

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

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 fundamenteën 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	1
1.2	15
1.3	16
1.3.1	16
1.3.2	24
1.4	28
Hoofdstuk 2. Historische ontwikkeling van de machtsverhoudingen tussen bestuur en AV	31
2.1	32
2.2	38
2.3	41
2.4	46
2.5	54
2.6	59
2.7	62
2.8	63
2.9	66
Hoofdstuk 3 Het huidige model van de NV en de beursvennootschap	69
3.1	69
3.1.1	69
3.1.2	71
3.1.3	75
3.1.4	77
3.2	82
3.3	90
3.4	103
3.4.1	103
3.4.2	104
3.4.3	110

INHOUD

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

INHOUD

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 beursvennootschappen	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

INHOUD

7.4.1	Aanpassing van de huidige rechtsvorm van de kapitaalvennootschap	356
7.4.2	Verantwoording aan aandeelhouders?	366
7.4.3	De stakeholdervenootschap; 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 governance model (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 2-1** 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).

HOOFDSTUK 1

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 1929⁶ – 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 rechtspersoonvormen 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 bedoeld 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 hoofdttekst 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.

HOOFDSTUK 1

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 governance-regels 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*.

HOOFDSTUK 1

“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

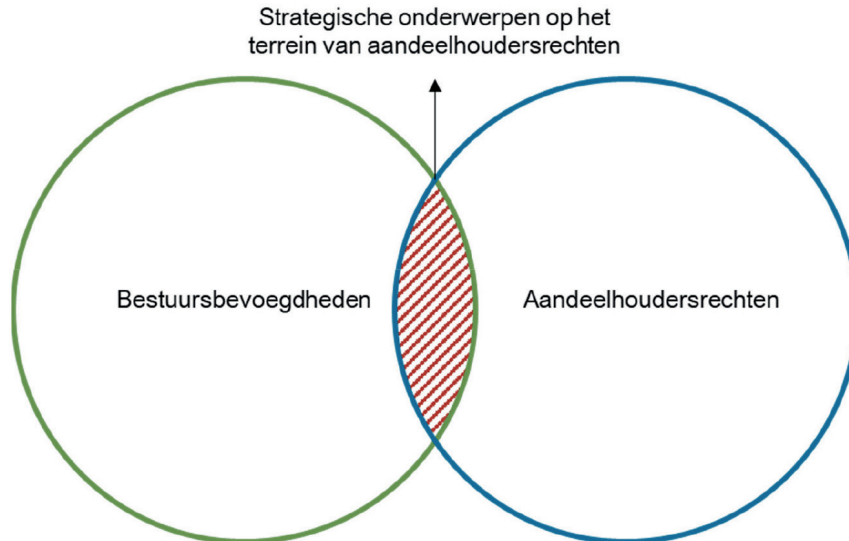
HOOFDSTUK 1

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.

HOOFDSTUK 1

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