geen kapitaal, maar *verkrijgen* zij kapitaal van de beursvennootschap, onder andere door dividenden en aandeleninkopen. Ook de rechtseconomische argumenten voor aandeelhoudersrechten, namelijk dat deze zorgen voor disciplinering van het bestuur en daarmee tot een groei van de totale welvaart, worden steeds minder breed gedragen. Steeds meer economen, juristen, bestuurders en aandeelhouders zijn ervan overtuigd dat die oude opvattingen hebben geleid tot een toenemende ongelijke verdeling van de welvaart en economische ongelijkheid. Deze constateringen maken het de moeite waard, en zelfs noodzakelijk, om een grondige herziening van ons huidige ondernemingsrecht te overwegen.

Bij een herziening van het ondernemingsrecht zou overwogen moeten worden of aan aandeelhouders niet (slechts) negatieve controle kan worden toegekend in de vorm van goedkeuringsrechten, in plaats van positieve controle in de vorm van besluitvormingsbevoegdheden. Een dergelijke wijziging zou de juridische positie van eigenvermogenverschaffers meer in lijn brengen met de (contractuele) positie van vreemdvermogenverschaffers. Dit heeft tot gevolg dat de rol van de AV verschuift van initiërend naar controlerend orgaan, welke rol in de praktijk ook beter bij de AV past. Daarnaast dient mijns inziens ook het huidige systeem van verantwoording door bestuurders te worden heroverwogen. Het is vreemd dat, terwijl bestuurders zich dienen te richten naar het belang van de vennootschap en haar onderneming, zij enkel verantwoording afleggen aan aandeelhouders. Dit systeem lijkt nog gebaseerd te zijn op de AV als hoogste macht en aandeelhouders als de belangrijkste stakeholders.

Een geheel andere oplossingsmogelijkheid zou zijn om een nieuwe rechtsvorm te creëren: de participatievennootschap. Deze rechtsvorm is in mijn visie gebaseerd op de kapitaalvennootschap, maar de AV wordt hierin vervangen door een vergadering van participanten (stakeholders). De participanten krijgen zeggenschap, die in stand blijft zodra zij bijdragen aan de onderneming. Voor aandeelhouders geldt bijvoorbeeld dat zij hun zeggenschap (maar niet hun economische rechten) verliezen wanneer hun initiële kapitaalstorting is terugbetaald door uitkeringen. De participanten zijn onderverdeeld in klassen, die elk hun eigen vertegenwoordiger kiezen. Deze vertegenwoordigers nemen plaats in de participantenvergadering.

De stakeholdervergadering krijgt inspraak bij belangrijke onderwerpen. Die invloed kan verschillen per besluit, aangezien sommige besluiten relevanter zijn voor de ene groep stakeholders dan voor de andere groep. Een soortgelijke structuur zou al kunnen worden gecreëerd door gebruik te maken van certificering van aandelen. In dat geval zouden aandelen kunnen worden toegekend aan een stichting, welke aandelen meer dan de helft van de stemrechten in de AV van de vennootschap vertegenwoordigen. De stichting heeft als doel het waarborgen van langetermijnwaardecreatie en de belangen van stakeholders. Het bestuur wordt dan gevormd door vertegenwoordigers van verschillende relevante stakeholdergroepen, op dezelfde wijze als dat zou zijn vormgegeven in een participatievennootschap. Dit zou ook kunnen worden vormgegeven door middel van een stichting prioriteit of variatie in stemrecht.

8.8 Beantwoording van onderzoeksvragen en slotbeschouwing

In dit proefschrift heb ik de bevoegdheden en verantwoordelijkheden van het bestuur en van de AV van beursvennootschappen bestudeerd voor zover die van invloed zijn op de onderlinge machtsverhouding tussen deze organen. De onderzoeksvragen zoals geformuleerd in paragraaf 1.2 van dit proefschrift zijn in de loop van deze studie beantwoord. In dit onderdeel vat ik deze antwoorden kort samen.

1. Hoe wordt de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV binnen structuur van de beursvennootschap gekenmerkt en welke historische ontwikkelingen liggen daaraan ten grondslag?

De wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV wordt gekenmerkt door een aanzienlijke machtspositie van de AV. Deze machtspositie is historisch goed te verklaren, aangezien de AV bij het ontstaan van het huidige NV-recht als de hoogste macht werd gezien. In de jaren daarna, tot aan de jaren 1970, is de positie van het bestuur en die van de ondernemingsraad verstevigd,

met name door invoering van oligarchische regelingen en beschermingsconstructies, de invoering van het richtsnoer van het vennootschappelijk belang, de structuurregeling, de WOR en de SER Fusiegedragsregels. Vanaf de jaren 1990 leidden verschillende crises, een nadruk op marktwerking en deregulering, de internationalisering van kapitaalmarkten en de daarmee gepaard gaande verschuiving van particulier naar institutioneel aandeelhoudersbezit, tot wetswijzigingen die de positie van de AV weer verstevigden. In het huidige wettelijke standaard-NV-model heeft de AV nog steeds een machtspositie ten opzichte van het bestuursorgaan. In de praktijk wordt die machtspositie bij de beursvennootschap genuanceerd door statutaire regelingen en de invulling van open normen. Meer uitgebreide analyses die ingaan op deze onderzoeksvraag zijn te vinden in de hoofdstukken 2 en 3 van dit proefschrift.

2. Hoe hebben open normen zich in Nederland ontwikkeld, mede onder invloed van corporate governance-regels, en welke invloed hebben zij op de machtsverhouding tussen het bestuur en de AV?

In het Nederlandse vennootschapsrecht vervullen open normen, zoals het vennootschappelijk belang en de redelijkheid en billijkheid, een grote rol. De uitleg van het begrip vennootschappelijk belang is onderhavig aan accentverschuivingen. Waar eerst de nadruk lag op het belang van de vennootschap, verschoof dit met de structuurregeling naar het belang van de vennootschap en haar onderneming. Tegenwoordig wordt dit begrip, bij vennootschappen met een onderneming, in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming en langetermijnwaardecreatie. Wat dat succes inhoudt kan verschillen per vennootschap. Mijns inziens wordt dit met name bepaald door het vennootschappelijke bestaansdoel (de *corporate purpose*). De redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW en overige algemene normen dwingen het bestuur zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot stakeholderbelangen. Daarnaast kunnen zij ertoe dwingen dat aandeelhouders bij het uitoefenen van hun rechten in hoge mate rekening houden met het belang van de vennootschap en andere betrokkenen, en dat bevoegdheden van organen worden beperkt of uitgebreid. Ook de wettelijke bestuursbevoegdheid is een open begrip. Sinds duidelijk is dat hieronder ook de strategie en het beleid worden begrepen, lijkt de rol en de autonomie van het bestuur te zijn vergroot. In algemene zin spelen de genoemde open normen een grote rol bij het verkleinen van de negatieve gevolgen van het vennootschapsmodel dat gericht is op de aandeelhouder. Meer uitgebreide analyses die ingaan op deze onderzoeksvraag zijn te vinden in de hoofdstukken 4 en 5 van dit proefschrift.

3. Wat is de uitwerking van de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV ten aanzien van strategische onderwerpen in de praktijk, in het bijzonder bij vijandige biedingen en bescherming van beursvennootschappen, activistische aandeelhouders en het convocatie- en agenderingsrecht, en aandeelhoudersgoedkeuring ingevolge artikel 2:107a BW?

In de praktijk gebruiken beursvennootschappen veelal oligarchische regelingen en beschermingsconstructies om de invloed van de AV op de strategie te beperken. Wanneer de omstandigheden dit vereisen, kunnen open normen ook hier een rol spelen. Het bestuursprimaat bij het bepalen van de strategie resulteert in een centrale rol van het bestuur bij openbare biedingen. Op grond van de taakopdracht van het bestuur en de zorgvuldigheidsverplichting met betrekking tot stakeholderbelangen kan bescherming worden toegepast, door het bestuur of door een externe partij. Dit leidt ertoe dat bij veel beursvennootschappen de aandeelhouders niet het laatste woord hebben over een overname wanneer het bestuur daaraan niet wil meewerken. Dat kan anders zijn wanneer de beursvennootschap niet over voldoende bescherming beschikt of wanneer de AV deze bescherming eigenhandig kan afbreken. Het agenderingsrecht van aandeelhouders kan in de praktijk, voor onderwerpen die vallen onder de bevoegdheid van de AV, en zelfs wanneer die zien op de strategie, vrijwel niet worden beperkt door open normen. Bij een convocatieverzoek is daar meer ruimte voor. Wel kunnen oligarchische regelingen ervoor zorgen dat bepaalde bevoegdheden die raken aan de strategie niet kunnen worden uitgeoefend op initiatief van aandeelhouders. De responstijd hoeft door aandeelhouders in beginsel niet gerespecteerd te worden. De voorgestelde wettelijke bedenktijd verstevigt in dat opzicht de positie van het bestuur. Het goedkeuringsrecht van aandeelhouders op grond van artikel 2:107a BW betreft een wettelijke beperking van de bestuursbevoegdheid tot het bepalen van de strategie. Ik heb voorstellen gedaan om de regeling op onderdelen te verbeteren.

Kort gezegd is de uitwerking van de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van strategische onderwerpen in de praktijk genuanceerder dan de wettelijke regeling zou doen vermoeden, maar houdt de AV vaak een belangrijke machtspositie. Meer uitgebreide analyses die ingaan op deze onderzoeksvraag zijn te vinden in paragraaf 5.4 en hoofdstuk 6 van dit proefschrift.

4. Hoe verhoudt het Nederlandse stakeholdermodel zich tot het wettelijke vennootschapsmodel en zijn deze modellen voldoende op elkaar aangesloten, met name waar deze zien op de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van strategiebepaling?

Het Nederlandse corporate governance-model is gericht op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie, waarbij zorgvuldigheid betracht wordt met betrekking tot belangen van stakeholders. Aan financiële belangen van aandeelhouders wordt in beginsel een gelijke

waarde toegekend als aan belangen van andere stakeholders. Het realiseren van aandeelhouderswaarde zal in dit model een gevolg zijn van het streven naar een succesvolle onderneming, maar is geen doel op zich. De bevoegdheidsverdeling in het wettelijke vennootschapsmodel gaat uit van een machtspositie van de AV ten opzichte van het bestuur. Hoewel het bestuur primair bevoegd is het beleid en de strategie te bepalen, bepaalt de AV de samenstelling van het bestuur en is de medewerking van de AV of aandeelhouders ook nodig voor het uitvoeren van belangrijke strategische besluiten. Die bevoegdheden van de AV dwingen ertoe dat het aandeelhoudersbelang in de praktijk een aanzienlijke rol speelt bij vennootschappelijke besluitvorming over strategische onderwerpen, ook binnen het bestuur. De AV-bevoegdheden geven zo mede vorm aan het handelen van het bestuur. Een uitgebreide analyse die ingaat op deze onderzoeksvraag is te vinden in paragrafen 7.1 en 7.2 van dit proefschrift.

5. Wat zijn mogelijke en wenselijke toekomstige ontwikkelingen in de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV van de beursvennootschap?

Er zijn verschillende manieren om het Nederlandse vennootschapsmodel meer in lijn te brengen met het stakeholdermodel. Deze studie gaat met name in op de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de AV. Het is mijns inziens wenselijk dat die bevoegdheidsverdeling wordt aangepast. Zo wordt ruimte gecreëerd voor een integere uitvoering van de taakopdracht van het bestuur, met minder invloed van de AV en daarmee minder nadruk op het aandeelhoudersbelang. Daartoe heb ik voorgesteld om de positie van de AV te wijzigen naar een controlerende functie en de positieve bevoegdheden (die op initiatief van de AV kunnen worden uitgeoefend) om te vormen tot negatieve bevoegdheden (goedkeuringsrechten). Ook kan gedacht worden aan een nieuwe rechtsvorm, een soort stakeholdervennootschap, waarbij de AV bestaat uit vertegenwoordigers van de voor de onderneming relevante stakeholders. Een uitgebreide analyse die ingaat op deze onderzoeksvraag is te vinden in paragrafen 7.3 en 7.4 van dit proefschrift.

Tot slot. De machtsverhouding tussen de organen van de beursvennootschap bepaalt in grote mate welke belangen worden gediend bij besluitvorming over strategische onderwerpen. Indien het zwaartepunt van de balans meer naar de AV hangt, dan zal de uitkomst van de besluitvorming meer bepaald worden door de invloed en belangen van aandeelhouders. Andersom zal het bestuur andere belangen (waaronder potentieel eigen belangen) kunnen betrekken wanneer het zwaartepunt van de balans meer naar het bestuur hangt. Mijn onderzoek wijst erop dat het zwaartepunt van de balans, in het wettelijke model, naar de aandeelhouders hangt. Dat is historisch goed verklaarbaar. Het maakt

echter ook dat het voor het bestuur in de huidige tijd lastig kan zijn om te voldoen aan de bestuurstaak en de verantwoordelijkheden van het Nederlandse stakeholdermodel. Open normen bieden hierbij uitkomst, maar de spanningen groeien naarmate de divergentie tussen het governancemodel en het vennootschapsmodel toeneemt. Wetswijzigingen zijn mijns inziens noodzakelijk om het Nederlandse vennootschapsmodel meer in lijn te brengen met het gewenste stakeholdermodel.

Hoofdstuk 9. Summary, answers to research questions and concluding observations

9.1 Theme of this study

In the Netherlands, there are two types of limited liability companies: the NV (*naamloze vennootschap*, a public limited liability company) and the BV (*besloten vennootschap*, a private limited liability company). This doctoral thesis mainly focuses on the NV and, in particular, on the listed company. The two most important corporate bodies of the NV are the management board and the general meeting of shareholders (GM). The management board is generally responsible for the business activities of the NV. The GM is authorised to resolve on certain important matters, like the appointment, dismissal or suspension of managing or supervisory directors, amendments of the articles of association, mergers, demergers and decisions that result in a significant change in the identity or character of the NV or its business. As a result, the GM has a dominant position within the statutory company model. This dominant position has been embedded in our company law since the introduction of the current law applicable to the NV of 1929. The basic features of the company model have thus largely remained unchanged for an extended period of time.

However, the purpose and the interests of the company have changed considerably since the introduction of the current NV law. Since then, the company has obtained its own interests, independent from its shareholders, founded in an open legal relationship, in which the interests of various stakeholders can play a role. If the company owns a business, the management board must aim to promote the sustainable success of that business. To pursue that goal, the management board is principally responsible for determining the policy and strategy of the company and its business. In doing so, it must take into account the interests of the stakeholders involved in the company and its business. This includes the shareholders, but their interests do not necessarily play a decisive role.

The developments identified above are taking place in the Netherlands and (certainly in recent years) outside the Netherlands, including in the United States. Since the financial crisis of 2008, there appears to be a global shift towards a

more stakeholder-oriented company model. This development is particularly noticeable in listed companies, given that these are the form of companies with the most 'open' structure. In this case, this means that third-party interests can impact the relationships, rights and obligations within the organisation of the company and its business. The share capital of listed companies is freely tradeable and therefore often widely dispersed, and the management board holds an independent position at the head of an independent group, in which the interests of many stakeholders can play a role. This gives the management board a great deal of freedom – and a corresponding responsibility – to determine a strategy aimed at promoting the sustainable success and long-term value creation of the business of the listed company.

Despite these changes set out above, listed companies remain subject to the generally applicable NV law. Based on company law, the GM still holds a dominant position in the corporate organisation. This can considerably complicate the independent exercise of management duties. If there is one group of stakeholders that has a dominant position and can even dismiss the managing and supervisory directors, this may hinder the efforts of those directors to act in the interests of the company, its business and its other stakeholders. Although strategic matters in the Dutch corporate governance model primarily fall under the authority of the management board, the law gives shareholders a say in them as well. This means that the cooperation of the GM may sometimes be necessary to implement the strategy proposed by the management board. This is the case, for example, when it comes to implementing a merger or a transaction that may lead to a significant change in the identity or character of the NV or its business. This can lead to tensions between the management board and the shareholders. The interests of shareholders necessarily play a key role for the management board's decision-making in the Dutch company model, as the management board cannot implement important strategic decisions without the GM's consent, even when those decisions would be in the interest of the company. This tension leads to a great deal of uncertainty and disagreement in corporate law practice, particularly when it comes to listed companies. This tension also entails that the management board is often unable to freely – without fear of shareholder (re)actions – perform its duties as guardian of the interests of the company, its business and its stakeholders.

This doctoral thesis is a study of the control of the management board and the GM of the listed company, in particular over the strategy of the listed company. I will set out the historical development of the balance of power between the management board and the GM, the current company model and special features of the listed company, the development of corporate governance, and the position of the management board and the GM within the current governance model. I will also discuss strategic matters that in practice (could) lead to

disagreement about the authority of the management board and that of the GM. Finally, I will look at possible perspectives on the future of the listed company, including potential regulations that could bring the company model more in line with that of an institutionalised listed company that operates according to the guidelines of the Dutch stakeholder model. Where relevant, I also discuss the law of the State of Delaware in the United States of America.

The matters discussed in this thesis are influenced considerably by economic and social developments. Therefore, these matters are particularly relevant in the face of the economic crisis related to the COVID-19 pandemic. This crisis will undoubtedly lead to the reconsideration of certain elements of corporate law relating to the position of shareholders and managing directors in listed companies. Specifically, this may hold true for matters that relate to the strategy of the company, the interests of stakeholders, defence against activist shareholders and hostile offers, monitoring of managing directors, and the utilisation of technological opportunities.

9.2 Historical development of the balance of power between the management board and the GM

The *Verenigde Oostindische Compagnie* (the Dutch East India Company or VOC), founded in 1602, can be regarded as the forerunner of the current NV. All residents of the Dutch Republic of the Seven United Provinces were allowed to invest in the VOC. Its shares were traded on the stock exchange and it became the first company with a widely dispersed capital ownership. The VOC rose out of the need to raise substantial funding that was required for overseas trade. Despite the fact that the participation of shareholders was essential to finance the VOC, they had little influence on the organisation in its early years. This changed when the VOC's charter was extended in 1622, partly because the managing directors had been criticised. Shareholders were then being involved in financial audits, certain policy matters and the appointment of managing directors. They also received dividend rights. Nevertheless, also by current standards, their rights remained rather limited. During the 17th and 18th centuries, various companies were still being incorporated in (what is now called) the Netherlands and abroad. From the end of the 18th century onwards, companies were only being founded on a for-profit basis, while in the 17th century they still mainly had a public-law-based governmental purpose.

In 1811, the Code de Commerce came into force in the Netherlands, which had become part of the French Empire. Under this law, it was possible to establish a *société anonyme* (SA) in the Netherlands. The SA was essentially a contractual relationship. Managing directors were agents of the shareholders, who delegated their powers to the management board. The management board

was hierarchically subordinate to the shareholders. In 1838, the Code de Commerce was replaced by the Code of Commerce, which was conceptually based on the French model. The founding principle was that the company was regarded as a contractual collaboration between partners in which the management board acted as an agent for the shareholders. However, the limited liability company had a number of features similar to the current NV. Its capital was divided into registered or bearer shares, and shareholders were not liable for more than the amount of their shares. The NV was managed by managing directors who had to perform their duties properly, if desired, under the supervision of supervisory directors. Once a year, the shareholders were permitted to inspect the financial accounts.

The basis of the current NV law was introduced by the NV law of 1929. The NV was regarded as a legal entity. The GM was the highest authority within the NV. A GM had to be convened every year and shareholders received the right to convene meetings. In principle, the GM was authorised to appoint, suspend or dismiss managing directors and supervisory directors. In the years after the Second World War, the NV, pushed by an upswing in the economy, went through significant changes. It developed into an organisation with a social function, rather than merely an association of capital, with the management board at its head, the shareholders at a distance and a greater role for employees. The NV was no longer a contractual relationship, but an independent entity, aimed at pursuing its own corporate interests. There was no longer any hierarchical order between the corporate bodies of the NV.

The developments described above led to various legislative proposals that culminated in a large amount of legislation in the 1970s that, in turn, led to a far-reaching socialisation of the company. Together with an increasing use of oligarchic schemes and defensive structures, these developments led to a far-reaching dismantling of shareholder power at listed companies in the mid-1980s. By that time, however, changes were already taking place. The international economy had come under pressure, as a result of which the debate no longer focused on a social distribution of wealth, but on business-economic ideas to put businesses (and thus the economy) back on its feet. The focus was on deregulation and free market forces. Listed companies raised capital by means of share issuances to (particularly American and British) institutional investors. As a result of these developments, the call for a strengthening of shareholders' rights became increasingly louder. This call grew even louder when a number of major accounting scandals came to light at the beginning of the new millennium. Against this background, important shareholders' rights were introduced in 2004, such as the right to place items on the agenda and the right to approve of certain important management board resolutions.

It is only after the last financial crisis, particularly in recent years, that arrangements appear to be reintroduced or proposed that focus more on the freedom of managing directors and on accountability and transparency by shareholders. This fits in with the continuing wave motion of the balance of power between the management board and the GM over the years, which is influenced by many social and economic developments.

9.3 The current model of the NV and the listed company

The NV is an autonomous legal person and functions as an independent bearer of rights and obligations in commercial transactions. The management board is in charge of the NV's business. The shareholders hold shares in the NV, with voting rights attached to those shares. Listed companies generally also have a supervisory board and a works council. The principles of reasonableness and fairness play a central role in the relationship between the corporate bodies and the other institutional stakeholders. The NV has an open structure, as its shares are, in principle, freely tradeable. This fact becomes more prominent in the case of a listed company, where most shareholders are unknown. In those companies, shareholders function mainly as trading investors and not as equity partners as in the case of the traditional limited liability company. According to the prevailing doctrine, the NV operates on a profit basis, but this does not follow directly from the law. This profit basis seems to have been abandoned in recent years for a broader purpose, formulated in the *Cancun* judgments of the Dutch Supreme Court as 'promoting the sustainable success of the business' and in the Corporate Governance Code as 'long-term value creation'. Nowadays, the NV is focused on the creation of value, including through the realisation of financial gain, for its business and consequently for all those involved in that business.

The management board manages the NV and is in charge of its business activities. This corporate body is responsible for important executive, information, financial and organisational duties. It is the main initiating corporate body of the company. In principle, its management duties also include determining the policy and strategy, under the supervision of the supervisory board. The management board is accountable to the GM for the policy and the strategy pursued. The powers of the management board can be expanded and limited in the articles of association, insofar as not prohibited by mandatory statutory provisions. The GM has important core competencies of which it cannot be deprived. These entail the appointment, dismissal and suspension of managing directors and supervisory directors, the adoption of the annual accounts, amendment of the articles of association, dissolution, merger, demerger and the approval of management board resolutions that lead to a significant change in the identity or character of the NV or its business. In addition, in the standard model, the GM

has various additional rights, which can be transferred to another body under the articles of association. Finally, based on company law, the GM also has all powers not granted to another corporate body. In practice, this residual power does not, in my view, have much value, as it is unclear which rights this could cover. It is a consequence of the principle prevailing in 1929 – but long since abandoned – that the GM is the ultimate power within the NV. In practice, powers that are not specifically allocated to a corporate body are now often classified under policy and strategy, and thus included in the managerial authority.

Listed companies are a special subcategory of the standard NV. The listed company often heads an international group of companies, led by a central management board. The shareholders often act as passive investors at a distance from the management of the NV. The NV does have an ongoing relationship with the capital market. The GM (as a meeting) no longer functions as a platform for mutual consultation. The GM is rather a reference point for decision-making, even though this decision-making is often discussed beforehand with shareholders and is concluded under the influence of proxy advisers and analysts. Because the listed company often runs a large business, many stakeholders are involved in its management. They often have (direct or indirect) influence on the decision-making process and their justified interests must be involved in the decision-making process.

The NV is regulated by an extensive web of regulations. These regulations are, in particular, intended to ensure that information is provided by the management board to shareholders and the market in a transparent manner, since shareholders of the listed company are themselves less involved in the company's affairs. Increasingly, regulations relevant to listed companies are being introduced at a European level to replace national law.

Lately, listed companies are acquiring more international elements. This does not only mean that their businesses are increasingly active internationally, but, in particular, (relevant from a regulatory perspective) that they have their head office or listing in a country other than the Netherlands. As a result of the above, the listed company operates in a complex and dynamic landscape, from economic (involvement of capital markets), corporate (decision-making), societal (stakeholders) and supervisory (transparency) perspectives.

9.4 Corporate governance: the development of theories and codes

Corporate governance emerged as a concept in the United States of the 1970s. There, around the same period, the traditional organisational structure of the listed company with a strong central management (the 'manager-oriented model') lost its significance. The concept that the management board should

focus on maximising shareholder value arose partly under the influence of the 'agency theory' and later the 'law & economics' movement. Economic market thinking was the focal point. In the debate on corporate governance, much significance was attributed to the proper functioning of the 'market for corporate control' as a disciplining mechanism for inefficient management. The economic approach is not necessarily against the allocation of value to stakeholders. The reasoning is that shareholders are ultimately the 'residual claimants' and that they only receive their share of the profits after all contractual parties have been paid. If profits are made, this means that other stakeholders have already received a share of the revenues. According to proponents, the agency theory aims to stimulate behaviour that leads to an increase in overall welfare, which can then be distributed. In the 1990s, corporate governance began to attract much more attention in the Netherlands as well, partly as a result of the internationalisation of the shareholder base of listed companies. The agency theory had a significant influence on this corporate governance movement.

The first formal attempt to establish a coherent framework of governance rules in the Netherlands was made by the Peters Committee. In 1997, this Committee published the Forty Recommendations. These recommendations were aimed at achieving more control for shareholders, more transparency and accountability on the part of the management board and an increased role for the supervisory board. Although, according to the Forty Recommendations, the management board was responsible for the policy and strategy, it had to seriously take into account the views of shareholders when determining future policies. The Forty Recommendations contained suggestions for phasing out defensive structures and granting shareholders the right to place items on the agenda. Although the Forty Recommendations clearly had Anglo-Saxon influences, people in the Netherlands were then generally not in favour of a system which had as its sole aim the promotion of shareholder interests. The trend of strengthening shareholder rights, more transparency by the management board and a strengthening of the role of the supervisory board continued in the Tabaksblat Code in 2004. In substance, this code was very similar to the Forty Recommendations. Important procedural changes were the 'comply or explain' principle and the statutory basis of these principles. With the Tabaksblat Code, the Netherlands was slowly moving towards a shareholder-oriented model.

The Frijns Code, published in 2008, did not substantially change the existing regulations, except that the 180 days response time was included. The management board can invoke this response time when shareholders indicate their intention to put an item on the agenda for a GM that may lead to a change in strategy. This shows that, gradually, the management board was granted some protection against (overly) activist shareholders. This development was further reinforced by the Van Manen Code, published in 2016. The Van Manen Code

highlights long-term value creation as the starting point of corporate governance. The listed company does not merely exist to generate profits for shareholders, but to promote long-term value for all stakeholders. This shift of focus from the interests of shareholders to the interests of a broader group of stakeholders coincides with a growing criticism of the agency theory and market-focused thinking. Critics believe that the focus on shareholder value leads to business operations aimed at allocating as little value as possible to stakeholders and as much as possible to shareholders. This fosters growing economic inequality. The stakeholder model has gained in popularity in recent years, particularly after the last financial crisis, both in the Netherlands and internationally, including the United States.

9.5 Management board and shareholders in the Dutch governance model

In the Dutch governance model, managing directors must be guided by the interests of the company. If the company runs a business, then according to the Supreme Court, the interest of the company is mainly determined by promoting the sustainable success of the business. This means that managing directors do not focus on the interests of the (joint) shareholders but on the healthy continued existence of the business, taking into account the interests of relevant stakeholders. The starting point in determining how the sustainable success of the business is to be promoted, is the company's corporate purpose. Other circumstances, such as arrangements with shareholders, may also play a role in what is deemed to be in the interest of the company. In practice, the sustainable success of the business is promoted by defining and implementing a policy and strategy. This duty generally falls under the authority of the management board, but the GM can also exert influence, in particular by exercising its powers under the law and the articles of association. The management board has the primary initiating role here, but this does not alter the fact that the GM can often also exercise its powers on its own initiative. The management board's authority to determine the strategy has been expanded and strengthened in recent years.

Not everyone believes that shareholders should have a role within the Dutch corporate governance structure. However, based on statute and case law, it appears that shareholders are attributed such a role. There are discussions about how this role should be substantiated. I believe shareholders should indeed play a role, because it creates a system of checks and balances and meets the wish of capital providers to exercise some form of control. In performing their role, shareholders are free, under the prevailing opinion, to serve their own interests, within the limits of the principles of reasonableness and fairness

and misuse of law.[1] In my view, this applies to the exercise of both organisational and property rights, and to both shareholders individually and shareholders acting jointly through the GM. The principle of reasonableness and fairness also implies that as an individual shareholder has more influence on decision-making within the company, they must, when exercising their powers, take greater account of the interests of the company and its stakeholders. This is even more pronounced when that shareholder exercises powers that typologically belong to the authority of the management board, for example based on the articles of association or in case of a conflict of interests of managing and supervisory directors. However, shareholders do not have an obligation to *serve* the corporate interest. The same applies to the GM as a corporate body.

In its decision-making, the management board should take into account the interests of relevant stakeholders. Who the relevant stakeholders are depends on the circumstances of the case and the type of decision. In general terms, three types of stakeholders can be distinguished: (1) institutionally involved stakeholders[2] (such as shareholders); (2) contractually involved stakeholders[3] (such as employees or creditors); and (3) indirectly involved stakeholders, towards whom a duty of care exists or whose legitimate interests may otherwise be unreasonably or disproportionately harmed[4] (such as end users or, in the case of a pharmaceutical company, patients). The management board can also take into account wider interests that strictly speaking do not qualify as stakeholder interests, such as the environment, public health or human rights. These may be part of the requirements of good entrepreneurship but, in certain cases, also to a greater or lesser extent of a company's corporate interest.

In my view, the powers of both the management board and the GM can be expanded or restricted, insofar as provisions of mandatory law do not oppose this. Such restrictions may follow from the law or the articles of association, but in specific cases also from the application of the principles or reasonableness and fairness and misuse of law.[5] In my opinion, the restrictions of the authority of the management board can also concern the policy and strategy, and they can also arise as a result of such powers being shifted to the GM. However, shifting management duties to a corporate body other than the management board (1) cannot concern powers conferred by mandatory law on the management

1. Sections 2:8 and 3:13 of the Dutch Civil Code (DCC).
2. On the basis of section 2:8 DCC, which is the principle of reasonableness and fairness under company law.
3. On the basis of sections 6:2 and 6:248 DCC, which is the principle of reasonableness and fairness under contract law.
4. On the basis of section 6:162 DCC (wrongful acts) or section 3:13 DCC (misuse of law).
5. Sections 2:8 and 3:13 DCC.

board and (2) cannot go so far as to actually confer the entire management duty to that other corporate body. The management board has to retain the core of its management duties.

9.6 Strategic matters and how they play out in practice

There are various matters that in practice can lead to conflicts between the powers of the management board and those of the GM with regard to the policy and strategy of a listed company. I discuss three of those matters.

The first matter concerns the defence of listed companies against (the threat of) a hostile public bid. In addition, more and more defensive structures have been implemented in the course of the 20th century. This has been driven by the active role of the management board in the assessment of a public bid. In the Netherlands, the management board decides whether to cooperate with and support a public bid. In doing so, it makes an independent assessment; the GM has no right to prior consultation. The management board does, however, have to account to the GM after the fact, and the GM may attach consequences to it. When assessing a public bid and negotiating a merger agreement, it remains the duty of the management board to focus on the interests of the company and its business. This also means that in some cases the management board will have to actively defend that interest.

Corporate defence is, in a general sense, not part of the strategy or the exclusive authority of the management board. In each case, it must be examined which are the competent bodies needed to implement or exercise specific decisions relating to a defensive structure. Often, the *implementation* of the defensive structure will require the cooperation of the GM, but the *exercise* thereof will not. The exercise of a defensive structure is subject to the so-called RNA standard, as developed in the Supreme Court's RNA decision. This means that a defensive measure is allowed if the exercise (a) is necessary in view of the interests of the company, its business and its stakeholders and (b) constitutes an adequate and proportionate response to the threat at hand. It is usually a third party, like an independent foundation, that exercises the defensive measure and thus must comply with the RNA standard. However, this can also be the management board when using alternative defensive measure, such as disposing of crown jewels. The RNA standard requires that a defensive measure should not be applied for longer than is strictly necessary, which means that the defence can stay in place as long as there is a relevant threat. In practice, such a threat will not last forever and therefore the defence will be temporary, but strictly speaking the RNA standard does not entail a requirement of temporariness. The GM could terminate a defensive measure that is based on the articles of association,

if the GM is authorised to implement an amendment to the articles of association without the cooperation of the management board or the supervisory board.

The second matter where shareholders' powers may conflict with those of the management board concerns the right to convene meetings and put items on the agenda. The right to put an item on the agenda may be exercised by shareholders if they meet the formal requirements. Shareholders can put any kind of item on the agenda for discussion. The management board may only in exceptional cases refuse a request to put an item on the agenda.[6] However, the management board does not have to put an item on the agenda as a *voting item* if the GM does not have the authority to decide on it. By exercising their right to convene a GM, shareholders can also themselves request the management board and the supervisory board to convene a GM (the convocation right). If this is not done in a timely manner, the preliminary relief judge can determine the manner in which convocation will be arranged. Shareholders who are entitled to convocation rights must demonstrate summarily that they have a reasonable interest in a request to convene one. As the right of convocation is not based on the European Shareholder Rights Directive, any restrictions need not be interpreted in accordance with such directive and there appears to be more room for deviations on the basis of national legislation.[7]

In my opinion, contrary to what the Supreme Court considered in the *Fugro* judgment, the inclusion on the agenda of non-binding informal votes on subjects regarding which the GM has no authority should be permitted. No legal consequences result from such vote and the GM does not interfere with the powers of the management board. If, under the articles of association, a resolution of the GM can only be adopted following a proposal or the approval of another corporate body, then no resolution is adopted, without such proposal or approval. If a request is made to place an item on the agenda that falls within the authority of the GM, the management board has the obligation to place the item on the agenda, even if it relates to the strategy, except in exceptional cases. This means that the powers of the GM can also be used to influence the strategy. Defensive measures can be deployed to oppose this, provided that the RNA standard is met. The 180-day response time provided by the Dutch Corporate Governance Code can be used as well, but, according to prevailing opinion, which I share, shareholders are not bound by it if they want to put items on the agenda for a GM. They can therefore often enforce a legitimate request to place an item on the agenda, despite a response time having been invoked. In case of a convocation request, it is more likely that a response time will be honoured,

6. On the grounds of section 2:8(2) or section 3:13(1) DCC.
7. Sections 2:8(2) or section 3:13(1) DCC.

than in the case of a request to put items on the agenda. As the right of convocation is not based on European law, it leaves more room for the management board to reject such requests.

The third matter that may lead to discussions about the division of powers regarding the strategy of the company concerns the right of approval of the GM on the basis of section 2:107a DCC. This right of approval relates to important decisions that are often also strategic. There is much uncertainty about the situations in which approval must be sought. In assessing whether a decision has to be submitted to the GM, the key consideration is whether the shareholders would have become investors in a substantially different company after the decision has been implemented. It is also relevant whether the proposed transaction is strategically logical or whether it deviates from the strategy pursued up to that time. In practice, subsection (c) is the most important subsection of section 2:107a(1) DCC. This subsection requires the GM's approval for acquiring or disposing of participations for a value of at least one-third of the (consolidated) assets. In case of an acquisition, the value of the participation is equal to the purchase price. In case of a disposal, the value of the participation is equal to the book value. In my view, this subsection needs to be amended, in the sense that (1) only the purchase price is a relevant measure for determining the value of the participation and (2) this should be compared to the market capitalisation of the listed company (and not to the book value of the assets). In my opinion, the entire section 2:107a(1) DCC should not apply to unlisted NVs, but the article should apply to listed BVs. In private companies, this requirement is not necessary.

9.7 Perspectives on the future of the listed company

The design of the Dutch company model of 1929 was based on the idea that the GM was the dominant corporate body. Since then, the essence of this company model has not changed materially, despite the fact that the Dutch governance model no longer sees the GM as the dominant corporate body. The current Dutch stakeholder model is based on a system in which the management board focuses on promoting the sustainable success of the company and long-term value creation, taking into account the interests of the relevant stakeholders. Shareholders are not necessarily the most important stakeholders. As the stakeholder model is reinforced, there is a growing discrepancy with the statutory company model. Currently, the discrepancy is being bridged by the use of open standards, and this could continue to happen in the future. In my view, however, this does not address the underlying issue, and it creates uncertainty in the interpretation of legal provisions, particularly regarding matters affecting the strategy.

In my view, it is necessary to have a debate on a reallocation of statutory powers. Since the second half of the last century, there has been a fairly constant conviction in the Netherlands that shareholder interests should not be leading in the management board's decision-making process. However, because the GM usually has control over important strategic decisions, in practice the management board necessarily has a disproportionate amount of attention for the shareholders' interest. In the past, this important role of the shareholder was justified because he was regarded as a capital provider. This traditional role of the shareholder is generally no longer applicable to the listed company. The initial public offering of a company often only provides an *exit* to existing shareholders without any capital being contributed to the NV. In the long term, permanent and new shareholders do not *provide* capital, but *acquire* capital from the listed company in the form of dividends and share buybacks. The economic arguments in favour of shareholders' rights, namely that they lead to the disciplining of the management board and thus to an increase in overall prosperity, are also becoming less widely supported. More and more economists, lawyers, directors and shareholders are convinced that those old views have led to an increasing unequal distribution of wealth and economic inequality. These observations make it worthwhile, and even necessary, to consider a thorough revision of our current company law.

In such a revision, it must be considered whether shareholders could be granted (only) negative control in the form of rights of approval, rather than positive control in the form of decision-making powers. Such a change would bring the legal position of equity providers more in line with the (contractual) position of debt providers. As a result, the role of the GM shifts from an initiating to a controlling body, a role that also better suits the GM in practice. In addition, the current system of accountability by managing directors should be reconsidered. It is strange that, while managing directors have an obligation to focus on the corporate interests of the company and its business, they are accountable to shareholders only. This structure still seems to be based on the GM as the highest power and shareholders as the most important stakeholders.

An entirely different possible solution would be to create a new legal form: the stakeholder company. In my vision, this legal form is based on the capital company, but the GM will be replaced by a stakeholder meeting. Stakeholders are given control for as long as they contribute to the company. For example, shareholders lose control (but not their economic rights) when their initial capital contribution is paid back in the form of distributions. The participants are divided into classes, each of which elects its own representative. These representatives take part in the stakeholder meeting.

The stakeholder meeting will have a say on important matters. This influence may vary from one decision to another, as some decisions are more relevant to one group of stakeholders than to another. A similar structure could already be created by the conversion of shares into depositary receipts. In that case, shares may be allocated to a foundation, which shares represent more than half of the voting rights at the company's GM. The aim of the foundation would be to safeguard long-term value creation and the interests of stakeholders. The management board of the foundation would comprise representatives of various relevant stakeholder groups, in the same way as it would be done in a stakeholder company. This could be effected as well by way of a priority share foundation.

9.8 Answers to research questions and concluding observations

In this doctoral thesis, I examined the powers and responsibilities of the management board and of the GM of listed companies insofar as they affect the mutual balance of power between these corporate bodies. The research questions as formulated in this thesis were answered in the course of this study. In this section, I briefly summarise these answers.

1. How is the division of powers allocated between the management board and the GM in Dutch company law within the structure of the listed company and which historical developments supported this?

The division of powers between the management board and the GM in Dutch company law is characterised by a significant dominant position of the GM. This dominant position can be explained historically, since the GM was seen as the supreme power when the current company law was created. In the years that followed, up to the 1970s, the position of the management board and that of the works council was strengthened, in particular through the introduction of oligarchic arrangements and defensive structures, the creation of the fiduciary guideline of the interest of the company, the structure regime, the Works Council Act and the SER Merger Code of Conduct. From the 1990s onwards, legislative changes that solidified the position of the GM were introduced on the back of various crises, a belief in market forces and deregulation, the internationalisation of capital markets and the accompanying shift from private to institutional shareholder ownership. In the current standard NV model in Dutch company law, the GM still holds a dominant position over the management board. In practice, in the context of listed companies, this dominant position is mitigated by arrangements in the articles of association and the interpretation of open standards. More extensive analyses that address this research question can be found in chapters 2 and 3 of this thesis.

2. How have open standards developed in the Netherlands, including under the influence of corporate governance rules, and how do they affect the balance of power between the management board and the GM?

In Dutch company law, open standards, such as the guideline of the interest of the company and the standard of reasonableness and fairness, play a big role. Over time, the interpretation of the concept of the interest of the company is subject to change. Initially, this was explained as being solely about the interests of the company, but with the introduction of the structure regime, this shifted to the interests of the company and its business. Nowadays, the meaning of this concept is mainly determined by promoting the continued success of the business and long-term value creation. What is meant by 'success' can differ, depending on the specific company. In my opinion, this success is mainly determined by the corporate purpose of the company. The standard of reasonableness and fairness and other general standards compel the management board to exercise due care with regard to stakeholder interests. In addition, they can compel shareholders to exercise their rights while taking into account the interests of the company and other parties involved. They can also limit or extend powers of corporate bodies. The authority of management is an open concept as well. Since it has become clear that this also includes strategy and policy, the scope of the role and autonomy of the management board appears to have broadened. In a general sense, the aforementioned open standards play a major role in mitigating the negative consequences of the company model that in essence focuses on the shareholder. More extensive analyses that address this research question can be found in chapters 4 and 5 of this thesis.

3. What is the effect of the balance of powers between the management board and the GM regarding strategic topics in practice, in particular in case of hostile bids for and defence of listed companies, activist shareholders and the right to convene GMs and place items on the agenda, and shareholder approval as required by company law?

In practice, listed companies often use oligarchic schemes and defensive structures to limit the influence of the GM on the strategy. Open standards can also play a role here, if circumstances so require. The management board's authority to set the strategy results in a central role for the management board in public offers. On the basis of the duty of the management board, including to exercise due care with regard to stakeholder interests, defensive measures may be applied (by the management board or with the help of a third party). This means that the shareholders of listed companies often do not have a final say about a takeover when the management board does not want to cooperate. This may be different if the listed company does not have an appropriate defence or if the GM can terminate the defence by itself. In practice, the shareholder right to place items on the agenda, to the extent it concerns matters that fall within the

competence of the GM, can hardly be limited by open standards, even when the matter relates to the strategy. There is more room for this with a convocation request. However, oligarchic arrangements can prevent that certain powers that affect the strategy can be exercised at the initiative of shareholders. The 180-day response time included in the Corporate Governance Code generally does not have to be respected by shareholders. In that sense, the proposed statutory reflection period strengthens the position of the management board. The shareholder right to approve certain important resolutions concerns a statutory limitation of the management board's authority to determine the strategy. I have made proposals to improve this provision.

In short, the effect of the balance of powers regarding strategic matters is more limited in practice than company law would suggest, but the GM often continues to hold a dominant position. More detailed analyses that address this research question can be found in section 5.4 and chapter 6 of this thesis.

4. How does the Dutch stakeholder model relate to the statutory company model and are these models sufficiently aligned, especially where they relate to the balance of powers regarding the strategy?

The Dutch corporate governance model is aimed at promoting the sustainable success of the business and long-term value creation, while exercising due care with regard to the interests of stakeholders. Financial interests of shareholders are generally equally important as interests of other stakeholders. In this governance model, realising shareholder value will result from promoting a successful business, but it is not an end in itself. The balance of power in the statutory company model assumes a dominant position of the GM over the management board. Although the management board is primarily authorised to implement the policy and strategy, the GM determines the composition of the management board and the cooperation of the shareholders is also required to implement important strategic decisions. The powers of the GM lead to shareholders' interests playing a significant role in corporate decisions regarding strategic topics, also within the management board. In that sense, the powers of the GM also shape the actions of the management board. A comprehensive analysis that addresses this research question can be found in sections 7.1 and 7.2 of this thesis.

4. What are possible and desirable future developments in the division of powers between the management board and the GM of the listed company?

There are various ways to bring the Dutch company model more in line with the stakeholder governance model. This study focuses in particular on the division of powers between the management board and the GM. In my view, the division

of powers should be changed. This would create space for a decent execution of the duties of the management board, with less influence of the GM and therefore less emphasis on the shareholder interest. To this end, I suggest to change the position of the GM to adopt a controlling function, by turning its positive control (which can be exercised at the initiative of the GM) into negative control (approval rights). It would also be possible to create a new legal form, a stakeholder company, whereby the GM consists of representatives of the stakeholders that are relevant to the company. An extensive analysis that addresses this research question can be found in sections 7.3 and 7.4 of this thesis.

In conclusion, the balance of power between the corporate bodies of the listed company determines to a large extent what interests are served when deciding on strategic matters. If the centre of gravity of the balance lies more with the GM, the outcome of the decision-making will be determined more by the influence and interests of the shareholders. Conversely, the management board could involve other interests (including potentially its own) if the centre of gravity of the balance lies closer with the management board. My research indicates that the centre of gravity of the balance, in the standard company law model, gravitates towards shareholders. The reasons for that are historical. However, it also makes it difficult for the management board in the present day to perform the management duties and meet the responsibilities of the Dutch stakeholder model. Open standards offer solutions, but tensions grow as the divergence between the governance model and the company model increases. In my view, changes in law are necessary to bring the Dutch company model in line with the desired Dutch stakeholder model.

Definities

Aandeelhoudersrichtlijn	Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft
AV	algemene vergadering, waarmee, afhankelijk van de context, zowel gedoeld wordt op het orgaan van de vennootschap als op de bijeenkomst van aandeelhouders
beurs-NV	een NV met een statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit, als bedoeld in artikel 1:1 Wft of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is
beursvennootschap	een NV alsmede (afhankelijk van de context) een BV met een statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit, als bedoeld in artikel 1:1 Wft of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is, ofwel (wanneer het specifiek gaat over de Verenigde Staten) een Delaware *corporation* met SEC geregistreerde aandelen en een notering daarvan aan een nationale beurs[1]
Bob	Besluit openbare biedingen Wft van 12 september 2007 (*Stb.* 2007, 329)
BV	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
Code de Commerce	de Franse *Code de Commerce* van 10 september 1807

1. Zie ook paragraaf 1.3.2 van dit proefschrift over de afbakening van het onderzoek.

Corporate Governance Code	de corporate governance code van 8 december 2016 zoals gepubliceerd in Staatscourant nr. 45259 van 21 augustus 2017, wettelijk verankerd als gedragscode in de zin van art. 2:391 lid 5 BW bij het Besluit van 29 augustus 2017 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (*Stb.* 2017, 747) of, waar de context dat verlangt, een eerdere corporate governance code
CPIS	*Coordinated Portfolio Investment Survey*
DGCL	Delaware General Corporation Law
EU Actieplan 2003	Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, Brussel, 21 mei 2003, COM (2003) 284
EU Actieplan 2012	Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, *Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen*, Brussel 12 december 2012, COM (2012) 740
EU Groenboek 2011	Groenboek: Het EU-kader inzake corporate governance, COM (2011) 164, Brussel, 5 april 2011
Herziene Aandeelhoudersrichtlijn	Richtlijn (EU) 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IPO	*initial public offering* (beursgang)
nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht	*Kamerstukken II* 2016/17, 29 752, nr. 9
NV	naamloze vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development

Overnamerichtlijn	Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod
Prospectusverordening	Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG
Richtlijn Vennootschapsrecht	Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht
SA	*société anonyme* naar Frans recht
SE	Societas Europaea of Europese vennootschap
SEC	Securities and Exchange Commission
Securities Exchange Act	Securities Exchange Act of 1934
Verordening Marktmisbruik	Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie
Verslaggevingsrichtlijn	Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, zoals gewijzigd bij Richtlijn 2014/95/EU van 22 oktober 2014 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen
VvdE	Vereniging voor de Effectenhandel
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
Wet aanpassing structuurregeling	Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (*Stb.* 2004, 370), inwerkingtreding 1 oktober 2004 (*Stb.* 2004, 405)

Wet bestuur en toezicht	Wet van 6 juni 2011 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen (*Stb.* 2011, 275), gevolgd door de Reparatiewet bestuur en toezicht, de Wet van 27 september 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter verduidelijking van de artikelen 297a en 297b
Wet Flex-BV	Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht (*Stb.* 2012, 299 en 301)
Wet van 1838	Wetboek van Koophandel van 1838 (*Stb.* 1838, 12)
Wet van 1929	Wet van 2 juli 1928 tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamlooze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus (*Stb.* 1928, 216), zoals inwerkinggetreden op 1 april 1929
Wge	Wet giraal effectenverkeer
WOR	Wet op de ondernemingsraden

Verkort aangehaalde publicaties

Abma, *Ondernemingsrecht* 2013/117
R. Abma, 'Rechtskarakter responstijd', *Ondernemingsrecht* 2013/117.

Abma & Tali 2013
R. Abma & Z. Tali, 'De rol van aandeelhouders bij vijandige overnames', in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels koers (Serie Onderneming & Recht deel 79)*, Deventer: Kluwer 2013.

Abma e.a. 2017
Abma e.a. *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (Recht en Praktijk nr. ONR9), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Abma, *Ondernemingsrecht* 2018/111
R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2018', *Ondernemingsrecht* 2018/111.

Abma, *Ondernemingsrecht* 2019/158
R. Abma, 'De positie en rol van institutionele beleggers', *Ondernemingsrecht* 2019/158.

***Asser/Maeijer & Kroeze 2-I** 2015*
M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman, M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I. De rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2015.

***Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009*
G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Vertegenwoordiging en rechtspersoon. Deel II. De rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2009.

***Asser/De Serière 2-IV* 2018**
V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

***Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa* 2019**
M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

***Asser/Rensen 2-III* 2017**
G.J.C. Rensen (m.m.v. J.M. Blanco Fernández), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel III. Overige rechtspersonen. Vereniging, coöperatie, onderlinge waarborgmaatschappij, stichting, kerkgenootschap en Europese rechtsvormen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

***Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb* 2019**
G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2019.

Assink 2007
B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 59), Deventer: Kluwer 2007.

Assink, *Ondernemingsrecht* 2010/50
B.F. Assink, 'De Januskop van het ondernemingsrecht – Over faciliëring en regulering van ondernemerschap', *Ondernemingsrecht* 2010/50.

Assink/Slagter 2013
B.F. Assink/W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013.

Assink, *WPNR* 2015/7048
B.F. Assink, 'Belang van de vennootschap, overname en algemeen belang', *WPNR* 2015/7048.

Assink 2016
B.F. Assink, 'Familievennootschap en vennootschappelijk belang', in: A.J.S.M. Tervoort e.a., *Familievennootschappen* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 107), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Assink, WPNR 2016/7111
B.F. Assink, 'Van vennootschapsrechtelijk belang (I)', *WPNR* 2016/7111.

Assink, WPNR 2016/7112
B.F. Assink, 'Van vennootschapsrechtelijk belang (II, slot)', *WPNR* 2016/7112.

Assink & Verbrugh 2016
B.F. Assink en M.A. Verbrugh, 'Bestuur; verbanden tussen bestuur, beleidsvrijheid en vier mogelijke begrenzers daarvan (primair bezien vanuit het B.V.-recht)', in: B. Bier, M. van Olffen & B. Snijder-Kuipers, *Handboek notarieel ondernemingsrecht - deel 1 - BV en NV* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 132), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Assink, *MvO* 2018/7
B.F. Assink, 'Kanttekeningen bij Boskalis/Fugro', *MvO* 2018/7.

Assink 2019
B.F. Assink, 'Aandeelhouders en strategie na Boskalis/Fugro', in: *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Assink & Timmerman, Ondernemingsrecht 2019/157
B.F. Assink & L. Timmerman, 'Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2019/157.

Bartman, *Ondernemingsrecht* 2002
S.M. Bartman, 'Mr. Th. Groenewald, *Doeloverschrijding bij NV en BV*, uitgegeven als deel 38 in de Serie vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, Deventer: Kluwer 2001 (boekbespreking)', Ondernemingsrecht 2002, p. 533 e.v.

Bartman, *Ondernemingsrecht* 2003
S.M. Bartman, 'Lawrence E. Mitchell (ed.), Progressive Corporate Law', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 146.

Bartman, Dorresteijn & Olaerts 2016
S.M. Bartman, A.F.M. Dorresteijn & M. Olaerts, *Van het concern*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Barzuza & Talley 2019
M. Barzuza & E.L. Talley, 'Long-Term Bias', *Virginia Law and Economics Research Paper* No. 2019-05.

Bebchuck & Hirst, *Columbia Law Review* 2019
L.A. Bebchuck & S. Hirst, 'Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy', *Columbia Law Review*, Vol. 119, 2019.

Van Bekkum e.a. 2010
J. van Bekkum, J.B.S. Hijink, M.C. Schouten & J.W. Winter, 'Corporate Governance in the Netherlands', *Electronic Journal of Comparative Law*, vol. 14.3, December 2010.

Belinfante 1929
Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere; wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamlooze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus, Den Haag: Gebr. Belinfante 1929.

Berle & Means 1932
A.A. Berle & G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, New York (Verenigde Staten): Harcourt, Brace & World 1932.

De Bie Leuveling Tjeenk, *Ondernemingsrecht* 2018/72
J. de Bie Leuveling Tjeenk, 'Materieel enquêterecht', *Ondernemingsrecht* 2018/72.

Bier, *Ondernemingsrecht* 2013/123
B. Bier, 'De finale VEB c.s. vs. KLM: besluit tot reservering winst is niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW', *Ondernemingsrecht* 2013/123.

Bier, Van Olffen & Snijder-Kuipers, Hno deel 1 - BV en NV (VDHI nr. 132) 2016
B. Bier, M. van Olffen & B. Snijder-Kuipers, *Handboek notarieel ondernemingsrecht - deel 1 - BV en NV* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 132), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Bijveld 2014
W.W.C.I.G. Bijveld, 'Het vijandig bod', *O&F* 2014/1.

Bijveld, *TOP* 2015/7
W.W.C.I.G. Bijveld, 'De relationship agreement tussen een beursvennootschap en haar grootaandeelhouder', *TOP* 2015/7.

Blair & Stout 1999
M.M. Blair & L.A. Stout, 'A Team Production Theory of Corporate Law', *Virginia Law Review*, vol. 85 (maart 1999), nr. 2.

Blanco Fernández, *Ondernemingsrecht* 2018/29
J.M. Blanco Fernández, 'Wat is de vennootschap en wat behoort het vennootschapsrecht te zijn', *Ondernemingsrecht* 2018/29.

Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2003
M.W. den Boogert, 'Corporate governance in een stroomversnelling', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 406 e.v.

Den Boogert, *Ondernemingsrecht* 2017/47
M.W. den Boogert, 'De beursgang en bescherming van ABN AMRO', *Ondernemingsrecht* 2017/47.

Bootsma, *Ondernemingsrecht* 2016/108
A.A. Bootsma, 'De voorzitter van de one-tier board als dwaallicht', *Ondernemingsrecht* 2018/108.

Bootsma & Hijink, *Ondernemingsrecht* 2014/15
A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde', *Ondernemingsrecht* 2014/15.

Bootsma, Hijink & In 't Veld, *Ondernemingsrecht* 2015/120
A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship', *Ondernemingsrecht* 2015/120.

Boschma e.a. 2017
H.E. Boschma, M.L. Lennarts, J.N. Schutte-Veenstra & K. van Veen, *Evaluatie Wet bestuur en toezicht* (WODC rapport, nr. 2730), Den Haag: Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) 2017.

Bosse, *WPNR* 2015/7065
W. Bosse, 'Aandeelhoudersovereenkomst in strijd met dwingend recht', *WPNR* 2015/7065.

Bower & Paine 2017
J.L. Bower & L.S. Paine, 'The Error at the Heart of Corporate Leadership', *Harvard Business Review*, mei-juni 2017, p. 52.

De Brauw 2016
C.J.C. de Brauw, 'NV's met een beursnotering buiten Nederland; een internationaal perspectief op het Nederlandse model' in: G. van Solinge (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?* (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 135), Deventer: Kluwer 2016.

De Brauw & Beckers, *TOP* 2015/203
C.J.C. de Brauw & J.H.L. Beckers, 'Kroniek openbaar bod 2012-2014', *TOP* 2015/203.

De Brauw & Noome, *Ondernemingsrecht* 2015/121
C.J.C. de Brauw & M. Noome, 'Concurrerende openbare biedingen 2015', *Ondernemingsrecht* 2015/121.

De Brauw 2017
C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2018/11
C.J.C. de Brauw, 'Besluitvorming over strategie en openbare biedingen anno 2018', *Ondernemingsrecht* 2018/11.

De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2019/94
C.J.C. de Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van het huidige stakeholdermodel', *Ondernemingsrecht* 2019/94.

De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/52
C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2020/52.

Breukink, *Ondernemingsrecht* 2019/18
E.J. Breukink, 'Reikwijdte agenderingsrecht kapitaalverschaffers', *Ondernemingsrecht* 2019/18.

Bulten, *Ondernemingsrecht* 2014/94
C.D.J. Bulten, 'De vennootschap en de geconstrueerde werkelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2014/94.

Bulten, *Ondernemingsrecht* 2019/76
C.D.J. Bulten, 'Hoe autonoom is de BV-bestuurder', *Ondernemingsrecht* 2019/76.

Bulten & De Jong 2017
C.D.J. Bulten & B.J. de Jong (m.m.v. E.J. Breukink & A. Jettinghoff), *Vitale vennootschappen in veilige handen* (Serie Van der Heijden Instituut, deel 142), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Bulten & Kreileman 2017
C.D.J. Bulten & N. Kreileman, 'De dans ontspringen door decharge?', in: G. van Solinge e.a. (red.), *Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 140), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

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

Cahn & Donald 2010
A. Cahn & D.C. Donald, *Comparative Company Law. Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambrigde (Verenigd Koninkrijk): Cambridge University Press 2010.

Calkoen, *TVVS* 1996/182
W.J.L. Calkoen, 'De Commissie Corporate Governance 'Peters' zwengelt discussie aan', *TVVS* 1996/182.

Cheffins 2013
B.R. Cheffins, 'The History of Corporate Governance', in: M. Wright e.a., *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2013.

Cheffins 2015
B.R. Cheffins, 'Corporate Governance Since the Managerial Capitalism Era', *Business History Review* 2015/89.

Cheffins 2019
B.R. Cheffins, *The Public Company Transformed*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2019.

Collins & Montgomery 1995
D. Collins & C. Montgomery, 'Corporate Strategy: a Conceptual Framework', *Harvard Business School conceptual note*, april 1995.

Conac 2005
P.H. Conac, 'The French and Dutch East India companies in comparative legal perspective', in: E. Gepken-Jager, G. van Solinge & L. Timmerman (red.), *VOC 1602-2002; 400 years of company law*, Deventer: Kluwer 2005.

Croiset van Uchelen 2019
A.R.J. Croiset van Uchelen, 'Een blik van buiten de dijken', in: *Bescherming van Nederlandse ondernemingen* (Zuidas Instituut voor Financieel recht en Ondernemingsrecht nr. 26), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 33-43.

Deakin 2012
S. Deakin, 'The Corporation as Commons: Rethinking Property Rights, Governance and Sustainability in the Business Enterprise', Queen's Law Journal 2012, vol. 37/2.

Doidge e.a. 2018
C. Doidge e.a., 'Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets', *ECGI finance working paper*, nr. 547/2018, januari 2018.

Dortmond, *Ondernemingsrecht* 2004
P.J. Dortmond, 'Doorbraak bindende voordracht', *Ondernemingsrecht* 2004/92.

Dortmond, *Van der Heijden Handboek NV/BV* 2013
P.J. Dortmond, *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013.

Dumoulin 1999
S.H.M.A. Dumoulin, *Besluitvorming in rechtspersonen* (diss. Groningen) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 107), Deventer: Kluwer 1999.

Eikelboom, *MvO* 2017/10
F. Eikelboom, 'Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel', *MvO* 2017/10.

Eisenberg & Cox 2014
M.A. Eisenberg & J.D. Cox, *Business Organizations; Cases and Materials*, Saint Paul, Minnesota (Verenigde Staten): West Academic 2014.

Elion, *MvO* 2018/1-2
B. Elion, 'De herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Nederland', *MvO* 2018/1-2.

Fama 1980
E.F. Fama, 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, Nr. 2 (april 1980), p. 288-307.

Frentrop 2013
P. Frentrop, *De geschiedenis van corporate governance; van VOC naar 21e eeuw*, Assen: Van Gorkum 2013.

Franks & Mayer 2017
J. Franks & C. Mayer, 'Evolution of Ownership and Control Around the World', in: B.E. Hermalin & M.S. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (volume 1), Amsterdam: Elsevier 2017, p. 685-735.

Friedman 1970
M Friedman, 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *New York Times*, 13 september 1970.

Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2013/103
S.B. Garcia Nelen, 'Managementparticipatie in private equity transacties: certificaten of stemrechtloze aandelen?', *Ondernemingsrecht* 2013/103.

Garcia Nelen, *Ondernemingsrecht* 2018/12
S.B. Garcia Nelen, 'Het normatief richtsnoer voor bescherming van een beursvennootschap door een onafhankelijke stichting', *Ondernemingsrecht* 2018/12.

Garcia Nelen 2019, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*
S.B. Garcia Nelen, commentaar op artikelen 2:359a t/m 359d BW, in: M.J. van Ginneken e.a. (red.), *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Den Haag: Sdu 2019.

Garcia Nelen & Schwarz 2016
S.B. Garcia Nelen & C.A. Schwarz, *Certificering van aandelen bij NV en BV* (Serie Ondernemingsrecht deel B.19), Den Haag: Sdu Uitgevers 2016.

Gepken-Jager 2005
E. Gepken-Jager, 'Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). The Dutch East India Company', in: *VOC 1602-2002. 400 years of company law*, Deventer: Kluwer Legal Publishers 2005.

Van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 1999
M.J. van Ginneken, 'Monitoring Corporate Governance in Nederland', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 13.

Van Ginneken 2010
M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames: de rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. UvA) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 79), Deventer: Kluwer 2010.

Graham, Harvey & Rajgopal 2005
J.R. Graham, C.R. Harvey, S. Rajgopal, 'The Economic Implications of Corporate Financial Reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40 (2005).

Hamers, Schwarz & Zaman 2018
J.J.A. Hamers, C.A. Schwarz en D.F.M.M. Zaman (red.), *Handboek stichting en vereniging. Stichting, vereniging, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij, civielrechtelijk en fiscaalrechtelijk beschouwd*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2018.

Hansmann & Kraakman 2000
H. Hansmann & R. Kraakman, 'The End of History for Corporate Law', *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, paper 280, 2000.

Van der Heijden 1908
E.J.J. van der Heijden, *De ontwikkeling van de naamlooze vennootschap in Nederland vóór de codificatie* (diss. Utrecht), Amsterdam: Van der Vecht 1908.

Van der Heijden 1931
E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamlooze vennootschap naar Nederlandsch recht*, Zwolle: Tjeenk Willink 1931.

Van der Heijden/Van der Grinten 1968
E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1968.

Van der Heijden/Van der Grinten 1992
E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten (m.m.v. H.J.M.N. Honée & Th. C.M. Hendriks-Jansen), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

Den Heijer 2005
H.J. den Heijer, *De geoctooieerde compagnie. De VOC en de WIC als voorlopers van de naamloze vennootschap*, Deventer: Kluwer 2005.

Heijne & Noten 2020
S. Heijne & H. Noten, *Fantoomgroei*, Atlas Contact: Amsterdam/Antwerpen (België) 2020.

Henderson 2020
R. Henderson, *Reimagining Capitalism: How Business Can Save the World*, Londen (Verenigd Koninkrijk): Penguin Random House UK 2020.

Henry 2011
A.E. Henry, *Understanding Strategic Management*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2011.

Hermalin 2017
B.E. Hermalin, 'Aspects of the Economics of Organization with Application to Corporate Governance', in: B.E. Hermalin & M.S. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Volume 1), Amsterdam: Elsevier 2017, p. 17-91.

Hermalin & Weisbach 2017
B.E. Hermalin & M.S. Weisbach, 'Introduction: The Study of Corporate Governance', in: B.E. Hermalin & M.S. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Volume 1), Amsterdam: Elsevier 2017, p. 1-15.

Hezer & Kemp, *MvO* 2018/7
P.L. Hezer & B. Kemp, 'Het gifpilletje van Gemalto', *MvO* 2018/7

Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7222
P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (I)', *WPNR* 2019/7222, p. 26-35.

Hezer & Kemp, *WPNR* 2019/7223
P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (II)', *WPNR* 2019/7223, p. 47-53.

Hijink, *Ondernemingsrecht* 2017/146
J.B.S. Hijink, 'Regulering van de beursvennootschap: over Deel 5 Wft als rommelkamer en ontwikkelingen buiten Boek 2 BW', *Ondernemingsrecht* 2017/146.

Holtzer 2014
M. Holtzer, *De invloed van werknemers op de strategie van de vennootschap* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 95), Deventer: Kluwer 2014.

Honée 1988
H.J.M.N. Honée, 'De ontwikkeling van het vennootschapsrecht', 1988, herdrukt in *Harry Honée-bundel* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 84), Deventer: Kluwer 2011, p. 17-25.

Honée 1990
H.J.M.N. Honée, 'Crown jewel en Pandora-constructies', in: K. Geens e.a., *Beschermingsconstructies*, Deventer: Kluwer 1990.

Honée 1996
H.J.M.N. Honée, 'Commissarissen, gezanten uit niemandsland? (oratie Rotterdam, 1996), herdrukt in *Harry Honée-bundel* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 84), Deventer: Kluwer 2011, p. 83-101.

Huizink 2015
J.B. Huizink, 'Bestuursautonomie na Cancun', in: *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Huizink, *GS Rechtspersonen* 2018/19
J.B. Huizink, *Groene Serie Rechtspersonen*, actueel tot en met 22 juni 2018 – 11 december 2019 (verschilt per artikel, online te raadplegen).

Huizink 2020
J.B. Huizink, *Waar gaat het nu eigenlijk om? Enkele gedachten over vennootschapsrecht* (Zuidas Instituut voor Financieel recht en Ondernemingsrecht nr. 31; rede VU Amsterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Hunger & Wheelen 2014
J.D. Hunger & T.L. Wheelen, *Essentials of Strategic Management*, Essex (Verenigd Koninkrijk): Pearson Education Limited 2014.

Van den Ingh, *Ondernemingsrecht* 2001
F.J.P. van den Ingh, 'Requiem voor de structuurregeling', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 226 e.v.

Jensen 2002
M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function', *Business Ethics Quarterly* vol. 12, nr. 2, april 2002, p. 235-256.

Jensen & Meckling 1976
M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, oktober 1976, V. 3, No. 4, p. 305-360.

De Jong & Roëll 2005
A. de Jong & A. Roëll, 'Financing and Control in The Netherlands: A Historical Perspective', in: *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, Illinois (Verenigde Staten): University of Chicago Press 2005.

De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2011/124
J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011/124.

De Jongh, *NJB* 2012/2099
J.M. de Jongh, 'Aandeelhouders gebonden aan eisen van redelijkheid en billijkheid', *NJB* 2012/2099.

De Jongh 2014
J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 94), Deventer: Kluwer 2014.

De Jongh, *RM Themis* 2016/5
J.M. de Jongh, 'Boekbeschouwing B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering, diss.', *RM Themis* 2016/5.

De Jongh 2019
J.M. de Jongh, 'Een maatschappelijke resultante. Het vennootschapsbelang op de golven van maatschappelijke verandering', in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz, *De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 115), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 5-24.

De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2020/XIII
J.M. de Jongh, 'Onderneming en maatschappij: naar een nieuw sociaal contract? De Loi PACTE als voorbeeld', *Ondernemingsrecht* 2020/XIII.

Kemp 2015
B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering* (diss. Maastricht) (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 125), Deventer: Kluwer 2015.

Kemp & Renshof, *MvO* 2020/3-4
B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3-4.

Klaassen 2007
A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders* (diss. Groningen) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 60), Deventer: Kluwer 2007.

Kleipool & Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2017/56
R.H. Kleipool & M. van Olffen, 'De Nederlandse Corporate Governance Code 2016', *Ondernemingsrecht* 2017/56.

Van der Klip, *Ondernemingsrecht* 2008/127
B.R. van der Klip, 'De verhoging(en) van een openbaar bod - De overname van Corporate Express door Staples', *Ondernemingsrecht* 2008/127.

De Kluiver, *Ondernemingsrecht* 2009/4
H.J. de Kluiver, 'Vennootschappelijke repliek op Timmerman's grondslagen', *Ondernemingsrecht* 2009/4.

Koelemeijer 1999
M. Koelemeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 33), Deventer: Kluwer 1999.

Koelemeijer, *TvOB* 2015-2
M. Koelemeijer, 'De verantwoordelijke aandeelhouder', *TvOB* 2015-2.

De Kok, *NtEr* 2019-5/6
J. de Kok, 'Nationale veiligheid en buitenlandse investeringen', *NtEr* 2019-5/6.

Kraakman e.a. 2017
R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2017.

Van der Krans, *O&F* 2016-3
A. van der Krans, 'Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk', *O&F* 2016-3.

Van der Krans, *Ondernemingsrecht* 2019/4
A. van der Krans, 'De toekomst van de AVA: fysiek, hybride of virtueel: leg de keuze bij de vennootschap', *Ondernemingsrecht* 2019/4.

Kremer e.a. 2014
M. Kremer e.a. (red.), *Hoe ongelijk is Nederland? Een verkenning van de ontwikkeling en gevolgen van economische ongelijkheid* (Wetenschappelijke raad voor het regeringsbeleid), Amsterdam: Amsterdam University Press 2014.

Lipton e.a. 2016
M. Lipton, 'The New Paradigm: a Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth', *document prepared for the World Economic Forum*, 2 September 2016, wlrk.com.

Lipton 2018
M. Lipton, 'The Purpose of the Corporation', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 11 april 2018, corpgov.law.harvard.edu.

Lokin 2018
E.C.H.J. Lokin, *De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 113), Deventer: Kluwer 2018.

Löwensteyn 1959
F.J.W. Löwensteyn, *Wezen en bevoegdheid van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap* (diss. UvA), Zwolle: N.V. Uitgevers-Maatschappij W.E.J. Tjeenk Willink 1959.

Maeijer 1964
J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (oratie Nijmegen 1964), Deventer/Antwerpen (België): N.V. Uitgeversmaatschappij A.E. Kluwer 1964.

Manne 1965
H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, april 1965, p. 110-120.

Martin 2011
R.L. Martin, *Fixing the Game: How Runaway Expectations Broke the Economy, and How to Get Back to Reality*, Boston (Verenigde Staten): Harvard Business Review Press 2011.

Mayer 2018
C. Mayer, *Prosperity. Better Business Makes the Greater Good*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2018.

McGee, Thomas & Wilson 2010
J. McGee, H. Thomas & D. Wilson, *Strategy: Analysis and Practice*, Berkshire (Verenigd Koninkrijk): McGraw-Hill Education 2010.

Mehrotra & Morck 2017
V. Mehrotra & R. Morck, 'Governance and Stakeholders', in: B.E. Hermalin & M.S. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Volume 1), Amsterdam: Elsevier 2017, p. 637-683.

Mendel 1971
M.M. Mendel, *Het statutaire doel van de naamloze vennootschap* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1971.

Mendel & Oostwouder *NJB* 2013/1776
M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, 'Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad', *NJB* 2013/1776.

Mendel & Oostwouder, *O&F* 2017/3
M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, 'Lange termijn waardecreatie van de beursvennootschap en de daaraan verbonden onderneming, het bestendige succes van de (dochter)onderneming en het begrip 'vennootschappelijk belang': harmonie of disharmonie?', *O&F* 2017/3.

Meppelink, *TOP* 2019/326
J.J. Meppelink, 'Art. 2:107a BW in de overnamepraktijk', *TOP* 2019/326.

Monks & Minow 2011
R.A.G. Monks & N. Minow, *Corporate Governance*, West Sussex (Verenigd Koninkrijk): John Wiley & Sons 2011.

Nieuwe Weme, *Ondernemingsrecht* 2019/51
M. Nieuwe Weme, 'Bescherming tegen afschaffing van bescherming', *Ondernemingsrecht* 2019/51.

Nowak, *Ondernemingsrecht* 2004/124
R.G.J. Nowak, 'Eerste Kamer stemt op 5 en 6 juli over wetsvoorstel aanpassing structuurregeling (28 179)', *Ondernemingsrecht* 2004/124.

Nowak, *Ondernemingsrecht* 2008/125
R.G.J. Nowak, 'Het rapport van de Commissie-Frijns over de actualisering van de corporate governance code', *Ondernemingsrecht* 2008/125.

Nowak, *Ondernemingsrecht* 2009/9
R.G.J. Nowak, 'Aangepaste corporate governance code vastgesteld', *Ondernemingsrecht* 2009/9.

Nowak, *Ondernemingsrecht* 2009/59
R.G.J. Nowak, 'Het wetsvoorstel spreekrecht OR bij belangrijke ava-besluiten', *Ondernemingsrecht* 2009/59.

Nowak, *WPNR* 2020/7276
R.G.J. Nowak, 'Agenderingsrecht en rechtspolitiek', *WPNR* 2020/7276.

Olaerts, *TvOB* 2015-2
M. Olaerts, 'De aandeelhouder en het vennootschappelijk verband: de kwalificatie van de vennootschap en de invloed op de vennootschappelijke belangenafweging', *TvOB* 2015-2.

Olaerts, *Ondernemingsrecht* 2017/113
M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017/113.

Van Olffen 2008
M. van Olffen, 'De statutair (on)beschermde vennootschap en art. 2:359b BW', in: *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, hoofdstuk 17.

Van Olffen, *Ondernemingsrecht* 2020/51
M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2020/51.

Oosterhoff 2017
G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang* (diss. Nijmegen) (Serie Van der Heijden Instituut, nr. 144), Deventer: Kluwer 2017.

Oostwouder, *O&F* 2016/3
W.J. Oostwouder, 'Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie', *O&F* 2016/3.

Oostwouder & Schrooten, *O&F* 2018/3
W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018/3.

Oranje 2012
F.J. Oranje, 'Convocatie- en agenderingsrecht van aandeelhouders', in: P.J. Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers, *Handboek onderneming en aandeelhouder* (Onderneming en recht nr. 69), Deventer: Kluwer 2012.

Oranje, *TOP* 2015/8
F.J. Oranje, 'Het agenderingsrecht; geen hard and fast rule', *TOP* 2015/8.

Overkleeft, *Ondernemingsrecht* 2009/167
F.G.K. Overkleeft, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning', *Ondernemingsrecht* 2009/167.

Overkleeft, *V&O* 2013/2
F.G.K. Overkleeft, 'Waarheen met de aandeelhoudersvergadering bij beursvennootschappen?', *V&O* 2013/2.

Overkleeft 2017
F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103), Deventer: Kluwer 2017.

Palladino & Karlsson 2018
L. Palladino & K. Karlsson, 'Towards 'Accountable Capitalism': Remaking Corporate Law Through Stakeholder Governance', publicatie van het Roosevelt Institute van oktober 2018, rooseveltinstitute.org.

Pargendler 2016
M. Pargendler, 'The Corporate Governance Obsession', *Journal of Corporation Law* (Volume 42), nr. 2, p. 359-402, 2016.

Peters, *De NV* 1996/12
J.F.M. Peters, 'Brief van de Commissie Corporate Governance d.d. 28 oktober 1996', De NV 1996/12, p. 318.

Peters & Eikelboom, *WPNR* 2015/7061
F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Boskalis en Fugro', *WPNR* 2015/7061.

Peters & Eikelboom, *WPNR* 2017/7156
F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo', *WPNR* 2017/7156.

Pitlo/Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017
Pitlo/Raaijmakters, *Ondernemingsrecht* (Pitlo-serie nr. 2) 2017, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Punt 2010
H.M. Punt, *Het vennootschapsrecht van Holland* (diss. Rotterdam) (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 78), Deventer: Kluwer 2010.

Raaijmakers, *WPNR* 2004/6563
M.J.G.C. Raaijmakers, ''Zelfregulering' van corporate governance van beursondernemingen. Enkele kanttekeningen bij de Nederlandse Corporate Governance Code', *WPNR* 2004/6563.

Raaijmakers, *Ondernemingsrecht* 2015/28
M.J.G.C. Raaijmakers, 'De 'institutionele opvatting': grondslag en inhoud?', *Ondernemingsrecht* 2015/28.

Raaijmakers, *AA* 2018
M.J.G.C. Raaijmakers, 'ZED+ BV: magische metamorfose van samenwerkings-BV in quasi-beurs-NV', *Ars Aequi* juni 2018.

Raaijmakers & Buma, *TvOB* 2019-2
G.T.M.J. Raaijmakers & O.M. Buma, 'Terugblik en vooruitblik op de invloed van de Code Corporate Governance', *TvOB* 2019-2.

Rajan & Zingales 2003
R.G. Rajan & L. Zingales, 'The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century', *Journal of Financial Economics* 69 (2003), p. 5-50.

Rensen & Hagens, *Ondernemingsrecht* 2019/88
G.J.C. Rensen & R.A. Hagens, 'Hybride AV heeft de toekomst', *Ondernemingsrecht* 2019/88.

Rietveld, *TOP* 2013/7
S. Rietveld, 'De stemmende aandeelhouder begrensd', *TOP* 2013/7.

Roelvink, *TOP* 2007/2
B.W. Roelvink, 'Goedkeuring door aandeelhouders', *TOP* 2007/2.

Roncaglia 2017
A. Roncaglia, *A Brief History of Economic Thought*, Cambridge: Cambridge University Press 2017.

Rosenblum 2017
S.A. Rosenblum, 'Hedge Fund Activism, Short-Termism, and a New Paradigm of Corporate Governance', 126 *Yale Law Journal Forum* 538 (2017).

Sanders 1952
P. Sanders, 'Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap', in: *Rechtskundige opstellen aangeboden aan prof. mr. R.P. Cleveringa*, Zwolle: Tjeenk Willink 1952, p. 329-362.

Van Schilfgaarde 1974
Preadvies van P. van Schilfgaarde in: P. van Schilfgaarde & A.G. van Solinge, *De vennootschap volgens het ontwerp B.W.* (preadviezen uitgebracht voor de vereeniging 'Handelsrecht'), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1974.

Van Schilfgaarde 2016
P. van Schilfgaarde, *De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 100), Deventer: Kluwer 2016.

Schuit 2008
S.R. Schuit, 'Over corporatisme en corporate governance', in: M. Pheijer & F. van Eenennaam, *Commissaris van nu; Gevaarlijke gedachten voor commissarissen*, Assen: Van Gorkum 2008.

Schwarz, *Ondernemingsrecht* 2006/135
C.A. Schwarz, 'Invoering van het structuuregime en de mogelijkheid om daarbij af te wijken van het wettelijk voorziene model', *Ondernemingsrecht* 2006/135.

Schwarz, *GS Rechtspersonen* 2019/20
C.A. Schwarz, *Groene Serie Rechtspersonen*, actueel tot en met 24 november 2019 – 26 maart 2020 (verschilt per artikel, online te raadplegen).

Schwarz 2018
C.A. Schwarz, *De impact van het vennootschappelijk belang: machtsverhoudingen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid* (oratie Rotterdam), Den Haag: Boom 2018.

Shleifer & Vishny 1996
A. Shleifer & R.W. Vishny, 'A Survey of Corporate Governance', *National Bureau of Economic Research Working Paper* 5554, april 1996.

Singer 2019
A.A. Singer, *The Form of the Firm: A Normative Political Theory of the Corporation*, Oxford (Verenigd Koninkrijk): Oxford University Press 2019.

Slagter 1996
W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 1996.

Smith 1776
A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londen (Verenigd Koninkrijk): W.Strahan 1776.

Van Solinge, *Ondernemingsrecht* 2014/11
G. van Solinge, 'Een facelift voor de oude dame?', *Ondernemingsrecht* 2014/11.

Steins Bisschop 2008
B.T.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correcte en bedrijfsmatig effectieve benadering* (oratie Maastricht), Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.

Stevens 2008
T.M. Stevens, 'Het fusieprotocol', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have, L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, hoofdstuk 5.

Stevens 2018
T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van voorwetenschap', in: D.R. Doorenbos e.a., *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2018, p. 217-334.

Stevens & Garcia Nelen 2017
T.M. Stevens & S.B. Garcia Nelen, *Fusies en overnames in Nederland*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2017.

Stokkermans, *V&O* 2010/10
Chr.M. Stokkermans, 'Vernietiging van besluiten', *V&O* 2010/10.

Stoppels & Van Bekkum, *MvO* 2016/10
L. Stoppels & J. van Bekkum, 'Is de motie een nuttig instrument voor de aandeelhouder van een beursvennootschap naast en in aanvulling op het agenderingsrecht ex artikel 2:114a BW?', *MvO* 2016/10.

Stout 2012
L. Stout, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco, California (Verenigde Staten): Berett-Koehler Publishers 2012.

Strine 2017
L.E. Strine Jr., 'Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System', vol. 126, *Yale Law Journal* (2017), p. 1870-1970.

Talmricht, *MvO* 2018/7
A. Talmricht, 'De functie-inhoud van niet-uitvoerende bestuurders van beursvennootschappen getoetst', *MvO* 2018/7.

Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2001
L. Timmerman, 'De terugkeer van de geschiedenis in het vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2001', p. 10.

Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2
L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/2.

Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2014/111
L. Timmerman, 'Oude koeien met actualiteitswaarde', *Ondernemingsrecht* 2014/111.

Timmerman 2016
L. Timmerman, *Vijf fundamentele veranderingen in het ondernemingsrecht*, in: Bier, Van Olffen & Snijder-Kuipers, Hno deel 1 - BV en NV (Serie Van der Heijden Instituut nr. 132) 2016.

Timmerman 2017
L. Timmerman, 'Beginselen van bestuurdersaansprakelijkheid', in: G. van Solinge e.a. (red.), *Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 140), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Timmerman 2018
L. Timmerman, 'Het Nederlandse vennootschapsrecht tussen 1918 en 2018, enkele schetsmatige opmerkingen', in: *Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' 2018. 100 jaar Handelsrecht; Over heden, toekomst en verleden*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2018.

Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/10
L. Timmerman, 'Bescherming zonder bescherming', *Ondernemingsrecht* 2018/10.

Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2018/78
L. Timmerman, 'De carrousel van beschermingsmaatregelen (ofwel: on and on and on)', *Ondernemingsrecht* 2018/78.

Timmerman, *TvOB* 2018-1
L. Timmerman, 'De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018-1, p. 14-18.

Timmerman, *MvO* 2020/5-6
L. Timmerman, 'Uitdagingen voor het ondernemingsrecht; op weg naar een echt ondernemingsrecht?', *MvO* 2020/5-6.

Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2012/121
R.A.F. Timmermans, 'Het agenderingsrecht, preferente beschermingsaandelen en oligarchische clausules', *Ondernemingsrecht* 2012/121.

Timmermans, *Ondernemingsrecht* 2016/89
R.A.F. Timmermans, 'Beschermingsperikelen bij Fugro (2)', *Ondernemingsrecht* 2016/89.

Timmermans 2017
R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Van Schilfgaarde/Winter & Wezeman 2013
P. van Schilfgaarde/J. Winter & J.B. Wezeman (bew.), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013.

Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017
P. van Schilfgaarde/J. Winter, J.B. Wezeman & J. Schoonbrood (bew.), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2017.

Slagter, *NJB* 2012/1683
W. Slagter, 'De metamorfose van de aandeelhouder', *NJB* 2012/1683.

Van Solinge, *Ondernemingsrecht* 2019/44
G. van Solinge, 'De toekomst is geschiedenis', *Ondernemingsrecht* 2019/44.

Verbrugh, *Ondernemingsrecht* 2020/20
M.A. Verbrugh, 'Naar een beter ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2020/20.

Van Veen, *WPNR* 2017/7162
W.J.M. van Veen, 'Het belang van de rechtspersoon en zijn '*raison d'être*'', *WPNR* 2017/7162.

Verdam 2003
A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (oratie VU), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2003.

Verdam, *Ondernemingsrecht* 2013/18
A.F. Verdam, 'Het vennootschappelijk belang: méér dan 'enlightened shareholder value'', *Ondernemingsrecht* 2013/18.

Verdam 2015
A.F. Verdam, 'Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders', in: *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Vletter-van Dort 2001
H.M. Vletter-van Dort, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2001.

Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2018/45
H.M. Vletter-van Dort, 'De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2018/45.

Vletter-Van Dort, *Ondernemingsrecht* 2019/161
H.M. Vletter-Van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *Ondernemingsrecht* 2019/161.

Voogd 1989
R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989.

Voogsgeerd 2006
H.H. Voogsgeerd, *Corporate governance codes. Markt- of rechtsarrangement?* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 55), Deventer: Kluwer 2006.

Westerhuis & De Jong 2015
G. Westerhuis & A. de Jong, *Over geld en macht. Financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*, Amsterdam: Boom 2015.

Wezeman 2003
J.B. Wezeman, 'Maten en soorten van rechtspersonen', in: *LT; Verzamelde 'Groninger'opstellen aangeboden aan Vino Timmerman* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 44), Deventer: Kluwer 2003.

Willems, *Ondernemingsrecht* 2017/116
J.H.M. Willems, 'Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?', *Ondernemingsrecht* 2017/116.

Winter, *Ondernemingsrecht* 1999
J.W. Winter, 'OESO Corporate Governance Beginselen', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 449.

Winter 2003
J.W. Winter, 'In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance', in: *LT; Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 44), Deventer: Kluwer 2003.

Winter 2005
J.W. Winter, 'BV, NV en beursvennootschap', in: *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 51), Deventer: Kluwer 2005.

Winter, *AA* 2012
J.W. Winter, 'Corporate governance en wat het recht niet vermag', *Ars Aequi* juni 2012.

Winter, *Ondernemingsrecht* 2019/2
J.W. Winter, 'Ontmenselijking van de grote onderneming', *Ondernemingsrecht* 2019/2.

Wolf 2013
R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 116), Deventer: Kluwer 2013.

Wolf, *Ondernemingsrecht* 2014/2
R.A. Wolf, 'De certificaathouder zonder vergaderrecht, de kring van betrokkenen en vernietiging van besluiten', *Ondernemingsrecht* 2014/2.

Wuisman 2018
I.S. Wuisman, 'Twitter: naar een multi-stakeholder coöperatie en de commons', in: M. Beudeker e.a./J. Nijland & D.F.M.M. Zaman, *De coöperatie anno 2017. Verslag van het op 12 september 2017 te Leiden gehouden symposium van KNB, VOC en Universiteit Leiden* (Ars Notariatus nr. 166), Deventer: Wolters Kluwer 2018, hoofdstuk 7.

Van der Zanden, *GS Rechtspersonen* 2012
P.M. van der Zanden, *Groene Serie Rechtspersonen*, actueel t/m 1 februari 2012 (online te raadplegen).

Bijlage 1: herkomst substantiële aandeelhouders van NV's in de AEX-index

Beursvennootschap	Aandeelhouder	Kapitaalbelang	Stemrecht	Herkomst
Aalberts N.V.	Familie Aalberts	13,27%	13,27%	Nederland
	Capital Group	0,00%	10,01%	Verenigde Staten
	Fidelity	9,97%	9,83%	Verenigde Staten
	Invesco	5,53%	5,53%	Verenigde Staten
	BlackRock	3,04%	3,30%	Verenigde Staten
	Impax Asset Management Group	3,02%	3,02%	Verenigd Koninkrijk
	BNP Paribas Asset Management Holding	3,01%	2,09%	Frankrijk
	Smallcap World Fund	3,06%	0,00%	Verenigde Staten
	New Perspective Fund	3,00%	0,00%	Verenigde Staten
ABN AMRO Bank N.V.	Staat der Nederlanden	56,26%	56,26%	Nederland
	BlackRock	3,00%	3,59%	Verenigde Staten
Adyen N.V.	Temasek Holdings	8,14%	8,14%	Singapore
	A.D. Schuijff	6,45%	6,45%	Nederland
	Jennison Associates	5,77%	5,77%	Verenigde Staten
	General Atlantic Partners	4,99%	4,99%	Verenigde Staten
	P.W. van der Does	4,81%	4,81%	Nederland
	B.M. Caspers	4,65%	4,65%	Nederland

	J.G. Wackwitz	4,35%	4,35%	Nederland
	ICONIQ Strategic Partners	4,31%	4,31%	Verenigde Staten
	Pentavest	4,01%	4,01%	Luxemburg
Aegon N.V.	Vereniging Aegon	31,89%	31,89%	Nederland
	BlackRock	4,32%	5,09%	Verenigde Staten
	Dodge & Cox International	4,92%	4,92%	Verenigde Staten
Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	BlackRock.	5,35%	6,40%	Verenigde Staten
	State Street Corporation	3,49%	2,70%	Verenigde Staten
Akzo Nobel N.V.	Massachusetts Financial Services	5,00%	9,46%	Verenigde Staten
	BlackRock	4,84%	6,10%	Verenigde Staten
	Amundi Asset Management	3,41%	3,41%	Frankrijk
	Capital Group	0,00%	5,11%	Verenigde Staten
	Dodge & Cox International	0,00%	3,10%	Verenigde Staten
ASML Holding N.V.	Capital Group	0,00%	15,03%	Verenigde Staten
	BlackRock	5,15%	6.39%	Verenigde Staten
	Baillie Gifford & Co	0,00%	3,86%	Verenigd Koninkrijk
ASR Nederland N.V.	BlackRock	5,10%	5,71%	Verenigde Staten
	Standard Life Aberdeen	4,81%	4,81%	Verenigd Koninkrijk
	Acadian Asset Management	3,02%	1,18%	Verenigde Staten
	Franklin Templeton	3,00%	3,00%	Verenigde Staten
	BNP Paribas Asset Management Holding	3,00%	2,98%	Frankrijk
	Dimensional Fund Advisors	3,00%	2,85%	Verenigde Staten

Koninklijke DSM N.V.	ASR Nederland	7,85%	7,75%	Nederland
	NN Group	6,73%	6,73%	Nederland
	Coöperatieve Rabobank	5,85%	5,85%	Nederland
	BlackRock	3,83%	4,99%	Verenigde Staten
	EuroPacific Growth Fund	3,00%	0,00%	Verenigde Staten
Heineken N.V.	C.L. de Carvalho-Heineken	50,01%	50,01%	Nederland
	FEMSA	8,63%	8,63%	Mexico
IMCD N.V.	Fidelity	5,10%	5,10%	Verenigde Staten
	Ameriprise Financial	5,10%	5,10%	Verenigde Staten
	BlackRock	5,02%	5,41%	Verenigde Staten
	Smallcap World Fund	5,01%	0,00%	Verenigde Staten
	Jupiter Asset Management	3,28%	3,28%	Verenigd Koninkrijk
	Marshall Wace	3,01%	3,01%	Verenigd Koninkrijk
	Capital Group	0,00%	5,24%	Verenigde Staten
	Baillie Gifford & Co	0,00%	5,14%	Verenigd Koninkrijk
ING Groep N.V.	BlackRock	5,03%	5,93%	Verenigde Staten
	Artisan Investments GP	3,01%	3,01%	Verenigde Staten
Koninklijke KPN N.V.	América Móvil	16,08%	16,08%	Mexico
	BlackRock	4,13%	4,90%	Verenigde Staten
	Amundi Asset Management	3,12%	3,12%	Frankrijk
	Capital Group	0,00%	5,01%	Verenigde Staten

NN Group N.V.	RRJ Capital II	9,60%	9,60%	Hong Kong
	BlackRock	4,74%	6,54%	Verenigde Staten
	Norges Bank	3,03%	3,03%	Noorwegen
	APG Asset Management	3,00%	3,00%	Nederland
Koninklijke Philips N.V.	BlackRock	5,03%	6,19%	Verenigde Staten
	Wellington Management Group	0,00%	6,58%	Verenigde Staten
	Capital Group	0,00%	5,00%	Verenigde Staten
Randstad Holding N.V.	F.J.D. Goldschmeding	32,85%	32,85%	Nederland
	NN Group	11,92%	3,39%	Nederland
	Richmond Preferente Aandelen C	6,25%	1,03%	Nederland
	ASR Nederland	5,01%	1,88%	Nederland
	Silchester International Investors	3,99%	5,01%	Verenigd Koninkrijk
Takeaway.com N.V.	J. Groen	29,63%	29,63%	Nederland
	Delivery Hero	14,88%	14,88%	Duitsland
	Morgan Stanley	11,63%	11,63%	Verenigde Staten
	Fidelity	6,32%	5,85%	Verenigde Staten
	EuroPacific Growth Fund	5,15%	0,00%	Verenigde Staten
	Cat Rock Capital Management	5,10%	5,10%	Verenigde Staten
	Smallcap World Fund.	4,97%	0,00%	Verenigde Staten
	Adelphi Capital	4,01%	2,69%	Verenigd Koninkrijk
	Cadian Capital Management	3,07%	3,07%	Verenigde Staten
	Baillie Gifford & Co	0,71%	4,75%	Verenigd Koninkrijk
	Capital Group	0,00%	10,25%	Verenigde Staten

Unilever N.V.	BlackRock	4,28%	5,40%	Verenigde Staten
	AEGON	3,89%	3,89%	Nederland
	Wellington Management Group	0,00%	4,03%	Verenigde Staten
Koninklijke Vopak N.V.	HAL Investments	48,15%	48,15%	Nederland
	Maple-Brown Abbott	3,12%	3,12%	Australië
	Magellan Asset Management	3,00%	3,00%	Australië
	BlackRock	2,43%	3,03%	Verenigde Staten
Wolters Kluwer N.V.	Lazard Asset Management Company	5,09%	5,09%	Verenigde Staten
	Fidelity	4,93%	4,88%	Bermuda
	BlackRock	4,76%	6,16%	Verenigde Staten
	Mawer Investment Management	3,05%	3,05%	Canada

Dit overzicht is opgesteld per 19 december 2019 en is daarna niet bijgewerkt. Het is gebaseerd op informatie van de beursvennootschap en het openbare AFM-register voor substantiële deelnemingen en shortposities. Enkel (reële of potentiële) belangen van minimaal 3% zijn in het onderzoek meegenomen. Dit is vanaf 1 juli 2013 de laagste drempel voor het melden van kapitaalbelang of zeggenschapsrechten in beursvennootschappen. Door de vennootschap, haar groepsmaatschappijen of door stichtingen administratiekantoor (of soortgelijke gelieerde entiteiten) gehouden belangen zijn niet opgenomen.

UITGAVEN VANWEGE HET INSTITUUT VOOR ONDERNEMINGSRECHT,
RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN EN ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

1. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. W.J. Slagter, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Geschillen in de onderneming, 1984.
2. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. P.J. Dortmond, mr. P.C. van den Hoek, mr. H.L.J. Roelvink, prof. mr. H.J.M.N. Honée. De nieuwe misbruikwetgeving, 1986.
3. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Misbruik van rechtspersonen, 1986.
4. Mr. L. Timmerman, Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, 1988.
5. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. M.R. Mok, prof. mr. E. Aardema, Aandelen, 1988.
6. Mr. S.M. Bartman, Concernbeleid en aansprakelijkheid, 1989.
7. Mr. J.B. Huizink, Bestuurders van rechtspersonen, 1989.
8. Mr. A.F.M. Dorresteijn, Tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen, 1989.
9. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. C.A. Boukema, mr. H.J.M.N. Honée, mr. H.L.J. Roelvink, mr. A.L. Mohr, prof. mr. P. van Schilfgaarde, Piercing Van Schilfgaarde, 1990.
10. Mr. B.H.A. van Leeuwen, Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, 1990.
11. Prof. mr. W.J. Slagter, mr. Karin C. Th. Schouwenberg, mr. A.G. van Solinge, mr. A.L. Mohr, prof. dr. L.G.M. Stevens, mr. A.J.S.M. Tervoort, mr. M.E. Koppenol-Laforce, Aspecten van het EESV, 1990.
12. Mr. J.N. Schutte-Veenstra, Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG, 1991.
13. Mr. B.T.M. Steins Bisschop, De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen, 1991.
14. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. H.J.M.N. Honée, mr. S.E. Eisma, prof. dr. H.P. Westermann, mr. M.W. den Boogert, mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P.F. van der Heijden, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Ondernemingsrechtelijke contracten, 1991.
15. Mr. J.W. Winter, Concernfinanciering, 1992.
16. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. S.E. Eisma, prof. G.K. Morse, mr. L.H. Slijkhuis, prof. mr. A.L. Mohr en mr. T. Drion, De dubbelrol in het vennootschapsrecht, 1993.
17. Dr. R.H. van het Kaar, Medezeggenschap bij fusie en ontvlechting, 1993.
18. Mr. J.W. Winter, mr. drs. H. Langman, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, mr. H.J.M.N. Honée, Beschouwingen over concernfinanciering, 1993.
19. Mr. J.M. Blanco Fernández, De raad van commissarissen bij nv en bv, 1993.
20. Mr. G.M. ter Huurne, Nieuwe regels voor de levering van aandelen op naam, 1994.
21. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Meldingsplicht voor beursvennootschappen, 1994.
22. Mr. R.C. van Dongen, Identificatie in het rechtspersonenrecht, 1995.
23. Mr. M.Y. Nethe, De ontbinding van lege besloten en naamloze vennootschappen, 1995.

24. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.C. van den Hoek, mr. D.C. Buijs, prof. mr. drs. H.P.J. Ophof, prof. mr. drs. H. Beckman en mr. J.W. Winter, Knelpunten in de vennootschapswetgeving, 1995.
25. Prof. mr. H. Beckman, De jaarrekeningvrijstelling voor afhankelijke groepsmaatschappijen, 1995.
26. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. W.D.H. Asser, mr. J.B. Huizink, mr. O.L.O. deWitt Wijnen, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. drs. H. Beckman, Rechtspleging in het ondernemingsrecht, 1997.
27. Mr. W.J. Oostwouder, Management Buy-out, 1996.
28. Mr. H.E. Boschma, De eenpersoons-bv, 1997.
29. Mr. J.B. Wezeman, Aansprakelijkheid van bestuurders, 1998.
30. Prof. mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. dr. E. Wymeersch, mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.B. Huizink, Corporate Governance voor juristen, 1998.
31. Mr. S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen, 1999.
32. Mr. M.L. Lennarts, Concernaansprakelijkheid, 1999.
33. Mr. M. Koelemeijer, Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen, 1999.
34. Mr. E.E.G. Gepken-Jager, Vertegenwoordiging bij NV en BV, 2000.
35. Peter van Schilfgaarde Select, 2000.
36. Prof. mr. J.W. Winter, mr. J.W.G. Vink, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. mr. S.E. Eisma, prof. mr. S. Perrick, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. L. Timmerman, De beursvennootschap, 2001.
37. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking, 2001.
38. Mr. Th. Groenewald, Doeloverschrijding bij NV en BV, 2001.
39. Mr. G.N.H. Kemperink, Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten, 2002.
40. Mr. L.J. Hijmans van den Bergh, prof. mr. Gerard van Solinge, mr. T. de Waard, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.J. de Kluiver, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. E.D.G. Kiersch, prof. Jonathan Rickford, Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, 2003.
41. Marius Josephus Jitta, Vino Timmerman, Guus Kemperink, Richard Norbruis, Anthony Driessen, Peter van der Zanden en HuubWillems, The Companies and Business Court from a comparative law perspective, 2003.
42. Mr. B. Bier, Uitkeringen aan aandeelhouders, 2003.
43. Mr. M. Meinema, Dwingend recht voor de besloten vennootschap, 2003.
44. LT, Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman, 2003.
45. Mr. M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, 2004.
46. Mr. P.G.F.A. Geerts, Enkele formele aspecten van het enquêterecht, 2004.
47. Mr. M.L. Lennarts en mr. J.N. Schutte-Veenstra, Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht, 2004.
48. Mr. K.I.J. Visser, Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam, 2004.
49. Mr. J.G. Groeneveld-Louwerse, Publieke wenselijkheid of private beleidsvrijheid, 2004.
50. Mr. Hanny Schutte-Veenstra, mr. Hylda Boschma, prof. mr. Marie-Louise Lennarts, Alternative systems for capital protection 2005.

51. Prof. mr. Peter van Schilfgaarde, mr. Hanny Schutte-Veenstra, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. L. Timmerman, mr. Brian Mezas, prof. mr. Jan Berend Wezeman, mr. Ellen Kiersch, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. Harm-Jan de Kluiver, Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, 2005.
52. Mr. S. Parijs, Fairness opinions and liability, 2005.
53. Mr. J.B.W.M. Kemperink, Vraagstukken rond (terug)storting op nv/bv-aandelen en van coöperatierecht, 2006.
54. Mr. A. Haan-Kamminga, Supervision on takeover bids, 2006.
55. Mr. dr. H.H. Voogsgeerd, Corporate Governance Codes, Markt- of rechtsarrangement?, 2006.
56. Xiaoning Li, A comparative study of shareholders' derivative actions, 2007.
57. Prof. mr. Hans Beckman, mr. Herman L. Kaemingk, mr. drs. Charles Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. A.F. Verdam, prof. mr. Maarten Kroeze, prof. mr. Jan Berend Wezeman, mr. Barbara Bier, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. M.W. den Boogert, De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, 2007.
58. Mr. M.A. Verbrugh, Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers, 2007.
59. Mr. drs. B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, 2007.
60. Mr. A.G.H. Klaassen, Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders, 2007.
61. Mr. M.L.H. Reumers, Samengevoegde afwikkeling van faillissementen, 2007.
62. Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert, 2008.
63. Mr. S.N. de Valk, Aansprakelijkheid van leidinggevenden. Naar privaatrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke maatstaven, 2009.
64. Mr. A. van der Krans LLM, De virtuele aandeelhoudersvergadering, 2009.
65. Prof. dr. K. Cools RA, mr. P.G.F.A. Geerts, prof. mr. M.J. Kroeze, mr. drs. A.C.W. Pijls, Het recht van enquête, een empirisch onderzoek, 2009.
66. Prof. dr. Thomas Blanke, dr. Edgar Rose, dr. Herman Voogsgeerd, prof. dr. Wijnand Zondag, Recasting Worker Involvement?, 2009.
67. Prof. mr. M.J. Kroeze, dr. E.M.H. Hirsch Ballin, dr. A.H.G Rinnooy Kan, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. M. van Olffen, mr. M. Holtzer, prof. dr. M. Wyckaert, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. M.L. Lennarts, mr. P.D. Olden, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Bestuur en toezicht, 2009.
68. Mr. H. Koster, De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief, 2009.
69. Mr. F. Veenstra, Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht, 2010.
70. Mr. B. Snijder-Kuipers, Omzetting als rechtsvormwijziging, 2010.
71. Europees ondernemingsrecht: 50 jaar na Sanders' Europese NV, 2010.
72. Mr. P.P. de Vries, Exit rights of minority shareholders in a private limited company, 2010.
73. Mr. D.A.M.H.W. Strik, Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid, 2010.
74. Mr. J.B.S. Hijink, Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, 2010.
75. Mr. J.B.S. Hijink en mr. M.A. Verbrugh e.a., Grensoverschrijdend ondernemen na Cartesio, 2010.
76. Prof. mr. B.F. Assink e.a., Evolutie van het bestuurdersaansprakelijkheidsrecht, 2011.
77. Mr. T.E. Lambooy, Corporate Social Responsibility, 2010.
78. Mr. H.M. Punt, Het vennootschapsrecht van Holland, 2010.
79. Mr. M.J. van Ginneken, Vijandige overnames, 2010.

80. Prof. mr. M.J. Kroeze, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. B.F. Assink, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L.G. Verburg, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, mr. drs. H.H. Kersten, prof. mr. W.J.M. van Veen, mr. P. Glazener, prof. mr. H. Beckman, SamenWerken in het ondernemingsrecht, 2011.
81. Mr. drs. I.S. Wuisman, Een Nederlandse personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid: wenselijk?, 2011.
82. Qiuju Wang, Exit remedies for minority shareholders in close companies, 2011.
83. Mr. M. Mussche, Vertrouwen op informatie bij bestuurlijke taakvervulling, 2011.
84. Prof. mr. L. Timmerman, Harry Honée-bundel, 2011.
85. Mr. W.J.L. Calkoen, The One-Tier Board in the changing and converging world of corporate governance, 2012.
86. Mr. J.G.C.M. Galle, Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research, 2012.
87. Mr. drs. T.M.C. Arons, Cross-border enforcement of listed companies' duties to inform, 2012.
88. Mr. M.C. Schouten, The Decoupling of Voting and Economic Ownership, 2012.
89. Mr. A.J.M. Klein Wassink, Toetsing van besluiten in het rechtspersonenrecht, 2012.
90. Mr. drs. N.J.M. van Zijl, The Importance of Board Independence – A Multidisciplinary Approach, 2012.
91. Mr. A.J.P. Schild, De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht, 2012.
92. Mr. G.N.H. Kemperink, Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen, 2013.
93. Mr. A.J.S.M. Tervoort, Het bestuursverbod bij de commanditaire vennootschap, 2013.
94. Mr. J.M. de Jongh, Tussen *societas* en *universitas*, De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief, 2014.
95. Mr. M. Holtzer, De invloed van werknemers op de strategie van de vennootschap, 2014.
96. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.E. Boschma, prof. mr. J.B.S. Hijink, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. J.H.M. Willems, prof. dr. J.A. van Manen RA, mr. A.R.J. Croiset van Uchelen, mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. L. Timmerman, Ondernemingsrecht in tijden van crisis, 2014.
97. Mr. P.P.D. Mathey-Bal, De positie van de vennootschap onder firma. In civielrechtelijk, vennootschapsrechtelijk, publiekrechtelijk en Europeesrechtelijk perspectief, 2016.
98. Prof. mr. L. Timmerman, mr. dr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. dr. J.M. de Jongh, mr. dr. C.H.C. Overes, mr. dr. A.J.S.M. Tervoort, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. B.F. Assink, prof. mr. J.B.S. Hijink, prof. mr. J.H.M. Willems, Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht, 2016.
99. De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman, ter gelegenheid van zijn 65ste verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, 2015.
100. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht, 2016.
100a. Bacchus Rietveld, Glimlachjes en andere weemoedigheden, 2019.
101. Mr. drs. N.T. Pham, Directors' liability. A legal and empirical study, 2017.
102. Mr. Chr.M. Stokkermans, Sleutels voor personenvennootschapsrecht, 2017.
103. Mr. F.G.K. Overkleeft, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, 2017.
104. Prof. mr. B.F. Assink, mr. M.J. van Ginneken, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort (Red.), De vele gezichten van Maarten Kroeze's 'bange bestuurders', 2017.
105. Mr. F. Eikelboom, De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure, 2017.
106. Mr. C.E.J.M. Hanegraaf, Art. 2:11 BW, doorgeefluik van bestuurdersaansprakelijkheid. Hoe diep kan een bestuurder vallen?, 2017.

107. Mr. dr. A.J.S.M. Tervoort, prof. mr. Bastiaan F. Assink, mr. dr. P.P. de Vries, prof. mr. M.L. Lennarts, mr. P. Schütte, prof. mr. C.A. Schwarz, mr. M.H.C. Sinninghe Damsté, prof. mr. W.J.M. van Veen, mr. dr. B. Snijder-Kuipers, Familievennootschappen, 2017.
108. Mr. W.A. Westenbroek, Bestuurdersaansprakelijkheid en ernstig verwijt in theorie, 2017.
119. Mr. drs. R.E. van Lambalgen, State aid to banks, 2018.
110. Prof. mr. H.E. Boschma, prof. mr. M.L. Lennarts, prof. mr. J.N. Schutte-Veenstra, dr. K. van Veen, Evaluatie Wet bestuur en toezicht, 2018.
111. Mr. A. Argyrou, Social enterprises in the EU: Law in promoting stakeholder participation in social enterprises, 2018.
112. Mr. M.J. van Uchelen-Schipper, De rol en positie van de raad van toezicht van de stichting, 2018.
113. Mr. E.C.H.J. Lokin, De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen, 2018.
114. Mr. E.V.A. Eijkelenboom, Vertrouwen voorop. Een onderzoek naar kwaliteitsbevorderende wetgeving voor Nederlandse accountantsorganisaties, 2019.
115. Mr. B. Kemp, mr. dr. H. Koster & prof. mr. C.A. Schwarz (red.), De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang, 2019.
116. Mr. drs. E.C.A. Nass, Groepsregime, jaarrekening en 403-aansprakelijkheid, 2019.
117. Mr. dr. M.Y. Nethe (Red.), prof. dr. H. de Wulf, mr. dr. J. Barneveld, mr. dr. D.A.M.W.H. Strik, prof. mr. J.N. Schutte-Veenstra, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. dr. M. Wyckaert, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. dr. F.G.K. Overkleeft, mr. A.F.J.A. Leijten, Ondernemingsrecht in de lage landen, 2020.
118. Mr. A.C. Faber, Onmiddellijke voorzieningen en hun externe werking, 2020.
119. Prof. mr. L. Timmerman & mr. Chr.M. Stokkermans, Oprichten zonder omwegen. Digitalisering en fraudebestrijding als *game changers* voor de oprichtingsprocedures van vennootschappen, 2020.
120. Mr. S.B. Garcia Nelen, De beursvennootschap, corporate governance en strategie, 2020.

Het Instituut voor Ondernemingsrecht is een wetenschappelijk studiecentrum op het gebied van het rechtspersonenrecht, ondernemingsrecht en effectenrecht van de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Rijksuniversiteit Groningen en de Erasmus Universiteit Rotterdam. Het staat onder leiding van Bastiaan Assink, Hylda Boschma, Marnix van Ginneken, Maarten Kroeze, Loes Lennarts, Hanny Schutte-Veenstra, Kid Schwarz, Maarten Verbrugh, Hélène Vletter-van Dort en Jan Berend Wezeman.

Het bestuur van een beursvennootschap heeft een grote vrijheid (en verantwoordelijkheid) om zelfstandig de strategie te bepalen. Deze strategie dient gericht te zijn op het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming en langetermijnwaardecreatie. Daarbij wordt rekening gehouden met de belangen van stakeholders. De belangen van aandeelhouders spelen hierbij in beginsel geen doorslaggevende rol. Dit stakeholdermodel is het resultaat van een lange ontwikkeling die zich veelal heeft afgespeeld op het terrein van corporate governance, waarbij open normen zijn ingekleurd in jurisprudentie en codes. In tegenstelling tot het governancemodel, is het wettelijke vennootschapsmodel nog gebaseerd op de gedachte dat de algemene vergadering de hoogste macht vormt binnen de vennootschap. Dit leidt ertoe dat bestuurders voor hun aanblijven en voor het uitvoeren van de strategie veelal afhankelijk zijn van de aandeelhouders, die over belangrijke zeggenschapsrechten beschikken. Aandeelhoudersbelangen zijn daarom bij uitstek relevant voor een succesvolle uitvoering van de strategie. Dit kan leiden tot een gespannen verhouding tussen het Nederlandse vennootschapsmodel en het governancemodel.

Dit boek beschrijft op welke wijze de machtsverhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering tot stand is gekomen, de relatie met ontwikkelingen op het gebied van corporate governance, en op welke wijze die machtsverhouding invloed heeft op de strategie, in theorie en praktijk. De studie biedt ook inzichten en uitgangspunten voor een heroverweging van het NV-recht om het vennootschapsmodel meer in lijn te brengen met het governancemodel.

WWW.WOLTERSKLUWER.NL

9 789013 160192

Wolters Kluwer