



Aandeelhoudersactivisme in perspectief

‘Vennootschapsrechtelijk onderzoek naar de oorzaak en het beperken van
ongewenst aandeelhoudersactivisme bij beursvennootschappen’

M.J.C. van Falier
Faculteit Rechtswetenschappen
Master Rechtsgeleerdheid
ANR: 858025

Begeleider: mr. G.J.H van der Sangen

Aandeelhoudersactivisme in perspectief

**‘Vennootschapsrechtelijk onderzoek naar de oorzaak en het beperken van
ongewenst aandeelhoudersactivisme bij beursvennootschappen’**

Academische masterthesis

**M.J.C. van Falier
Faculteit Rechtswetenschappen
Master Rechtsgeleerdheid
ANR: 858025**

Begeleider: mr. G.J.H van der Sangen

Voorwoord

Het afronden van een masterthesis voelt hetzelfde als het afronden van een vak met een voldoende: er gaat veel tijd en energie inzitten en als het proces ten einde is wordt de achtbaan van emoties waar je doorheen bent gegaan snel vergeten. Het schrijven van deze thesis heeft uiteindelijk meer tijd in beslag genomen dan ik vooraf had kunnen bedenken. Het was echter een bewuste keuze om net zo lang door te gaan totdat er een eindresultaat lag waar ik trots op kon zijn. Geen concessies, een gevoel dat mij tijdens mijn studie wel eens parten heeft gespeeld. Aandeelhoudersactivisme bestaat uit zoveel verschillende facetten dat het onderwerp nooit saai wordt. Ik kan derhalve oprecht zeggen dat ik het proces van onderzoek en schrijven als leuk heb ervaren. Het goochelen met tijd soms wat minder, maar ook dat is een leerzaam proces.

Het schrijven van deze masterthesis betekent tegelijkertijd het einde van mijn studententijd. Een tijd waar ik bijzonder van heb mogen genieten, maar inmiddels bestaat er ook de behoefte om verder te gaan. Inzicht ligt aan de basis van persoonlijke groei en mijn studententijd heeft daar in de vorm van bestuurswerk, verschillende commissies en het 'stuurkje' zijn bij Vidar zeker aan bijgedragen. Bovenal heb ik bijzondere ervaringen en een aantal waardevolle vriendschappen aan mijn studententijd overgehouden. Naast mijn studie heb ik daarnaast het geluk gehad om relevante werkervaring op te doen bij Focus-Gerechtsdeurwaarders. Zowel op juridisch als op persoonlijk vlak heb ik hier veel mogen leren en daar ben ik mevrouw W. van Beurden erg dankbaar voor.

Het zijn de mensen in je directe omgeving die het leven kleur en betekenis geven. Om deze reden wil ik een aantal mensen in het bijzonder bedanken. Als eerste mijn familie. Mijn ouders die mij - ondanks de eigenschap om altijd een andere route te willen bewandelen - altijd steunen. In het bijzonder wil ik ook mijn broer bedanken. Zijn geloof in alles wat ik doe en zijn bereidheid om mij, maar ook anderen, ten allen tijde te helpen is bewonderenswaardig te noemen. Daarnaast wil ik ook mijn vrienden en huisgenoten bedanken voor hun steun en begrip voor het feit dat mijn sociale leven lange tijd nagenoeg stil stond. Dank voor alle bemoedigende woorden op de momenten dat de moed me in de schoenen zakte.

Tot slot wil ik als vanzelfsprekend ook mr. G.J.H. van der Sangen bedanken voor de begeleiding bij dit proces. Ik wil u bedanken voor uw geduld. Ik kon naar Australië gaan zonder dat u het vertrouwen verloor dat ik deze scriptie tot een goed einde zou brengen. Ik dank u ook voor de gesprekken waarin u mij tot andere inzichten bracht en motiveerde om nog dieper op de stof in te gaan.

Tilburg, juli 2012,

Marinka van Falier

Samenvatting

Aanleiding voor dit onderzoek is de kredietcrisis die zowel in de media als in de literatuur in verband werd gebracht met het sinds de jaren '80 toegenomen aandeelhoudersactivisme. De vraag die mijn intrigeerde was hoe het vennootschapsrecht eraan heeft bijgedragen dat activistische aandeelhouders in toenemende mate in staat bleken te zijn om met succes het beleid en de strategie van de Raad van Bestuur ter discussie te stellen. Zo stonden activistische aandeelhouders aan de voet van de nationalisering van ABN Amro. De samenhangende vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden is de tweede stap die onderzocht is.

Uit het onderzoek komt naar voren dat er twee vennootschapsrechtelijke hoofdfacetten zijn aan te wijzen die ten grondslag hebben gelegen aan het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Het eerste facet ligt gelegen in de aard en functionaliteit van wet- en regelgeving. Zo heeft de uitbreiding van aandeelhoudersrechten in de nasleep van de boekhoudkundige schandalen, waarvan Enron het meest bekende voorbeeld, een belangrijke rol gespeeld. Op nationaal niveau zorgde voornamelijk de wijziging van de structuurregeling en de komst van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code - gekenmerkt door interpretatiegevoelige best practice bepalingen en principes - voor een uitbreiding van aandeelhoudersrechten. De reactie op Europees niveau kenmerkte zich door een stortvloed van richtlijnen die gekenmerkt werden door zowel vennootschapsrechtelijke als effectenrechtelijke regelingen. De cumulatie van Europese en nationale wet- en regelgeving zorgde voor een diffuus systeem die aandeelhouders de macht gaf om met succes het beleid en de strategie van de Raad van Bestuur ter discussie te stellen.

Het tweede facet wordt gevormd door het unieke Nederlandse enquêterecht. Onder de noemer 'gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid' was het voor activistische aandeelhouders relatief eenvoudig om de strategie en het beleid van de Raad van Bestuur aan te vechten bij de Ondernemingskamer. De inconsistente motivering van de Ondernemingskamer droeg bij aan het eroderende systeem van bestuursautonomie.

Het tweede deel van het onderzoek wordt gevormd door de vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden. Op basis van een rechtsvergelijkend onderzoek met de VS is naar voren gekomen dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door een duidelijkere dichotomie aan te brengen tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht. Dit brengt mede met zich mee dat er een accentverschuiving plaatsvindt om de positie van de aandeelhouder te beschermen. Door het accent te leggen op het effectenrechtelijke disclosurestelsel kan voorkomen worden dat vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten ingezet worden als middel om de strategie en het beleid van de Raad van Bestuur ter discussie te stellen.

De Raad van Bestuur heeft daarnaast de taak om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders. Naar voren komt dat de Raad van Bestuur onder bepaalde omstandigheden gerechtigd is om beschermingsconstructies te activeren, indien de beursvennootschap doelwit is van activistische aandeelhouders. De rechtmatigheid hiervan kan getoetst worden door de RNA-norm, thans alleen van toepassing bij vijandige overnames, overeenkomstig van toepassing te verklaren op het activeren van beschermingsconstructies onder activistische omstandigheden.

Inhoudsopgave

Voorwoord	I
Samenvatting	II
Inhoudsopgave	III
Lijst van Afkortingen	IV
Hoofdstuk I Inleiding	1
1.1. Onderwerp	1
1.2. Leeswijzer	2
1.3. Methode van onderzoek	2
Hoofdstuk II Aandeelhoudersactivisme	3
2.1. Inleiding	3
2.2. Jaren '70: afbrokkelende invloed van de AvA	3
2.3. Jaren '80: de aandeelhouder laat van zich horen	4
2.4. Jaren '90: herhaling van argumenten	5
2.5. De aandeelhouder krijgt zijn zin	6
2.6. Overlappend Europa	7
2.7. De activistische aandeelhouder in optima forma	8
2.7.1. <i>Hedge fondsen als nieuwe spelers op de markt</i>	9
2.7.2. <i>Intermezzo: enquêterecht als strijdmiddel van hedge fondsen</i>	10
2.7.3. <i>Nuancering</i>	11
2.8. Actualisering van de Code Tabaksblad, de oplossing?	13
2.9. Conclusie	14
Hoofdstuk III Het enquêterecht	16
3.1. Inleiding	16
3.2. Kort kader van het enquêterecht	16
3.3. Enquêterecht als strijdmiddel	17
3.3.1. <u>Aspect I: gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid</u>	18
3.3.1.2. <i>Geen duidelijke richtlijn</i>	19
3.3.1.3. <i>Een eigen interpretatie</i>	20
3.3.1.4. <i>Tussenconclusie</i>	22
3.3.2. <u>Aspect II: toetsing van het ondernemingsbeleid</u>	22
3.3.2.2. <i>Beschermingspreferente aandelen</i>	23
3.3.2.3. <i>De RvC als mediator</i>	24
3.3.2.4. <i>Toestemming van de AvA</i>	26
3.4. Business Judgement Rule	26
3.5. Conclusie	29

Hoofdstuk IV	Wetsvoorstel Corporate Governance	30
4.1.	Inleiding	30
4.2.	Achtergrond	30
4.3.	Meldingsplicht voor aandeelhouders en de intentie van aandeelhouders	32
4.3.2.	<i>Praktische uitwerking</i>	33
4.3.3.	<i>Tussenconclusie</i>	36
4.4.	Identificatie van aandeelhouders	36
4.4.2.	<i>Praktische uitwerking</i>	38
4.4.3.	<i>Tussenconclusie</i>	39
4.5.	Agenderingsrecht	40
4.5.2.	<i>Praktische uitwerking</i>	41
4.5.2.2.	<i>Responstijd</i>	43
4.5.2.3.	<i>Functie van de AvA</i>	44
4.6.	Conclusie	45
Hoofdstuk V	Beperken van ongewenst aandeelhoudersactivisme	46
5.1.	Inleiding	46
5.2.	Het agency probleem verder uitgediept	46
5.2.2.	<i>Beleggersbescherming in de Verenigde Staten</i>	48
5.2.3.	<i>Beleggersbescherming in Europa</i>	49
5.2.4.	<i>Scheiding en toezicht</i>	51
5.2.5.	<i>Investor relations als oplossing: een andere wending</i>	53
5.2.6.	<i>Tussenconclusie</i>	54
5.3.	Bescherming tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme	54
5.3.2.	<i>Vraagstuk met betrekking tot de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies</i>	55
5.3.3.	Toelaatbaarheid van beschermingsconstructies	56
5.3.4.	<u><i>Beschermingsconstructies in het licht van preventie: onder welke omstandigheden</i></u>	58
5.3.4.1.	<i>Reële bedreiging</i>	58
5.3.4.2.	<i>Adequate en proportionele reactie</i>	59
5.4.	Conclusie	60
Hoofdstuk VI	Conclusies en aanbevelingen	62
6.1.	Inleiding	62
6.2.	Conclusie en nabespreking	62
6.3.	Aanbevelingen	65
6.3.1.	<i>Heroverweging van het enquêterecht en invoering van de BJR</i>	65
6.3.2.	<i>Heroverweging van het wetsvoorstel Corporate Governance</i>	65
6.3.3.	<i>Verder onderzoek naar het aanbrengen van een duidelijke dichotomie tussen het effectenrecht en vennootschapsrecht</i>	66
6.3.4.	<i>De RNA-norm overeenkomstig van toepassing verklaren op het activeren van beschermingsconstructies onder activistische omstandigheden</i>	66

Lijst van aangehaalde literatuur

I.	Preadviezen	67
II.	Bijdragen in boeken	68
III.	Oraties en dissertaties	68
IV.	Artikelen	70
V.	Adviezen en rapporten	71
VI.	Jurisprudentie	73
VII.	Parlementaire stukken	73
	a. Kamerstukken II	73
	b. Kamerstukken I	74
VIII.	Elektronische bronnen	74

Lijst van afkortingen

AEX	Amsterdam Euronext Exchange
AFM	Autoriteit Financiële Markten
art.	artikel
AvA	Algemene Vergadering van Aandeelhouders
BAvA	Bijzondere Algemene Vergadering van Aandeelhouders
BJR	Business Judgement Rule
FSAP	Financial Services Action Plan
HLG	EU High Level Group of Company Law Experts
HR	Hoge Raad
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
MCCG	Monitoring Commissie Corporate Governance
MvT	Memorie van Toelichting
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OK	Ondernemingskamer
RvB	Raad van Bestuur
RvC	Raad van Commissarissen
SA'33	Securities Act van 1933
SEA'34	Securities Exchange Act van 1934
SEC	Securities Exchange Commission
SER	Sociaal Economische Raad
SOx	Sarbanes Oxly Act
TCI	Hedge fonds The Children's Investment Fund
VEB	Vereniging van Effectenbezitters
VEH	Stichting Vereniging voor de Effectenhandel
VEUO	Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen
VS	Verenigde Staten
WFT	Wet Financieel Toezicht

Hoofdstuk I: Inleiding

1.1. Onderwerp

De val van Lehman Brothers in de herfst van 2008 leidde tot wantrouwen in de bancaire wereld.¹ Onduidelijkheid over welke banken zouden worden getroffen in verdere afschrijvingen op de activa en met welke omvang, zorgde ervoor dat banken elkaar onderling niet meer vertrouwden.² Dit wantrouwen sloeg uiteindelijk ook over op aandeelhouders die de waarde van banken niet meer goed konden inschatten, met een neergang van de aandelenkoersen als gevolg.³ Centrale banken reageerden door het bieden van liquiditeitssteun en overheden zagen geen andere optie dan nationale banken overeind te houden middels kapitaalinjecties en in sommige gevallen een overname.⁴ Illustratief voor Nederland waren de kapitaalinjecties in ING, SNS Reaal en de nationalisering van ABN Amro. De Nederlandse economie kwam als gevolg van de kredietcrisis onder druk te staan en een officiële recessie volgde.

Zowel in de media als in de literatuur werd de kredietcrisis in verband gebracht met het sinds de jaren '80 toegenomen aandeelhoudersactivisme.⁵ Aandeelhouders bleken in toenemende mate in staat te zijn om invloed uit te oefenen op de Raad van Bestuur (RvB), strategie en het beleid van de beursvennootschap.⁶ Het leek erop dat de RvB werd gedwongen korte termijn belangen in de vorm van aandeelhouderswinst te laten prevaleren boven de lange termijn strategie van de beursvennootschap, waarbij vooral met een verwijtende vinger werd gewezen naar zogenoemde hedge fondsen.⁷

De centrale vraag die gesteld kan worden is hoe we in Nederland in de loop der tijd van een passief geachte aandeelhouder naar een 'overactieve' aandeelhouder zijn gegaan die met succes koerswijzigingen binnen de beursvennootschap wist af te dwingen.

De eerste aanwijzing kan gevonden worden door een historische blik te werpen op de evolutie van aandeelhoudersrechten en de wijze waarop aandeelhouders hun rechten uitoefenden. Vooral hedge fondsen bleken in staat te zijn om ter realisatie van hun doelstellingen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht op te zoeken.

De tweede aanwijzing kan gevonden worden in het unieke Nederlandse enquêterecht. Dit recht werd voor activistische aandeelhouders een extra strijdmiddel om de beursvennootschap te dwingen over te gaan tot een ander beleid of strategie die meer conform de wens van de aandeelhouder was.⁸ In de literatuur is de bal opgeworpen of er, met het oog op de aangekondigde wetswijziging en met een aantal geruchtmakende rechtszaken in het achterhoofd, niet beter aansluiting gezocht kan worden met de in Delaware toegepaste Business Judgement Rule.⁹

De derde aanwijzing betreft de effectiviteit van wetgeving. Naar aanleiding van vragen uit het kabinet over het toegenomen aandeelhoudersactivisme werd door de Monitoring Commissie Corporate Governance een advies uitgebracht. De hierin vervatte voorstellen vormde de aanleiding voor het wetsvoorstel 'wijziging van de wet op het financieel toezicht, de wet giraal effectenverkeer en het burgerlijk wetboek naar aanleiding van het advies van de

¹ Lehman Brothers was een financiële dienstverlener en verloor in september 2008 op één dag ongeveer 40% van haar beurswaarde. Assink 2009, p. 25.

² Idem.

³ Idem.

⁴ Idem.

⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 161.

⁶ SER 2008, bijlage 8d, p. 6.

⁷ Idem.

⁸ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 161.

⁹ Wetsvoorstel tot wijziging van het enquêterecht. Zie ook Kamerstukken 2007/08, 29 752, nr. 8.

Monitoring Commissie Corporate van 30 mei 2007'. De val van het kabinet in 2010 en mei 2012 heeft een vertragend effect gehad op de totstandkoming van wetgeving. Over voormeld wetsvoorstel kan gemeld worden dat de plenaire behandeling door de Tweede Kamer inmiddels is afgerond en in gewijzigde vorm is voorgelegd aan de Eerste Kamer. De nimmer stilstaande economie in combinatie met de traagheid van het wetgevingsproces leidt tot de vraag wat vandaag de dag de uitwerking zou zijn van het wetsvoorstel en of deze, op grond van de bevindingen, effectief is om ongewenst aandeelhoudersactivisme tegen te gaan.

Tot slot kan de vraag gesteld worden hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme in de toekomst beperkt kan worden, waarbij er met een kritische blik gekeken dient te worden naar alle bovengenoemde factoren.

Het bovenstaande leidt tot de volgende hoofdvraag:

Welke facetten binnen het vennootschapsrecht hebben ertoe geleid dat activistische aandeelhouders in toenemende mate in staat blijken te zijn om invloed uit te oefenen op de beursvennootschap en hoe kan ongewenst aandeelhoudersactivisme in de toekomst beperkt worden?

1.2. Leeswijzer

Hoofdstuk I dient als inleidend hoofdstuk.

In *hoofdstuk II* zal de vraag centraal staan welke economische, maatschappelijke en politieke factoren hebben bijgedragen aan een toename van het aandeelhoudersactivisme. Daarnaast zal de kritiek die geuit is op hedge fondsen geanalyseerd worden.

In *hoofdstuk III* staat de relatie tussen activistische aandeelhouders en het enquêterecht centraal. Aan de orde komt hoe het enquêterecht zich in de loop der jaren heeft ontwikkeld als ultiem wapen voor aandeelhouders, hoe de Hoge Raad de balans hersteld heeft en of er bij de wijziging van het enquêterecht aansluiting gezocht moet worden bij de Business Judgement Rule.

In *hoofdstuk IV* zal de effectiviteit van het wetsvoorstel '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 van 30 mei 2007' beoordeeld worden en zal er een antwoord gegeven worden op de vraag of het wetsvoorstel effectief is om ongewenst aandeelhoudersactivisme tegen te gaan.

In *hoofdstuk V* zal gekeken worden hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme in de toekomst beperkt kan worden. Op grond van de bevindingen van de voorgaande hoofdstukken volgt een kritische evaluatie van het huidige systeem en volgen aanbevelingen voor de toekomst.

In *hoofdstuk VI* worden de conclusies en aanbevelingen op grond van de voorgaande hoofdstukken gepresenteerd.

1.3. Methode van onderzoek

Deze scriptie is geschreven aan de hand van een literatuuronderzoek. Het uitermate dynamische karakter van het vennootschapsrecht daagt uit tot veel interessante discussies met uiteenlopende opinies. In het verlengde hiervan is een bepaalde mate van waakzaamheid vereist bij het bestuderen van de veelvoud aan literatuur die er over het onderwerp 'aandeelhoudersactivisme' is te vinden. Veel stellingen zijn inmiddels achterhaald, bijgesteld door de schrijver zelf of bepleiten een ongenueanceerde mening. Bij het schrijven van deze scriptie heb ik getracht mijn mening zo veel mogelijk wetenschappelijk te onderbouwen.

Hoofdstuk II: Aandeelhoudersactivisme

2.1. Inleiding

Een verklaring voor het toegenomen aandeelhoudersactivisme kan onder andere gevonden worden in de rechten die aandeelhouders toekomen, alsmede de wijze waarop zij hiervan gebruik weten te maken. Een historische blik op de evolutie van aandeelhoudersrechten leert dat deze zich als een golf door de tijd heeft bewogen, waarbij inperking en verruiming elkaar onder invloed van maatschappelijke, economische en politieke factoren afwisselden. Sinds de jaren '80 hebben aandeelhouders zowel de wetgever als de beursvennootschappen onder druk gezet om de voor het Nederlandse vennootschapsrecht kenmerkende beschermingsconstructies en oligarchische regelingen neer te halen en pleitte zij daarnaast voor een versterking van hun positie.¹⁰ Het waren vooral de hedge fondsen die in staat bleken te zijn om op lucratieve wijze gebruik te maken van de rechten die het Nederlandse vennootschapsrecht bood en diens activiteiten kwamen dan ook hevig ter discussie te staan. Centraal in dit hoofdstuk staan de economische, maatschappelijke en politieke factoren die hebben bijgedragen aan het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Daarnaast wordt er gekeken wat de invloed van hedge fondsen is geweest op Nederlandse beursvennootschappen en of de kritiek die geuit is op hun activiteiten terecht is.

2.2. Jaren '70: afbrokkelende invloed van de AvA

Bij de herziening van het Wetboek van Koophandel (1814) in 1928 werden de kernbevoegdheden van de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA) voor de eerste maal (dwingendrechtelijk) wettelijk omschreven.¹¹ Een Raad van Commissarissen (RvC) was destijds een facultatieve keuze die werd overgelaten aan de beursvennootschap. In de jaren '70 werden de kernbevoegdheden van de AvA, zoals benoeming/schorsing/ontslag van bestuurders en de vaststelling van de jaarrekening overgeheveld naar de RvC.¹²

De structuur van vooral grote beursvennootschappen veranderde aan het begin van de twintigste eeuw van hun traditionele vorm – waarbij eigendom en bestuur van de beursvennootschap inherent waren aan elkaar (directeur-grootaandeelhouder) – naar een vorm waarbij er sprake was van 'separation of ownership from control'.¹³ De strikte scheiding tussen de persoon de manager en de verschafter van het kapitaal bood beursvennootschappen de mogelijkheid om verschillende investeerders aan te trekken.¹⁴ De keerzijde van de medaille was een versnippering van het aandeelhouderskapitaal en een afname van de invloed van de AvA.¹⁵

In de jaren '70 zou de invloed van de AvA nog verder afnemen door een inperking van diens bevoegdheden. Deze inperking vond plaats tegen de achtergrond van de studentenprotesten, de opstanden in verschillende (Europese) steden eind jaren '60 en de

¹⁰ Het Nederlandse vennootschapsrecht kent van oudsher oligarchische constructies welke de zeggenschap van aandeelhouders beperken ten gunste van andere bij de vennootschap betrokken personen. Denk bijvoorbeeld aan familiebeursvennootschappen zoals Heineken. Door in de statuten van Heineken één of meer oligarchische constructies op te nemen kan de familie-invloed in belangrijke mate gewaarborgd worden. Daarnaast kent Nederland verschillende beschermingsconstructies zoals certificering van aandelen, prioriteitsaandelen, preferente aandelen, stemrechtbeperking en volmachtbeperking. Schwarz & Wessels 1992, p. 158. Peij 2007, p. 148.

¹¹ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 5.

¹² Idem.

¹³ Raaijmakers 2006, p. 310.

¹⁴ Feenstra 2010, p. 20.

¹⁵ Idem.

opkomst van vakbewegingen.¹⁶ De maatschappelijke veranderingen vereiste dat ook de beursvennootschappen in een meer sociaal-economisch kader geplaatst diende te worden, waarbij de centrale behoefte bestond uit meer transparantie omtrent de vennootschappelijke verhoudingen en een zekere zeggenschap van werknemers in de beursvennootschap.¹⁷ Tegenover de afstandelijk geachte aandeelhouder werd de toegewijde werknemer geplaatst wiens positie binnen de beursvennootschap een gelijkwaardige invloed rechtvaardigde (employee orientation).¹⁸

Om gehoor te geven aan de maatschappelijke geluiden werd op 6 april 1964 in dit kader ‘de commissie herziening ondernemingsrecht’ ingesteld onder leiding van P. Verdam (commissie Verdam).¹⁹ De vervatte voorstellen in het in november 1964 gepubliceerde rapport vormde de aanleiding voor een onderzoek van de SER, welke uiteindelijk in 1969 met haar eindverslag kwam.²⁰ Het advies van de commissie Verdam, de SER en de commissie Vennootschapsrecht vormde uiteindelijk de basis voor de brede herziening van het vennootschapsrecht in 1971.²¹ Hieronder viel o.a. een herziening van het enquêterecht en de invoering van de structuurregeling, ook wel ‘het wonder van Den Haag’ genoemd.²²

In het licht van medezeggenschap kregen vakorganisaties ter behartiging van de belangen van werknemers de mogelijkheid om van het enquêterecht gebruik te maken.²³ Daarnaast kreeg de Ondernemingskamer de bevoegdheid om, indien er sprake was van wanbeleid, eindvoorzieningen te treffen.²⁴

De structuurregeling, die in eerste instantie was ingevoerd als medezeggenschapsregeling, ‘in het bijzonder als gevolg van de gewijzigde positie van de maatschappij en de veranderende machtsverhouding binnen de onderneming’, betekende een inperking van de macht van de aandeelhouders door overheveling van bovengenoemde kernbevoegdheden van de AvA naar de RvC.²⁵ Een RvC werd verplicht gesteld voor beursvennootschappen met een bepaalde omvang, gemeten naar het aantal werknemers en geplaatst kapitaal.²⁶ De structuurregeling zou zich in de jaren ’80 eveneens ontwikkelen tot beschermingsconstructie.²⁷

2.3. Jaren ’80: de aandeelhouder laat van zich horen

De financiële markten werden vanaf de jaren ’80 geconfronteerd met een aanzienlijke toename van institutioneel aandelenbezit, buitenlandse beleggers en particuliere beleggers die ter behartiging van hun belangen de krachten bundelde in onder andere de VEB.²⁸ Institutionele beleggers gingen ter dekking van de eigen verplichtingen en ter verhoging van de eigen rendementen steeds vaker in zowel Nederlandse als buitenlandse aandelen beleggen.²⁹ Dit ging gepaard met groeiende zeggenschapsbelangen die zorgde voor een

¹⁶ Raaijmakers 2006, p. 315.

¹⁷ SER 1969, p. 5.

¹⁸ Raaijmakers 2006, p. 315.

¹⁹ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 7.

²⁰ Idem.

²¹ Idem.

²² Peij 2007, p. 155.

²³ Van der Sangen, 2004, p. 3.

²⁴ Idem.

²⁵ SER 1969, p. 5. Peij 2007, p. 156.

²⁶ Kamerstukken II 1998/99, 25 732, nr. 8, p. 4.

²⁷ Peij 2007, p. 156.

²⁸ Institutionele beleggers zijn pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, banken en beleggingsinstellingen. VEB staat voor Vereniging van Effectenbezitters. Abma 2006, p. 11. Raaijmakers & van der Schee 2010, p. 161.

²⁹ SER 2008, bijlage 8, p. 69.

beperking van de mogelijkheid om ‘snel’ uit de belegging te stappen.³⁰ Ter bewaking van de rendementen was het derhalve voor institutionele beleggers van belang om de RvB, de strategie en het beleid van de beursonderneming te monitoren en eventueel invloed hierop te kunnen uitoefenen.³¹ De van oudsher oligarchische regelingen en beschermingsconstructies vormden hierin een belemmering en met het oogmerk ‘om beleggen in Nederlandse aandelen aantrekkelijker te maken’ begonnen aandeelhouders de wetgever onder druk te zetten om meer rechten toe te kennen aan aandeelhouders, noteringseisen te wijzigen en een beperking van oligarchische regelingen (onder andere in de structuurregeling) en beschermingsconstructies door te voeren.³²

Een uitgebreid debat over beschermingsconstructies ontstond toen de Vereniging van Effectenhandel (VEH) in 1986 een commissie instelde onder leiding van Van der Grinten, die als taak had advies uit te brengen over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in Nederland.³³ In haar jaarverslag van 1987 had de VEH aangegeven ‘zich te willen bezinnen op de wenselijkheid c.q. toelaatbaarheid van het ongebreideld toepassen van beschermingsconstructies en met name de cumulatie daarvan’. De commissie Van der Grinten concludeerde dat er geen reden was om tot wijziging van de huidige regeling over te gaan.³⁴ De woordkeuze in het jaarverslag van 1987 laat al doorschemeren dat de uitkomst voor de VEH weinig bevredigend was en als reactie stelde zij alsnog zelf een rapport op waarin, in afwijking van het rapport van Van der Grinten, beperkingen van de beschermingsconstructies - in het bijzonder de cumulatie ervan - werden voorgesteld.³⁵ Als reactie op het rapport van de VEH was inmiddels de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) opgericht, waarvan de leden destijds goed waren voor 95% van de gehele beurswaarde van alle (Nederlandse) op de AEX beursgenoteerde fondsen.³⁶ De VEUO was opgericht om tegenwicht te bieden aan het rapport van de VEH en uiteindelijk kwamen beide partijen tot een consensus die resulteerde in bijlage X van het fondsenreglement (van kracht geworden in 1992).³⁷

2.4. Jaren ‘90: herhaling van argumenten

In de tweede helft van de jaren ‘90 ontstond het besef dat het inperken van de rechten van de AvA, ingezet in de jaren ‘70, een ongewenste marginalisatie van de rol van aandeelhouders binnen de beursvennootschap teweeg bracht.³⁸ Deze marginaliserende rol uitte zich in aanzienlijk absenteïsme op de AvA’s en er werd gesproken van een ongewenste verstoring van de balans tussen de verschillende actoren binnen de beursvennootschap.³⁹ Met het gegeven dat het in de toekomst door technologische middelen voor aandeelhouders mogelijk zou zijn om op laagdrempelige wijze te participeren in de besluitvorming van de beursvennootschap, ontstond een tegenbeweging.⁴⁰

³⁰ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 161.

³¹ Idem.

³² Schwarz & Wessels 1992, p. 156. Peij 2007, p. 148.

³³ Schwarz & Wessels 1992, p. 158. Zie in dit verband ook punt 2.28/2.29 in de conclusie van mr. E.M. Wesseling-Van Gent in de uitspraak Rodamco/North America, HR 18 april 2003, NJ 2003/280 en SER 2008, bijlage 8d, p. 70.

³⁴ Idem.

³⁵ Idem.

³⁶ Idem. Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, ‘Welkom’ <<http://www.veuo.nl/>>.

³⁷ Bijlage X van het Fondsenreglement kwam erop neer dat het gebruik, en met name de cumulatie van verscheidende beschermingsconstructies, door de beursvennootschap aan (voorzichtige) banden werd gelegd. Buijs 1998, p. 68.

³⁸ Assink & Strik 2009, p. 20.

³⁹ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 26.

⁴⁰ Assink 2009, p. 20.

Op 9 april 1996 werd de eerste Nederlandse Corporate Governance Commissie ingesteld onder leiding van J. Peters (commissie Peters) en deze had als taak ‘om te onderzoeken of het evenwicht tussen aandeelhouders, bestuur en toezicht houdbaar was tegen de achtergrond van de steeds verdergaande internationalisering’.⁴¹ Opmerkelijk is dat het instellen van de commissie Peters een uitvloeisel was van bovengenoemd akkoord tussen de VEUO en de VEH over beschermingsconstructies.⁴² Uiteindelijk werd geconcludeerd dat de huidige wettelijke basis in combinatie met de door de commissie Peters gedane veertig aanbevelingen voldoende basis bood om middels zelfregulering tot een verbeterde corporate governance te komen.⁴³ De aanbevelingen waren voornamelijk gericht op meer transparantie omtrent het gevoerde ondernemingsbeleid, de verantwoording hierover en het versterken van de positie van de aandeelhouder, zodat deze beter in staat zou zijn het beleid van de RvB, indien noodzakelijk, te corrigeren.⁴⁴ Kritisch bezien wijkt het argument van de ‘marginaliserende rol van de aandeelhouder’ niet af van de geluiden uit de jaren ’80 over de versterking van de positie van de aandeelhouder. Daarnaast kan opgemerkt worden dat het begrip ‘corporate governance’ in de jaren ’90 in één keer een ‘hot item’ werd, maar zich tegelijkertijd niet makkelijk liet definiëren. Met dit in het achterhoofd kan vervolgens de vraag worden opgeworpen waarom de RvB van een beursvennootschap, die waarschijnlijk al geruime tijd gewend was aan de manier waarop zij verantwoording aflegde over het gevoerde beleid alsmede ingespeeld was op een absente aandeelhouder, gehoor zou geven aan niet dwingendrechtelijke aanbevelingen in het kader van het verbeteren van een niet makkelijk definieerbaar begrip. Vanuit het perspectief van de RvB van de beursvennootschap is het daarom misschien niet verrassend dat het rapport van de Monitoring Commissie, gepubliceerd op 3 december 1998, concludeerde dat er sprake was van een gebrekkige naleving.⁴⁵

2.5. De aandeelhouder krijgt zijn zin

Op internationaal niveau zorgde de snelle opkomst van internet er eind jaren ’90 voor dat de beurskoersen van internetbedrijven in een razend tempo stegen.⁴⁶ In plaats van zorgvuldig onderzoek te doen naar de daadwerkelijke waarde van een onderneming gingen aandeelhouders steeds vaker speculeren op een verwachte stijging van de koersen, met een overwaardering en het doorschieten van het maximaliseren van aandeelhouderswaarde als gevolg.⁴⁷ Het barsten van de dot.com bubble en boekhoudkundige schandalen zoals Enron, Parmalat, Worldcom en in eigen land Ahold, leidde tot een roep om ‘het vertrouwen in de aandeelhoudersmarkt te herstellen’.⁴⁸ In Amerika leidde de Enron affaire tot nieuwe federale wetgeving in de vorm van onder andere de Sarbanes Oxly Act (SOx), een effectenrechtelijke regeling gericht op het stellen van scherpere disclosureverplichtingen.⁴⁹

Waar de reactie op Enron in Amerika gekenmerkt werd door het aanpassen en aanscherpen van effectenrechtelijke regels, richtte Europa haar pijlen voornamelijk op aanpassingen in het vennootschapsrecht (4^e, 7^e, 8^e en 13^e richtlijn).⁵⁰

⁴¹ Monitoring Commissie Corporate Governance: *Eerste commissie corporate governance: commissie Peters* <<http://commissiecorporategovernance.nl>>.

⁴² Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 37.

⁴³ Idem.

⁴⁴ Idem.

⁴⁵ Idem.

⁴⁶ Raaijmakers 2006, p. 323.

⁴⁷ Idem.

⁴⁸ SER bijlage 8, p. 71. Kuipers & Meinema 2009, p. 178.

⁴⁹ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 172.

⁵⁰ Idem.

Nederland reageerde op haar beurt door vier jaar na het presenteren van de 40 aanbevelingen van de commissie Peters de recente ontwikkelingen te evalueren ‘in het kader van het verbeteren van het corporate governance systeem in Nederland’. Naar aanleiding van de conclusies werd een tweede Commissie Corporate Governance ingesteld, ditmaal onder leiding van M. Tabaksblat (commissie Tabaksblat).⁵¹ Onder het motto ‘het rechte trekken van scheefgegroeide verhoudingen’ had de commissie Tabaksblat de taak het opstellen van de eerste Corporate Governance Code in Nederland.⁵² De algemeen gedeelde overtuiging was dat de positie van aandeelhouders versterkt diende te worden, om zo tegenwicht te bieden tegen het ‘machtige blok van bestuurders en commissarissen’.⁵³ De code, ingegaan vanaf het boekjaar 2004, bestaat uit ‘principes’ en ‘best practice bepalingen’ die deels zijn geïnspireerd op de Amerikaanse SOx en de Engelse UK Combined Code en gelden voor -kort gezegd - beursvennootschappen met een statutaire zetel in Nederland.⁵⁴ De code kreeg een (subtiele) wettelijke verankering door de zogenoemde ‘pas toe of leg uit’ regel in art. 2:391 lid 4 BW.⁵⁵

In het kader van het versterken van de positie van de aandeelhouder werd daarnaast in 2004 op basis van het SER-advies ‘het functioneren van de toekomst van de structuurregeling’ de structuurregeling aangepast.⁵⁶ In het wetsvoorstel werd verankerd dat belangrijke bestuursbesluiten, zoals grote overnames en het aangaan of afstoten van deelnemingen, ter goedkeuring aan de AvA voorgelegd diende te worden (art. 2:107 BW). Het wetsvoorstel bevatte een belangrijk instrument voor toekomstige activistische aandeelhouders: het agenderingsrecht. Aandeelhouders en certificaathouders die allen of gezamenlijk één procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of (certificaten van) aandelen bezitten met een waarde van ten minste 50 miljoen euro werd de mogelijkheid geboden om bij de RvB onderwerpen aan te dragen voor de agenda van de AvA (art. 2:114 BW).⁵⁷

Institutionele beleggers kregen eindelijk de sinds jaren ’80 gewenste macht om de RvB, de beursvennootschap en de strategie beter te monitoren doordat de wijziging van de structuurregeling en het uitbreiden van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders eveneens gepaard is gegaan met het terugdringen van de beschermingsconstructie, meer transparantie en betere bescherming van minderheidsaandeelhouders.⁵⁸ Implementatie van de dertiende richtlijn in Nederland in oktober 2007, welke op Europees niveau een inperking van de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies tot doel had, zorgde ervoor dat de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 en het Besluit Toezicht Effectenverkeer werden overgeheveld naar respectievelijk de Wet Financieel Toezicht en het Besluit Openbare Biedingen.⁵⁹

2.6. Overlappend Europa

De rol van Europa op het gebied van het effectenrecht en het vennootschapsrecht valt niet te onderkennen. In de nasleep van Enron reageerde de Europese Unie wezenlijk anders dan Amerika. Waar Amerika duidelijk de weg insloeg van een effectenrechtelijke benadering,

⁵¹ Assink 2009, p. 23. SER bijlage 8d, p. 70.

⁵² Idem.

⁵³ Raaijmakers 2006, p. 178.

⁵⁴ Kuipers & Meinema 2009, p. 178. Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 2. Assink 2009, p. 23.

⁵⁵ SER 2008, bijlage 8d, p. 70

⁵⁶ Kiersch 2005, p. 505. Zie in dit verband ook Kamerstukken II 2000/01, 25752, nr. 7. SER 2001, ‘*Het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*’ < <http://www.ser.nl> >.

⁵⁷ Kamerstukken II 2003/04, 29 752, nr. 2, p. 7.

⁵⁸ SER 2008, p. 34.

⁵⁹ Mantel & Overkleeft 2009, p. 193.

onder andere via SOx, koos Europa de weg van regulering via het vennootschapsrecht.⁶⁰ Het Europese vennootschapsrecht kwam zo te staan naast het effectenrechtelijke disclosurestelsel dat sinds het Financial Services Action Plan van 1999 een vlucht had genomen binnen Europa.⁶¹

Met de invoering van de Code Tabaksblad liep Nederland voor op de door de Europese Commissie in haar Company Action Plan van 21 mei 2003 aangekondigde richtlijn, op grond waarvan lidstaten verplicht werden op nationaal niveau een Corporate Governance Code aan te wijzen.⁶² De Europese commissie achtte een Europese code niet wenselijk en kwam in plaats daarvan met aanbevelingen op het gebied van non-executive directors, bestuursbeloningen, de richtlijn aandeelhoudersrechten en de wijziging van de 4^{de} en 7^e richtlijn.⁶³ Laatstgenoemde richtlijnen sloten niet aan op de effectenrechtelijke disclosure functie die voortvloeide uit het Annual Financial Report, in het specifiek de 4^e richtlijn.⁶⁴ Het gebrek aan een strikte scheiding tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht zorgt ervoor dat richtlijnen, verordeningen en nationale Corporate Governance Codes elkaar overlapt en leidde tot een diffuus beeld die de werkbaarheid van het systeem niet bevorderde.⁶⁵ Onnodige overlapping van richtlijnen en verordeningen zou in de toekomst voorkomen kunnen worden door een toetsing vooraf op handhaafbaarheid en uitwerking, een toets die thans nog ontbreekt.⁶⁶

Het gebrek aan federaal toezicht vormt eveneens een obstakel bij de harmonisatie van Europese regels. Een uitgangspunt in de bevoegdheidsverdeling tussen de Europese Unie en de lidstaten is dat de Unie geen handhavingbevoegdheid heeft ten opzichte van private partijen.⁶⁷ De consequentie hiervan is dat lidstaten zowel op het gebied van het vennootschapsrecht als het effectenrecht richtlijnen dienen te implementeren waarbij de handhaving berust op de toezichthouders van de nationale lidstaten.⁶⁸

Vanuit het oogpunt van eigen geschiedenis, cultuur en systemen (continentaal versus Angelsaksisch) is het respect van de Europese Unie voor de autonomie van de corporate governance systemen van de lidstaten goed verdedigbaar.⁶⁹ De keerzijde is dat het gebrek aan federaal toezicht en het ontbreken van een strikte scheiding tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht de gewilde harmonisatie van wet- en regelgeving op Europees niveau momenteel nog in de weg staat.⁷⁰

2.7. De activistische aandeelhouder in optima forma

De nog steeds verdergaande internationalisering vond zijn weerslag op aandeelhoudersbestanden van de AEX-vennootschappen.⁷¹ Was in 1995 slechts 37% van de AEX-aandelen in handen van buitenlandse partijen, in 2009 was dit percentage opgelopen tot 80%.⁷² Het merendeel van deze aandelen was en is in handen van Anglo-Amerikaanse

⁶⁰ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 173.

⁶¹ Idem.

⁶² Assink 2009, p. 38.

⁶³ Idem.

⁶⁴ Idem.

⁶⁵ SER 2008, bijlage 8d, p. 69.

⁶⁶ Idem.

⁶⁷ Van Schilfgaarde 2006, p. 635.

⁶⁸ Idem.

⁶⁹ Idem.

⁷⁰ SER 2008, bijlage 8d, p. 66.

⁷¹ De 25 meest verhandelde fondsen vormen samen de AEX. Abma 2006, p. 11.

⁷² Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 162.

beleggers.⁷³ De verschillende wetswijzigingen die tot doel hadden de positie van de aandeelhouder te versterken en de beschermingsconstructies te beperken bleven niet onopgemerkt door de buitenlandse belegger en Nederland kwam vanaf 2004 steeds meer onder invloed van de ‘market for corporate control’.⁷⁴ De aanhoudende druk van de markt zorgde er daarnaast voor dat veel beursvennootschappen uit eigen initiatief besloten hun beschermingsconstructies en oligarchische regelingen neer te halen.⁷⁵

Onder invloed van bovengenoemde ontwikkelingen vond er een kentering plaats nu institutionele beleggers, belangenverenigingen en in toenemende mate hedge- en private equity fondsen zich steeds actiever gingen opstellen.⁷⁶ Naast de conventionele rechten zoals het agenderen van onderwerpen, moties, het bijeenroepen van bijzondere AvA’s en het gebruik van stemrecht, probeerde zij ook middels onconventionele methoden, buiten de AvA om, invloed uit te oefenen op de beursvennootschap.⁷⁷ Zo werden er bijvoorbeeld één op één gesprekken met de RvB geïnitieerd en werd er slim gebruik gemaakt van de media.⁷⁸ Waar in het verleden aandeelhouders slechts summier gebruikte maakte van hun rechten, AvA’s werden gekenmerkt door een aanzienlijk absenteïsme en vooral de oude Wall Street Rule, het zogenoemde stemmen met de voeten, disciplinerend werkte op het ondernemingsbestuur, leek er nu een nieuwe weg te zijn ingeslagen waarbij op aanvulling van de aloude regel gebruik werd gemaakt van aandeelhoudersrechten om de waarde van aandelen te maximaliseren.⁷⁹

2.7.1. Hedge fondsen als nieuwe spelers op de markt

Ondanks het feit dat hedge en private equity fondsen al langer actief waren op de financiële markten, verschenen zij pas medio jaren ’90 ten tonele op het Europese continent.⁸⁰ De activiteiten van deze fondsen kwamen vooral aan het begin van de eenentwintigste eeuw ter discussie te staan. Hedge en private equity fondsen worden vaak in één adem met elkaar genoemd, maar er bestaan aanzienlijke verschillen in de werkwijze waarop beiden actief zijn op de financiële markten. Voor beursvennootschappen zijn vooral hedge fondsen interessant, nu private equity fondsen over het algemeen getypeerd worden als ‘risicodragend vermogen in niet-beursgenoteerde bedrijven’.⁸¹

Door slim gebruik te maken van financiële instrumenten (hedgen) en verschillende strategieën weten hedge fondsen marktrisico’s in te perken en profiteren ze optimaal van de volatiliteit van beurskoersen.⁸² De verschillende beleidsstrategieën zijn bij de meeste hedge fondsen gebaseerd op de zogenoemde long-short benadering. Concreet betekent dit dat zij zich richten op bedrijven die over- of ondergewaardeerd zijn, om vervolgens inefficiënties in de prijsvorming van aandelen naar hun hand te zetten.⁸³ Met een zeer gerichte visie op basis

⁷³ Idem. Abma 2006, p. 11.

⁷⁴ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p.162. Kuipers & Meinema 2009, p. 178.

⁷⁵ SER 2008, bijlage 8, p. 71.

⁷⁶ Idem.

⁷⁷ Idem.

⁷⁸ Idem.

⁷⁹ De Wall Street Rule hield in dat ontevreden aandeelhouders hun kritiek op het ondernemingsbestuur lieten blijken door aandelen te verkopen. De ontstane prijsdruk werkte vervolgens disciplinerend op het ondernemingsbestuur. Steins Bisschop 2008, p. 12.

⁸⁰ Idem.

⁸¹ Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 9. RSM Erasmus University 2007, p. 13.

⁸² Volatiliteit is de mate waarop de koers van een aandeel schommelt. Een lage volatiliteit betekent dat de beurskoers van dat aandeel redelijk stabiel is. Denk bijvoorbeeld aan Shell. Maatman & Raaijmakers 2006, p. 257.

⁸³ Bij short-selling worden aandelen verkocht die men op dat moment nog niet in bezit heeft. Bij de long-short benadering speurt een hedge fonds bedrijven op die over- of ondergewaardeerd zijn. Het hedge fonds koopt dat aandelen in de overgewaardeerde onderneming zonder dat zij deze aandelen daadwerkelijk bezit (short-in).

van diepgaande research (skill-based) selecteren ze aandelen en disciplineren ze de RvB.⁸⁴ Het bijzonder grote vermogen van hedge fondsen - in het eerste kwartaal van 2011 is de waarde van de beleggingen van hedge fondsen de grens van 2.000 miljard overschreden - roept vaak het beeld op dat ze onverantwoorde risico's nemen om zo veel mogelijk rendement te behalen.⁸⁵ Vooral de wijze waarop hedge fondsen omgingen met aandeelhoudersrechten kwam in toenemende mate in de belangstelling te staan.

Dat er ook in de politieke scepsis bestond omtrent hedge fondsen blijkt uit de behandeling van het wetsvoorstel betreffende de uitvoering van rechten en bevoegdheden van aandeelhouders in beursvennootschappen.⁸⁶ Door de CDA-fractie werd de vraag gesteld of de richtlijn waarop het wetsvoorstel is gebaseerd voor hedge fondsen de mogelijkheden vergroot om 'ondernemingen onder druk te zetten' en 'of met name hedge fondsen profiteren van de versterkte aandeelhoudersrechten'.⁸⁷

Veelgehoorde kritiek is daarnaast het gebrek aan transparantie, een door de RvB agressief geachte benadering en een te grote focus op korte termijn belangen (aandeelhouderswaarde) ten koste van de lange termijn perspectieven van de beursvennootschap.⁸⁸ Illustratief voor de agressief geachte benadering was de vraag in een één op één gesprek met de RvB van Buhrman en Numico 'of ze verwachten dat ze over een half jaar nog op hun post zitten'.⁸⁹ De negatieve beeldvorming wordt daarnaast versterkt door een aantal gebeurtenissen die de risico's van hedge fondsen hebben belicht.⁹⁰ Indien men enkel zou afgaan op de berichten in de media dan lijkt de kritiek terecht, immers de koppen in kranten en tijdschriften waarin hedge fondsen als 'het kwaad' worden getypeerd zijn niet op één hand te tellen.⁹¹ De vraag is echter of dit terecht is.

2.7.2. Intermezzo: enquêterecht als strijdmiddel van hedge fondsen

Door gebruik te maken van het unieke en laagdrempelige Nederlandse enquêterecht hebben hedge fondsen aan de voet gestaan van een aantal spraakmakende zaken, waarbij ter realisatie van aandeelhouderswinst op korte termijn de bestuursautonomie van de beursvennootschap ter discussie werd gesteld.⁹² In het navolgende hoofdstuk zal de rol van het enquêterecht in het kader van het aandeelhoudersactivisme uitvoerig aan de orde komen. Om de discussie omtrent hedge fondsen in een breder kader te plaatsen is het voor nu van belang om te weten dat hedge fondsen enquêteprocedures initieerden als zij de mening waren toebedeeld dat de Code Tabaksblat niet juist werd toegepast (Versatel).⁹³ Daarnaast bleken hedge fondsen middels het enquêterecht ertoe in staat te zijn overnames te blokkeren die zij niet wenselijk vonden en konden ze succesvol ageren tegen een in hun ogen niet redelijke uitkoop (Shell).⁹⁴

Om aan de leveringsverplichting te voldoen leent zij tijdelijk de aandelen van institutionele beleggers (securities lending), onder de verplichting ze later terug te leveren in ruil voor een leenvergoeding. Met de opbrengst van de aandelen van de overgewaardeerde beursvennootschap koopt het hedge fonds aandelen in de overgewaardeerde partij (long-in). Maatman & Raaijmakers 2006, p. 257.

⁸⁴ Maatman & Raaijmakers 2006, p. 357.

⁸⁵ Bisschop 2008, p.16. Financieel Dagblad, 'Waarde beleggingen hedgefondsen naar \$ 2.000 mrd' <<http://www.fd.nl>>.

⁸⁶ Assink 2009, p. 42.

⁸⁷ Idem.

⁸⁸ Assink 2009, p. 37.

⁸⁹ Peij 2007, p. 113.

⁹⁰ RSM Erasmus University 2007, p. 12.

⁹¹ Zie in dit verband o.a. Elsevier, 'Hedgefondsen eist opsplitsing ABN Amro', <<http://www.elsevier.nl>>. NRC Handelsblad, 'Perverse fondsen schokken Kamer', <<http://nrc.nl>>.

⁹² Bisschop 2008, p. 14.

⁹³ Raaijmakers & Maatman 2006, p. 256.

⁹⁴ Idem.

Naar aanleiding van de door hedge fondsen geïnitieerde enquêteprocedures klonk het geluid dat men in Nederland zou zijn doorgeschoten in de toekenning van rechten aan aandeelhouders.⁹⁵

Het toegenomen aandeelhoudersactivisme was aanleiding voor het kabinet om de commissie Frijns een onderzoek te laten verrichten naar de verhouding tussen de beursvennootschap en zijn aandeelhouders.⁹⁶ Geconcludeerd werd ‘dat een fundamentele wijziging van het Nederlandse corporate governance stelsel vanwege de actievare opstelling van aandeelhouders ongewenst was’. Zij stelde daarentegen wel dat nadere regels nodig waren om ‘de processen tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders zorgvuldig te laten verlopen om zo een optimale belangenafweging mogelijk te maken’.⁹⁷ Het advies bevatte een aantal aanbevelingen aan de wetgever die geleid hebben tot het wetsvoorstel ‘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’.⁹⁸ In een kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie van 30 mei 2007 en de opgeworpen vraag of ‘mede in het licht van fenomenen en als hedge- en private equity fondsen het beoogde evenwicht in het Nederlandse corporate governance systeem wel in alle opzichten gerealiseerd wordt’, is aan de Erasmus Universiteit de opdracht gegeven om een feitenonderzoek uit te voeren naar de activiteiten van hedge- en private equity fondsen.⁹⁹

Hedge fondsen bleven in de tussentijd de grenzen van de wet en het enquêterecht testen.¹⁰⁰ Bij Stork hadden zij het initiatief genomen in de eis dat de RvB over zou gaan tot splitsing van de beursvennootschap, waarbij de pijlen specifiek gericht waren op de verkoop van de divisie Food en Services.¹⁰¹ Het Britse hedge fonds ‘The Childrens Investment Group (TCI)’ zou uiteindelijk berucht worden om haar brief aan de RvB van ABN Amro, waarin zij aankondigde om, in het kader van een koerswijziging, gebruik te maken van haar agenderingsrecht.¹⁰² Op 9 juli 2010 sprak de Hoge Raad haar beslissing uit in de zaak ASMI, waarbij hedge fondsen ten behoeve van het afsplitsen van activiteiten aanstuurde op een vervanging van de RvB en RvC door eigen kandidaten.¹⁰³ In voornamelijk ABN Amro en ASMI werd uitdrukkelijk de bestuursautonomie herbevestigd en werd de machtspositie van aandeelhouders enigszins aan banden gelegd.¹⁰⁴

2.7.3. Nuancering

Naar aanleiding van het bovenstaande kan de vraag gesteld worden of het terecht is dat hedge fondsen vaak als de bron van ongewenst aandeelhoudersactivisme worden aangemerkt. Ten eerste dient vooropgesteld te worden dat de mate waarop hedge fondsen (en private equity fondsen) actief zijn op de financiële markten afhankelijk is van het

⁹⁵ Kroeze 2007, p. 2224.

⁹⁶ Monitoring Commissie Corporate Governance, ‘Persbericht juni 2008’, <www.commissiecorporategovernance.nl>.

⁹⁷ Idem.

⁹⁸ Kamerstukken II 2008/09, 32 0124, nr. 3, p. 1.

⁹⁹ Brief van 19 juni 2007, bijlage bij kamerstukken II 2007/08, 31 083, nr. 5. Kamerstukken II 2006-2007, 31 083, nr. 1.

¹⁰⁰ Peij 2007, p. 118.

¹⁰¹ SER 2008, bijlage 8d, p.89. OK 17 janurai 2007, LJV: AZ6440 (Stork).

¹⁰² Het ging hier specifiek om de verkoop van dochteronderneming LaSalle. Peij 2007, p.119. HR 13 juli 2007, LJV: BA7972 (ABN AMRO).

¹⁰³ Raaijmakers 2010, p. 8. OK 5 augustus 2009, LJV: BJ4688 (ASMI) en HR 9 juli 2010, LJV BM0976 (ASMI).

¹⁰⁴ Raaijmakers 2010, p. 801. Peij 2007, p. 120.

financieringsklimaat op dat moment.¹⁰⁵ De recente kredietcrisis heeft ervoor gezorgd dat banken verscherpte eisen hebben gesteld aan het verstrekken van uitstaande kredieten, vaak in de vorm van aanvullende zekerheden en het opvragen van uitstaande leningen.¹⁰⁶ Hedge fondsen zijn als gevolg van deze ontwikkelingen noodgedwongen minder activistische geworden.¹⁰⁷

Op politiek niveau lijkt de wetgeving dezelfde conjunctuurbeweging te maken. Veel wetgevingsinitiatieven om de activiteiten van hedge fondsen via het vennootschapsrecht te reguleren zijn in de koelkast geplaatst en de geluiden om op te treden zullen waarschijnlijk pas weer aanwakkeren zodra de economie zich in hoogtijdagen bevindt.¹⁰⁸ Mijns inziens een enigszins merkwaardige reactie doordat proactief denken beter is dan achteraf genezen. Met de lessen opgedaan naar aanleiding van de kredietcrisis is het juist nu de tijd om na te denken of er opgetreden dient te worden tegen hedge fondsen en zo ja, hoe. Het zal een kwestie van tijd zijn voordat de economie weer floreert en met dit gegeven in het achterhoofd is het raadzaam om na te denken over wetgeving in de stilte voor de storm. Wetgeving in de koelkast plaatsen is nooit de oplossing en het behoort tot de taak van het kabinet om daadkrachtig te beslissen of een wet doorgevoerd dient te worden, of definitief van de agenda wordt gehaald wegens gebrek aan efficiëntie.

Bovengenoemde rechtszaken zijn uitermate illustratief voor de geraffineerde wijze waarop hedge fondsen hun doelstellingen trachten te bereiken. De rechtszaken zijn echter niet representatief voor de gehele sector en het lijkt erop dat ze als voorbeeld worden gebruikt in een poging om ‘snel’ de oorzaak aan te wijzen van een complex probleem. Uit het rapport van de Erasmus Universiteit komt naar voren dat slechts 2% tot 5% van de hedge fondsen zich als activistische aandeelhouder gedraagt.¹⁰⁹ Hierbij dient de noot te worden aangebracht dat deze cijfers enigszins vertroebeld zijn, nu niet alle activiteiten van hedge fondsen openbaar zijn.¹¹⁰ Desondanks kan gelet op de genoemde percentages, zelfs met een uitgevoerde correctie, de vraag opgeworpen worden of het bij de zaken Stork, ABN Amro en ASMI ging om incidenten waarvan de oorzaak eerder gezocht dient te worden in het enquêterecht. Daarnaast bestaat de problematiek omtrent ongewenst aandeelhoudersactivisme uit verschillende facetten en zijn hedge fondsen in mijn ogen meer degene geweest die de vinger op de zere plek hebben gelegd. Het voorgaande betekent niet dat ik wil zeggen dat de activiteiten van hedge fondsen geen kritische blik legitimeren, maar dat het probleem zich misschien eerder afspeelt op het gebied van het effectenrecht in plaats van het vennootschapsrecht.¹¹¹

Met betrekking tot het argument dat hedge fondsen alleen gefocust zijn op korte termijn resultaten kan het navolgende worden opgemerkt. Uit de Forumbankregel volgt dat de AvA de zelfstandigheid van de RvB niet kan doorbreken en deze regel is, voornamelijk, herbevestigd in de zaken ABN Amro en ASMI.¹¹² Dat hedge fondsen in eerste instantie hiertoe wel in staat bleken te zijn, lag gelegen in de eigen lijn die de Ondernemingskamer leek

¹⁰⁵ Kroeze 2008, p. 2153.

¹⁰⁶ Idem.

¹⁰⁷ Idem.

¹⁰⁸ Idem.

¹⁰⁹ RSM Erasmus University 2007, p. 56.

¹¹⁰ Idem.

¹¹¹ Denk aan het verbod op short-selling naar aanleiding van de kredietcrisis. NOS Nieuws, ‘*Bos verbiedt ongedekte shortselling*’, <<http://www.nos.nl>> en meer recent NOS Nieuws, *verbod short selling vier EU-landen*, <<http://www.nos.nl>> na speculaties op de beurs dat Frankrijk de triple A status zou kwijtraken. Zie ook voetnoot 72.

¹¹² Raaijmakers 2010, p. 805.

te ontwikkelen naast de wettelijke vernieuwingen en de Code Tabaksblat.¹¹³ Wederom een kritische noot richting het enquêterecht.¹¹⁴

Het is juist dat het beleid van hedge fondsen vaak korte termijn strategieën behelzen, maar dit wil niet zeggen dat dit per definitie slecht is voor de beursvennootschap en dat beide niet naast elkaar kunnen bestaan.¹¹⁵ Juist de corrigerende rol van hedge fondsen dient hierbij in overweging te worden genomen, aangezien zij zich richten op beursvennootschappen die schijnbaar niet het beeld van de markt reflecteren.¹¹⁶ Daarnaast dient gewicht toe te worden gekend aan de rol die de RvB op basis van haar taken en bevoegdheden dient in te nemen binnen de beursvennootschap. Het is haar taak om de strategie van de beursvennootschap te bepalen, adequaat te reageren op bijvoorbeeld brieven van hedge fondsen en verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid. Met bovengenoemde rechtszaken in het achterhoofd zou de RvB van een bestuursvennootschap mijns inziens inmiddels beter kunnen anticiperen op activistische hedge fondsen. Ondanks het feit dat wetenschappelijke literatuur vooralsnog geen eenduidig beeld schept over hedge fondsen, toont het bovenstaande desalniettemin aan dat het beeld dat hedge fondsen de oorzaak zijn van ongewenst aandeelhoudersactivisme enige nuancering behoeft.¹¹⁷

2.8. Actualisering van de Code Tabaksblad, de oplossing?

In het voorjaar van 2008 hebben een aantal belangenvereniging de commissie Frijns verzocht om de Code Tabaksblad te actualiseren.¹¹⁸ Dit verzoek werd eveneens ondersteund door het kabinet en heeft in juni 2008 geresulteerd in een rapport met voorstellen tot actualisering van de code.¹¹⁹ De geactualiseerde code is gepubliceerd in december 2008 en ingegaan vanaf het boekjaar 2009. Een verschil tussen de geactualiseerde code en de Code Tabaksblad is dat de nadruk bij de geactualiseerde code meer ligt op gedragsrecht. Meer concreet hoe de RvB, RvC en aandeelhouders hun taak inhoudelijk dienen te vervullen, in plaats van alleen verantwoording achteraf af te leggen.¹²⁰ Invulling hieraan werd gegeven door de bepalingen omtrent interne risicobeheersing en het beloningsbeleid aan te passen.¹²¹

Met betrekking tot de ontstane spanning tussen aandeelhouders en de RvB, waar bovengenoemde rechtszaken een goed voorbeeld van vormen, zijn er in de code een aantal best practice bepalingen opgenomen die hierop anticiperen.¹²² Zo is er een zogenoemde 'responstijd' geïntroduceerd waardoor aandeelhouders die middels het agenderingsrecht een strategiewijziging wensen te bewerkstelligen eerst in dialoog dienen te treden met de RvB.¹²³ Voorts bevat de code gedragsregels voor de RvB en de RvC in overnamesituaties.¹²⁴ Dat men terughoudend dient te zijn met wettelijke kracht toe te kennen aan best practice bepalingen

¹¹³ SER 2008, bijlage 8, p. 72.

¹¹⁴ Kamerstukken II 2008/09, 29 752, nr. 8, p. 1.

¹¹⁵ Raaijmakers 2010, p. 805.

¹¹⁶ Assink 2009, p. 37.

¹¹⁷ Idem, p. 60.

¹¹⁸ Belangenverenigingen waren het Christelijk Nationaal Vakverbond, Eumodion, De Federatie Nederlandse Vakbeweging, het Nederlands Centrum van Directeuren Commissarissen, NYSE Euronext, de vereniging VNO- NCW en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen. VNO NCW, 'Verzoek tot actualisering Code Tabaksblad, brief namens zes organisaties aan voorzitter Frijns van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code'. <<http://www.nvno-ncw.nl>>.

¹¹⁹ Monitoring Commissie Corporate Governance, 'Monitoring Commissie doet voorstellen voor aanpassing Code Tabaksblad', <<http://www.commissiecorporategovernance.nl>>.

¹²⁰ Kuipers & Meinema 2009, p. 178.

¹²¹ Idem.

¹²² Idem.

¹²³ Best-practice bepalingen II 1.9 en IV.4.4.

¹²⁴ Best-practice bepalingen II.1.10 en II.1.1.11.

volgt uit de beschikking inzake Versatel¹²⁵, waarbij de Ondernemingskamer is teruggefloten. De vraag kan gesteld worden of de aangepaste code in de toekomst effectief zal zijn tegen aandeelhouders die in het verleden hebben aangetoond uiterst inventief met (wettelijke) regelingen om te kunnen gaan en de grenzen hiervan weten op te zoeken. Hoe dient namelijk best practice bepaling omtrent de responstijd - ‘het bestuur gebruikt de responstijd voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s) en verkent de alternatieven’ - geïnterpreteerd te worden? Wat is een constructief overleg, in hoeverre dient de RvB de alternatieven te verkennen en waar ligt de grens tussen ‘constructief overleggen’ en voorkennis van aandeelhouders?

In september 2009 is er een nieuwe Monitoring Commissie aangetreden onder leiding van J. Streppel met de taak om de ‘de actualiteit van de Nederlandse corporate governance te bevorderen; en de naleving ervan door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken’. Met het oog op deze taak rapporteert de Monitoring Commissie jaarlijks over de stand van zaken en de komende jaren zullen uitwijzen tot welke nieuwe inzichten de geactualiseerde code leidt. Met het verleden in het achterhoofd lijkt het mijns inziens geen slecht idee om niet al te veel te vertrouwen op een aangepaste code als ‘de oplossing’ tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme, het vooral te zien als hulpmiddel in het geheel van corporate governance en te zoeken naar alternatieve oplossingen.

2.9. Conclusie

De jaren '80 betekende een kentering waarbij aandeelhouders langzaam aan meer invloed uitoefende op de RvB. Voor de jaren '80 was de invloed van de AvA als gevolg van versnippering van het aandeelhouderskapitaal en de medezeggenschapsregelingen van de ‘sociale’ jaren '70 langzaam afgebrokkeld. De omslag vond plaats toen financiële markten geconfronteerd werden met een toename van (buitenlands) institutionele beleggers die vanuit het oogpunt van groeiende zeggenschapsbelangen zich sterk maakte voor een uitbreiding van aandeelhoudersrechten en het neerhalen van beschermingsconstructies. Onder het argument ‘de marginaliserende rol van de aandeelhouder’ zette de discussie zich voort in de jaren '90. De commissie Peters kwam vervolgens met veertig aanbevelingen om tot een ‘verbeterde corporate governance’ te komen, maar deze vonden weinig tot geen gehoor.

Het lijkt erop dat het barsten van dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen, waarvan Enron het meest bekende voorbeeld, aandeelhouders de gelegenheid gaf om hun slag te slaan in de discussie die ze al vanaf de jaren '80 voerde. In de roep om ‘het vertrouwen te herstellen’ kan impliciet het argument gelezen worden dat dergelijke wantoestanden door meer macht toe te kennen aan de aandeelhouder voorkomen konden worden. De politiek luisterde en versterkte de positie van de aandeelhouder door een uitbreiding van diens rechten en tegelijkertijd gingen beursvennootschappen onder druk van de ‘markt voor corporate control’ over tot het neerhalen van beschermingsconstructies. Daarnaast deed de eerste Corporate Governance Code zijn intrede in Nederland. Een gedragscode, bestaande uit principes en best practices, die door de interpretatiegevoelige formuleringen niet altijd het gewenste effect had.

Europa reageerde op haar beurt op de recente gebeurtenissen door voornamelijk vennootschapsrechtelijke richtlijnen te introduceren, waarbij het gebrek aan een strikte scheiding tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht zorgde voor een onnodige overlap aan richtlijnen en verordeningen.

¹²⁵ HR 14 september 2007, JOR 2007, 238 (*Versatel Telecom International*).

De maatregelen op zowel Europees als nationaal niveau leidde tot een vloedgolf aan nieuwe wet- en regelgeving waarvan achteraf de vraag gesteld kan worden of de effecten ervan vooraf voldoende waren ‘doorgemeten’. Immers, een causaal verband tussen voornamelijk het versterken van de positie van de aandeelhouder, het neerhalen van beschermingsconstructies, een laagdrempelig enquêterecht en een ‘overactieve’ aandeelhouder is niet heel moeilijk te leggen. Naar aanleiding van een aantal door hedge fondsen geïnitieerde enquêteprocedures werd dan ook de vraag gesteld of men in Nederland niet te ver was doorgeschoten in het toekennen van rechten aan aandeelhouders.

De politiek verscheen als een ridder op het witte paard met een aantal ‘probleemoplossende’ wetgevingsinitiatieven, maar in plaats van daadkracht te tonen werden diezelfde wetgevingsinitiatieven als gevolg van een andere politieke agenda en het gebrek aan urgentie weer even vrolijk in de koelkast geplaatst. De lessen uit het verleden zouden juist aangewend moeten worden om soortgelijke problemen in de toekomst te voorkomen. Dit vereist daadkracht en efficiëntie (geen overlap). Juist op deze vlakken ligt mijns inziens voor de politiek nog een verbeterpunt.

Hoofdstuk III: Het enquêterecht

3.1. Inleiding

Aandeelhoudersrechten zoals in het vorige hoofdstuk beschreven vormen, naast economische en marktfactoren, de basis waarop professionele beleggers besluiten om in een bepaald land in aandelen te investeren.¹²⁶ De komst van hedge fondsen en het toegenomen aandeelhoudersactivisme zorgde voor opschudding onder Nederlandse beursvennootschappen nu aandeelhouders in staat bleken te zijn op lucratieve wijze met de stilzwijgende of uitgesproken steun van andere beleggers hun wensen, tegen de wil van de vennootschapsleiding in, door te drijven.¹²⁷ Niet eerder werd er zo getornd aan de beleidsvrijheid van de vennootschapsleiding - en met name de RvB - in de beursvennootschap. In vergelijking met andere landen bleken activistische aandeelhouders nog een extra wapen in handen te hebben: het unieke Nederlandse enquêterecht.

De Ondernemingskamer speelde activistische aandeelhouders in de hand door een eigen lijn te ontwikkelen die de positie van aandeelhouders versterkte.¹²⁸ De verschillende interpretaties van de Ondernemingskamer leidde tot moeilijk voorspelbare uitspraken die de rechtszekerheid in het geding brachten.¹²⁹ In de literatuur volgde een storm van kritiek, waarbij door vele in het kader van de rechterlijke beoordeling van het bestuursbeleid werd gepleit om aansluiting te zoeken bij de zogenoemde Business Judgement Rule (BJR), zoals toegepast in Delaware.¹³⁰ Centraal in dit hoofdstuk staan de aspecten van het enquêterecht die ertoe hebben geleid dat activistische aandeelhouders met succes het beleid van de beursvennootschap ter discussie konden stellen. Daarnaast zal gekeken worden naar de wenselijkheid van de BJR binnen het Nederlandse enquêterecht.

3.2. Kort kader van het enquêterecht

Het in 1929 naar voorbeeld van de toenmalige Engelse Companies Act ingevoerde enquêterecht had als doel het bieden van bescherming aan aandeelhouders en was puur gericht op het verkrijgen van informatie.¹³¹ Op verzoek van aandeelhouders die ten minste 20% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigden kon de rechter een onderzoek instellen indien er redenen waren om aan een 'juist beleid en een goede gang van zaken binnen een rechtspersoon' te twijfelen.¹³² De herziening van het enquêterecht in 1971 was een impuls voor het tot dan toe niet vaak gebruikte enquêterecht, nu de Ondernemingskamer de bevoegdheid kreeg om voorzieningen te treffen, vakbonden ter behartiging van hun belangen een enquêteverzoek konden indienen en de toegangsdrempel werd veranderd naar tien procent van het geplaatste kapitaal of vertegenwoordiging van een nominaal bedrag ad. 225.000 euro.¹³³ Laatstgenoemde bedrag is na 1971 niet meer aangepast.¹³⁴ De herziening van het enquêterecht vormde met haar aanpassingen destijds het sluitstuk in het streven naar meer

¹²⁶ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p.162.

¹²⁷ Idem.

¹²⁸ SER 2008, p.72.

¹²⁹ Raaijmakers 2010, p. 804.

¹³⁰ Korst & Wassenaar 2010, p. 249.

¹³¹ Van der Sangen 2004, p. 34.

¹³² Idem.

¹³³ SER 2008, p. 10.

¹³⁴ Hierbij dient opgemerkt te worden dat de Eerste Kamer inmiddels heeft ingestemd met een wetsvoorstel dat tot doel heeft de toegang tot de Ondernemingskamer te verzwaren. Vanaf 1 januari 2013 dienen aandeelhouders 1% van het geplaatste kapitaal te vertegenwoordigen als de beursvennootschap een geplaatst kapitaal heeft van 22,5 miljoen euro of meer, of hun belang moet een beurswaarde hebben van 20 miljoen euro. Rijksoverheid, 'Senaat voor beperking toegang Ondernemingskamer', <<http://www.rijksoverheid.nl>>.

openheid van zaken binnen de beursvennootschap en het afleggen van verantwoording ter bescherming van de aandeelhouders en werknemers.¹³⁵

Naar aanleiding van SER-advies 1998/14 inzake de wijziging van het enquêterecht kreeg de Ondernemingskamer in 1994 eveneens de bevoegdheid om op verzoek van de indiener in elke stand van het geding onmiddellijke voorzieningen te treffen voor ten minste de duur van het geding (art. 2:349a lid 2 BW).¹³⁶ Juist deze bevoegdheid zou leiden tot een aanzienlijke toename van het gebruik van het enquêterecht.¹³⁷ Ter onderbouwing kan cijfermatig worden aangevoerd dat in de periode van 1994 - 2007 in 74% van het totaal aantal zaken (301 zaken) een verzoek werd gedaan tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen.¹³⁸

Het alleenrecht van de Ondernemingskamer te Amsterdam (geïnstalleerd in mei 1971) heeft onder meer als achterliggende gedachte dat hierdoor een specialistische rechtbank ontstaat die tot een deskundige belangenafweging kan komen van alle bij de beursvennootschap betrokken belangen.¹³⁹ De enquêteprocedure zelf bestaat uit twee fasen. De eerste fase betreft de procedure tot het instellen van een enquêteonderzoek. De indiener wendt zich met een verzoekschrift tot de Ondernemingskamer om een enquêteonderzoek in te stellen. De Ondernemingskamer wijst het verzoek toe indien er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen en wijst ten behoeve van het onderzoek één of meer deskundigen aan. De eerste fase wordt afgesloten door het deponeren van het onderzoek ter griffie van de Ondernemingskamer. De verzoekers kunnen zich vervolgens tot twee maanden na het deponeren van het onderzoek tot de Ondernemingskamer wenden met het verzoek om voorzieningen te treffen. Dit kan slechts indien uit het onderzoek van wanbeleid is gebleken (tweede fase).¹⁴⁰

3.3. Enquêterecht als strijdmiddel

Het in Nederland gehanteerde uitgangspunt is, zoals volgt uit het Forumbankarrest¹⁴¹, dat de RvB is belast met de strategie en het beleid van de beursvennootschap. De RvC en de AvA vervullen hierbij een toezichthoudende functie, waarbij de AvA de zelfstandigheid van de RvB niet kan doorbreken met opgelegde instructies.¹⁴² Aandeelhouders zijn slechts gerechtigd de aan haar toekomende wettelijke bevoegdheden uit te oefenen om haar opvattingen tot uitdrukking te brengen over de strategie en het gevoerde beleid.¹⁴³ Ter controle hebben zij, indien er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen en mits zij één tiende van het geplaatste kapitaal dan wel een bedrag ad. 225.000 euro vertegenwoordigen, het recht om een enquête in te stellen. De Ondernemingskamer dient marginaal te toetsen en heeft hierbij een ruime mate van beoordelingsvrijheid.¹⁴⁴

De machtspositie van de RvB en het door de aandeelhouders geuite vertrouwen brengt met zich mee dat de RvB, indien het tot een gerechtelijke procedure komt, verantwoording behoort af te leggen over de wijze waarop zij haar taak heeft vervuld.¹⁴⁵

¹³⁵ Feenstra 2010, p. 25.

¹³⁶ Solinge & Nieuwe Weme 2010, p. 349.

¹³⁷ SER 2008, p. 10.

¹³⁸ Solinge & Nieuwe Weme, 2010, p. 349.

¹³⁹ Klaassen 2010, p. 103.

¹⁴⁰ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 938.

¹⁴¹ HR 21 januari 1955, *NJ 1959, 43* (Forumbankarrest).

¹⁴² Raaijmakers 2010, p. 805.

¹⁴³ HR 13 juli 2007, *NJ 2007, 404* (ABN AMRO). AA 2007, p. 350.

¹⁴⁴ Vlg. art. 2:348 lid 2 BW jo. art. 2:345 BW.

¹⁴⁵ Verbunt 2008, p. 151.

Een spanningsveld ontstaat doordat een verregaande verantwoording van het bestuursbeleid een steeds verdergaande beperking van de beleidsvrijheid oplevert.¹⁴⁶ De Ondernemingskamer dient hierbij als een koorddanser te balanceren tussen enerzijds respect voor de bestuursautonomie en anderzijds de bescherming van de vennootschapsrechterlijke belangen, waarbij in het achterhoofd dient te worden gehouden dat beide vaak hand in hand met elkaar gaan.¹⁴⁷

De Ondernemingskamer heeft daarnaast de taak om tot consistente beschikkingen te komen. Dit betekent concreet dat zij aangeeft wanneer een grens overschreden wordt en waarom. Deugdelijke motivering is van belang met het oog op de rechtszekerheid en de rechtelijke voorspelbaarheid.¹⁴⁸ De plicht van de Ondernemingskamer wijkt in deze niet af van een eerstejaars rechtenstudent die op zijn eerste collegedag al te horen krijgt dat ‘ongeacht het antwoord de meeste punten worden gegeven voor de motivatie’. Onbegrijpelijk en problematisch is het dan ook dat de Ondernemingskamer deze twee aspecten – waarborgen van de bestuurlijke beleidsvrijheid en deugdelijke motivatie – in de loop der tijd uit het oog heeft verloren. De vraag hoe het zo ver heeft kunnen komen valt uiteen in twee aspecten, zijnde gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen en de rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid.

3.3.1. Aspect I: gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen

In de strijd om de RvB tot een koerswijziging te dwingen dienden activistische aandeelhouders steeds vaker een verzoekschrift in bij de Ondernemingskamer met daarin het verzoek a) over te gaan tot het instellen van een enquêteonderzoek en b) het treffen van onmiddellijke voorzieningen.¹⁴⁹ Uit de DSM uitspraak¹⁵⁰ vloeit voort dat voorafgaand aan het treffen van onmiddellijke voorzieningen in beginsel beoordeeld moet worden of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. In de praktijk komt het erop neer dat de Ondernemingskamer een voorlopig negatief oordeel over het vennootschappelijk belang koppelt aan het toewijzen van onmiddellijke voorzieningen.¹⁵¹ Van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen, voordat een onderzoek wordt gelast, kan slechts gebruik worden gemaakt indien daartoe in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende belangen bestaan.¹⁵²

Één van de doeleinden van het enquêterecht is dat zij een preventieve werking heeft door de dreiging van ‘naming en shaming’ voor de RvB en de RvC.¹⁵³ De Ondernemingskamer dient er rekening mee te houden dat het enkel toewijzen van een enquêteverzoek ernstige gevolgen kan hebben voor de beursvennootschap in de vorm van negatieve publiciteit en onrust op de markt.¹⁵⁴ Een al te lichtvaardige toewijzing is derhalve niet gewenst. In de uitspraak HR KPN/Qwest¹⁵⁵ wordt nogmaals bevestigd dat de bevoegdheid van de Ondernemingskamer om een enquête te bevelen een discretionaire is, waarbij bij de uitoefening van die bevoegdheid een afweging van de betrokken belangen dient plaats te vinden. De Ondernemingskamer is bevoegd om, ondanks de constatering dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen, op grond van een

¹⁴⁶ Assink & Kroeze 2010, p. 13.

¹⁴⁷ Idem.

¹⁴⁸ Verbunt 2008, p. 155.

¹⁴⁹ Solinge & Nieuwe Weme 2010, p. 350.

¹⁵⁰ HR 14 december 2007, *JOR* 2008/11 m.nt. Doorman (DSM).

¹⁵¹ Croiset van Uchelen 2010, p. 208.

¹⁵² HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002, 92 (Skygate).

¹⁵³ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 157.

¹⁵⁴ Raaijmakers 2003, p. 1376.

¹⁵⁵ OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (KPN Qwest).

belangenafweging alsnog het enquêteonderzoek af te wijzen.¹⁵⁶ Indien de Ondernemingskamer wel overgaat tot een toewijzing ingevolge art. 2:350 lid 1 Bw, dan kan zij in deze beschikking tegelijkertijd overgaan tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Met deze beschikking eindigt de eerste fase en staat slechts cassatie bij de Hoge Raad open.¹⁵⁷

3.3.1.2. Geen duidelijke richtlijn

Met de gedachte dat het toewijzen van een enquêteonderzoek en het treffen van onmiddellijke voorzieningen verregaande gevolgen kunnen hebben voor de beursvennootschap, is het uiterst opmerkelijk dat zowel Raaijmakers in 2003¹⁵⁸, Assink in 2007¹⁵⁹ en Verbunt in 2010¹⁶⁰ constateren dat ‘tot op heden weinig helderheid bestaat over de precieze inhoud en reikwijdte van het vereiste dat er gegronde redenen aanwezig moeten zijn voor twijfelen aan een juist beleid’.¹⁶¹ Opmerkelijk, maar vanuit verschillende oogpunten ook problematisch te noemen. Het gebrek aan een duidelijke richtlijn zorgt voor een inbreuk op de rechtszekerheid, rechtsontwikkeling en de doeleinden van het enquêterecht.¹⁶² In de literatuur wordt bij de bespreking van dit probleem als snel aansluiting gezocht bij de BJR. Hoewel ik daar later in dit hoofdstuk nog op terug ga komen is het mijns inziens verstandig, nu de MvT van de wetwijziging betreffende het enquêterecht aangeeft weinig te voelen voor de invoering van de BJR, de norm te evalueren en mijn gedachtegang weer te geven.

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de verzoeker van een enquêteprocedure niet hoeft aan te tonen dat er sprake is van falend ondernemingsbeleid.¹⁶³ Feiten en omstandigheden tezamen moeten er toe leiden dat er een behoorlijk kans bestaat dat bij nader onderzoek zal blijken van onjuist beleid.¹⁶⁴ Met andere woorden; de verzoeker hoeft dus niet op voorhand aan te tonen dat er sprake is van onjuist beleid dan wel wanbeleid, twijfel is voldoende.¹⁶⁵

Het bovenstaande lijkt duidelijke handvatten aan te reiken voor de Ondernemingskamer om bij de beoordeling of er sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen tot een eenduidig en goed gemotiveerde beslissing te komen. Dat de praktijk echter anders ligt blijkt uit tal van beschikkingen die aantonen dat de Ondernemingskamer niet alleen inconsistent was in haar motivering, maar daarnaast het beleid van de RvB al be- en veroordeelde voordat een enquêteonderzoek was ingesteld.¹⁶⁶ Zo oordeelde de Ondernemingskamer inzake Gucci¹⁶⁷ dat ‘de vraag of tot een onderzoek strekkend verzoek wordt toegewezen dient te worden beantwoord aan de hand van de - nadere vraag - of voorshands voldoende aanwijzingen bestaan dat er sprake is van wanbeleid en dus of de rechtspersoon handelt of heeft gehandeld in strijd met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld’.¹⁶⁸ In

¹⁵⁶ Verbunt 2010, p. 154.

¹⁵⁷ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 970.

¹⁵⁸ Raaijmakers 2003, p. 1376.

¹⁵⁹ Assink 2007, p. 473.

¹⁶⁰ Verbunt 2010, p. 160.

¹⁶¹ Idem.

¹⁶² Idem.

¹⁶³ Assink 2007, p. 473.

¹⁶⁴ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 968.

¹⁶⁵ Assink 2007, p. 473.

¹⁶⁶ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 168.

¹⁶⁷ HR 27 september 2000, NJ 2001, 224 (Gucci). AA 2007, 873 m.nt. Raaijmakers.

¹⁶⁸ De Hoge Raad heeft uiteindelijk gecasseerd nu de Ondernemingskamer was overgegaan tot de constatering van wanbeleid zonder een enquêteonderzoek in te lasten. De beschikking geeft echter de door haar gehanteerde invulling van art. 2:350 lid 1 BW weer.

haar HBG-beschikking¹⁶⁹ stelde de Ondernemingskamer ‘de conclusie uit het vooroverwogene is dat de kwaliteit van de besluitvorming van HBG niet als verantwoord kan worden beoordeeld alsmede dat die besluitvorming minst genomen voor een gedeelte lijkt te hebben plaatsgevonden op irrationale argumenten (...) gelet op het vooroverwogen, dit medegezien in onderling verband en samenhang, moet worden geoordeeld dat er sprake is gegronde redenen om te twijfelen aan juist beleid van HBG’. De Ondernemingskamer oordeelt hier over de kwaliteit van de besluitvorming en veroordeelt de besluitvorming van HBG voordat een enquêteonderzoek heeft plaatsgevonden.

De Hoge Raad onthoudt zich vaak van een inhoudelijke toetsing en stelt vast dat de door de Ondernemingskamer toegepaste methodiek ‘geen onjuist rechtsopvatting weergeeft’. De terughoudende toetsing door de Hoge Raad is deels te verklaren door het feit dat de norm gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid verbonden is aan een inhoudelijke waardering van de feiten en omstandigheden van het geval, die zij als vaststaand dient aan te nemen. De Hoge Raad wordt vanuit haar taakomschrijving en het ontbreken van een tweede feitelijke instantie in een lastig parket gebracht en er zijn in de literatuur kritische geluiden te horen over de (gebrekkige) procedurele waarborgen.¹⁷⁰

3.3.1.3. Een eigen interpretatie

Met de constatering dat de Ondernemingskamer inconsistent is in de toepassing van de norm en de Hoge Raad door haar terughoudende toetsing eveneens geen materiële richtlijnen geeft, wil ik hierbij teruggrijpen naar de door de Ondernemingskamer eind jaren '80 ontwikkelde norm voor wanbeleid en daar een kleine nuancering op aanbrengen voor de invulling van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen.

Voor de beoordeling of er sprake is van wanbeleid van de beursvennootschap hanteerde de Ondernemingskamer, zoals onder andere volgt uit haar Batco-beschikking¹⁷¹, de formule ‘ernstige strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap en dit werd bevestigd in HR Ogem¹⁷²; ‘dat de beleidsvrijheid van de ondernemer voor wat betreft het enquêterecht zijn grens daar vindt waar de ondernemer heeft gehandeld in strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap’. In de loop der tijd heeft de Ondernemingskamer deze formule enigszins laten verwateren. Raaijmakers constateerde zelfs na de HBG-beschikking dat de Ondernemingskamer niet langer toetst aan ‘ernstige strijd’, maar slechts aan ‘strijd’.¹⁷³ Los van deze discussie¹⁷⁴ wil ik hier bepleiten dat het ‘herintroduceren’ van de elementaire beginselen formule gebruikt kan worden voor de invulling van de norm gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen door beide, kort gezegd, samen te voegen. Het samenvoegen van de formule met de norm leidt tot drie toetsbare aspecten namelijk 1) gegronde redenen om te twijfelen 2) aan strijd met 3) de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.

Het eerste aspect waarborgt de bevoegdheden van de Ondernemingskamer en zorgt ervoor dat de norm in lijn is met de wetsgeschiedenis. De terminologie gegronde redenen waarborgt enerzijds de discretionaire ruimte van de Ondernemingskamer, maar verplicht anderzijds tot een deugdelijke motivatie. Immers, wat als gegronde redenen kunnen worden aangemerkt hangt af van een beoordeling van de feiten en omstandigheden van het geval.

¹⁶⁹ OK 21 januari 2002, *JOR* 2002, 28 (HBG). AA 2002, 422 m.nt. Raaijmakers.

¹⁷⁰ Zie o.a. Korst & Wassenaar, ‘*maak van de enquêteprocedure een dagvaardingsprocedure*’, in Willem’s Wegen (2010), p. 249-255.

¹⁷¹ OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (Batco).

¹⁷² HR10 januari 2000, *NJ* 1990, 446 (Ogem). AA 1990, 856 m.nt. Raaijmakers.

¹⁷³ OK 21 januari 2002, *JOR* 2002, 28 (HBG). AA 2002, 433 m.nt. Raaijmakers.

¹⁷⁴ Assink gaat uitvoerig in op de constatering door Raaijmakers. Assink 2007, p. 476.

Twijfel doet vervolgens recht aan het feit dat er op voorhand niet hoeft vast te staan dat er sprake is van een vermoeden van wanbeleid dan wel falend ondernemingsbeleid.

Het tweede aspect heeft tot doel dat niet iedere fout leidt tot het instellen van een enquêteonderzoek. Het instellen van een enquêteonderzoek wordt gerechtvaardigd indien er sprake is van onzorgvuldig of laakbaar handelen van de beursvennootschap.¹⁷⁵ Met betrekking tot het handelen van de RvB is het mijns inziens bevorderlijk en denkbaar dat er een ladder van gradatie wordt geïntroduceerd die dient ter bevordering van een objectieve beoordeling van het woord strijd (en later wanbeleid). Ik prefereer hierbij het door Raaijmakers geopteerde systeem van een drieluik in 1) afkeuring van het beleid 2) strijd en 3) ernstige strijd.¹⁷⁶ Als argument tegen een dergelijke gradatie is door Assink aangevoerd dat de grens tussen de drie niet duidelijk is te trekken en dat toetsing aan ernstige strijd zou leiden tot een overbodige stap.¹⁷⁷ Mijns inziens kan de gradatie juist gebruikt worden om het verschil tussen gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en wanbeleid inzichtelijk te maken, mits strijd gelijk gesteld wordt aan onzorgvuldig of laakbaar handelen. Bij wanbeleid dient er dan vervolgens sprake te zijn van ernstige strijd. Immers, gedrag kan laakbaar of zorgvuldig zijn, maar niet de term wanbeleid rechtvaardigen. De scheiding tussen strijd (fase 1) en ernstige strijd (2) zorgt ervoor dat men in fase 1 niet te snel op een vermoeden van wanbeleid komt te zitten. Door gebruik te maken van enigszins dezelfde formule in beide fasen voorkomt men eerder het gevaar van inconsistente beschikkingen. Met betrekking tot ernstige strijd en wanbeleid is door Jitta opgemerkt dat wanbeleid een te negatieve klank zou hebben en hij introduceert ‘het duurzaam verstoord zijn van de interne verhoudingen’.¹⁷⁸ Mijns inziens is dit te neutraal en maakt een nog groter afdrijven van een terughoudende toetsing mogelijk. Om tot de conclusie wanbeleid te komen dient de Ondernemingskamer deugdelijk te motiveren waarom deze zware kwalificatie gerechtvaardigd is en legitimeert het tegelijkertijd drastisch rechterlijk ingrijpen in de vennootschappelijke structuur. Ik voel aldus weinig voor het neutraler maken van het begrip wanbeleid en dit kan mijns inziens opgevangen worden door de gradatie van fouten.

Het derde aspect zorgt voor een eenduidige terminologie die de wirwar aan formuleringen zoals ‘onbehoorlijk bestuur’, ‘verantwoord ondernemerschap’ en ‘behoorlijk ondernemerschap’ tegengaat. De elementaire beginselen formule heeft daarnaast een beperkende functie zodat niet elk ondernemingsrechtelijk geschil onder de norm geschaard wordt.¹⁷⁹ Het argument aangevoerd door Assink dat het hierbij zou gaan om een holle frase deel ik niet.¹⁸⁰ Als antwoord wat er dan onder deze elementaire beginselen verstaan dient te worden, kan er mijns inziens aansluiting gezocht worden bij de door Raaijmakers geformuleerde handvatten in de noot onder Ogem¹⁸¹, die eveneens herhaald worden in de MvT betreffende de wetwijziging van het enquêterecht. Een belangrijk voordeel van de elementaire beginselen formule is dat deze met veranderende inzichten kan mee evolueren.

¹⁷⁵ In de Unilver-beschikking oordeelde de Hoge Raad dat het oordeel van de Ok omtrent de toewijsbaarheid van het enquêteverzoek naar de kern genomen hierop neerkomt dat de – in de enquête te onderzoeken – mogelijkheid bestaat dat het conflict tussen de verzoekende aandeelhouders en Unilever is terug te voeren op, een zodanig onzorgvuldig of laakbaar handelen van Unilever dat de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden. OK 21 december 2004, *JOR* 2005, 5 (Unilever)

¹⁷⁶ Raaijmakers 2003, p. 1738.

¹⁷⁷ Opgemerkt dient te worden dat deze opmerking is gemaakt ten opzichte van een gradatie bij wanbeleid. Assink ziet daarbij de meerwaarde van ‘wanbeleid’ en ‘ernstig wanbeleid’ niet in. Assink 2007, p. 420.

¹⁷⁸ Josephus Jitta 2004, p. 14.

¹⁷⁹ Croiset Van Uchelen 2010, p. 208.

¹⁸⁰ Assink 2007, p. 439.

¹⁸¹ Zie voetnoot 46.

Denk hierbij bijvoorbeeld aan toepassing van de Corporate Governance Code. Met van Schilfgaarde beaam ik dat enige terughoudendheid gewenst is bij toepassing van de Corporate Governance Code en dat deze als zodanig ongeschikt is om concrete juridische kwalificaties op te baseren.¹⁸² Echter, met het oog op de toekomst sluit ik niet uit dat desondanks bepaalde inzichten omtrent de toepassing van de Corporate Governance Code zo algemeen aanvaard worden dat een schending ervan strijd met de elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap oplevert. In de woorden van HR ABN Amro¹⁸³; ‘Dat de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging onder meer in de Nederlandse corporate governance tot uitdrukking komt’.

3.3.1.4. Tussenconclusie

Dit hoofdstuk biedt niet de ruimte om alle in de literatuur aangedragen, soms uiterst creatieve, oplossingen te bespreken die zijn aangedragen om de problematiek omtrent de terminologie gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen op te lossen. Zo is bijvoorbeeld door Croiset Van Uchelen bepleit om het instellen van een enquêteonderzoek los te koppelen van de voorlopige voorzieningen en van beide een aparte procedure te maken.¹⁸⁴ Het toont echter wel aan dat er nog steeds veel ongewenste onduidelijkheid bestaat. De eigen invulling door de Ondernemingskamer zorgde voor een verwatering van de doeleinden van het enquêterecht. Voor activistische aandeelhouders was het relatief eenvoudig om onder het argument opening van zaken en onder de norm gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid de koers van de RvB ter discussie te stellen, wat meer dan eens leidde tot zogenoemde ‘fishing expeditons’.¹⁸⁵ De geachte preventieve werking sloeg naar de verkeerde kant door nu het (te snel) toekennen van een enquêteonderzoek ‘naming en shaming’ voor de beursvennootschap opleverde, met alle negatieve gevolgen van dien. Met de aangedragen eigen interpretatie is getracht een oplossing te geven voor de onduidelijkheid die er bestaat, maar die taak behoort eigenlijk toe aan de wetgever en de rechterlijke macht. Hoopvol is het feit dat de Ondernemingskamer in haar ASMI uitspraak de toegang tot het enquêterecht heeft verzwaaard toen zij stelde ‘dat de OK onvoldoende heeft gemotiveerd waarom de door de RvC en een AvA-meerderheid gesteunde strategie grond gaf voor twijfel aan een juist beleid’.¹⁸⁶ Het is een stap in de goede richting, maar vanuit het oogpunt van de houdbaarheid van het enquêterecht is het van belang dat er snel meer duidelijkheid komt.

3.3.2. Aspect 2: toetsing van het ondernemingsbeleid

De toegenomen internationalisering en de steeds verdergaande technologische ontwikkelingen zorgen ervoor dat het voor beursvennootschappen steeds makkelijker wordt om grensoverschrijdende activiteiten te ontplooiën. Stonden de productiefabrieken in het verleden nog vaak in de buurt van het hoofdkantoor, nu verspreiden zij zich als een waaier over de wereld. Denk hierbij aan een concern als Phillips. De eens zo bescheiden en gemoedelijke lampenfabriek uit Eindhoven is uitgegroeid tot een concern met weliswaar het hoofdkantoor in Amsterdam, maar vestigingen over de hele wereld en activiteiten die allerm minst beperkt zijn gebleven tot lampen en consumentenelektronica.

Het voorgaande toont aan dat de verantwoordelijkheid van de RvB door de jaren heen alleen maar is toegenomen. De RvB wordt niet alleen geacht op de hoogte te zijn van alles wat zich binnen de beursvennootschap afspeelt, maar zij dient daarnaast dagelijks

¹⁸² Van Schilfgaarde 2009, p. 370.

¹⁸³ HR 13 juli 2007, NJ 2007, 404 (ABN AMRO). AA 2007, p. 346-353 m.nt. Raaijmakers.

¹⁸⁴ Zie Croiset van Uchelen, *onmiddellijke voorzieningen; in of uit de schaduw van wanbeleid?* in Geschillen in de Vennootschap (2010), p. 203-216.

¹⁸⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 103.

¹⁸⁶ Idem.

gecompliceerde beslissingen te nemen om de continuïteit van de beursvennootschap te waarborgen en progressie te boeken in een dynamische economische wereld. Verwacht wordt dat zij bij elke beslissing die zij neemt alle bij de beursvennootschap betrokken belangen zo goed mogelijk tegen elkaar afzet. Bij een beursvennootschap dient de RvB er tevens rekening mee te houden dat slechte keuzes meteen door de markt worden opgepikt en worden afgestraft op de beurs.

Een bepaalde mate van beleidsvrijheid voor de RvB is noodzakelijk om de creativiteit, strategie, vernieuwing en visie te waarborgen.¹⁸⁷ Al deze facetten zorgen ervoor dat de onderneming zich onderscheid van soortgelijke bedrijven in haar sector en naar alle waarschijnlijkheid de beursvennootschap hebben gebracht op het punt waar ze nu staat. Met andere woorden: De RvB van een beursvennootschap moet vrij zijn om te ondernemen, zodat op de lange termijn optimaal rendement gerealiseerd kan worden uit de gedane investeringen.¹⁸⁸ Ondernemen gebeurt op basis van kennis en inzicht, maar ook door in het belang van de beursvennootschap daadkrachtige beslissingen durven te nemen, zonder de uitkomst op voorhand van A tot Z kunnen voorspellen.¹⁸⁹ Dit brengt een grote mate van verantwoordelijkheid met zich mee. Een verantwoordelijkheid die van de RvB verwacht mag worden, maar niet wegneemt dat waar mensen werken fouten worden gemaakt.

Complicerende factor voor de RvB is daarnaast een aandeelhouder die ter realisatie van aandeelhouderswinst zich actief gaat bemoeien met het ondernemingsbeleid. Het gehanteerde uitgangspunt is dat de aandeelhouder haar stemrecht naar eigen inzicht en belangen mag uitoefenen, waarbij verwacht mag worden dat een aandeelhouder met doorslaggevende invloed op de gang van zaken in de uitoefening van haar bevoegdheden zich richt op het belang van de beursvennootschap.¹⁹⁰ Activistische aandeelhouders hebben echter meer dan eens aangetoond aan dit belang voorbij te gaan. Indien aandeelhouders, al dan niet met doorslaggevende invloed, haar wensen kenbaar maken, dan staat het de RvB nog steeds vrij om op basis van haar taken en bevoegdheden te zeggen ‘wij hebben uw standpunt in overweging genomen, maar in het belang van de beursvennootschap zien wij geen reden om van koers te veranderen’.

Problematisch werd het toen de Ondernemingskamer op verzoek van activistische aandeelhouders actief ging interveniëren in het ondernemingsbeleid en een inhoudelijk oordeel gaf over hoe de RvB kon en had moeten handelen. Een trend die vooral na de Gucci beschikking een hoge vlucht heeft genomen en onder een aantal noemers plaatsvond.

3.3.2.1. Beschermingspreferente aandelen

Zo blokkeerde de Ondernemingskamer in een aantal zaken, waaronder Gucci¹⁹¹, Stork¹⁹², ASMI¹⁹³ en RNA¹⁹⁴ het stemrecht met betrekking tot beschermingspreferente aandelen. Uit HR RNA vloeit voort dat beschermingsmaatregelen gerechtvaardigd zijn mits zij een adequate en proportionele reactie vormen op het dreigende gevaar van een overname. In de Stork beschikking week de Ondernemingskamer van deze regel af door te stellen dat zowel de uitgifte en uitoefening op voorhands in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), zonder duidelijk te motiveren welke belangenafweging hieraan ten grondslag lag.¹⁹⁵

¹⁸⁷ Assink & Kroeze 2010, p. 18.

¹⁸⁸ Idem, p. 13.

¹⁸⁹ Raaijmakers 2006, p. 528.

¹⁹⁰ Huizing 2009, p. 108.

¹⁹¹ Zie voetnoot 40.

¹⁹² OK 17 januari 2007 (Stork). AA 2007, p. 346-353 m.nt. Raaijmakers.

¹⁹³ HR 9 juli 2010, *JOR* 2010, 228 (ASMI), m.nt. M.J. van Ginneken.

¹⁹⁴ HR14 maart 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA). *JOR* 2003110/967.

¹⁹⁵ Zie voetnoot 65.

Dat de Ondernemingskamer bij de beoordeling van beschermingspreferente aandelen de aandeelhouder verwarde met een overnemende partij bewees zij inzake HR Gucci. LVHM had immers aangegeven ‘niet voornemens te zijn een openbaar bod uit te brengen op de overige aandelen, maar wel haar rechten als aandeelhouder te willen uitoefenen en één of meer commissarissen voor benoeming te willen voordragen’.¹⁹⁶ De redenering van de Ondernemingskamer is enigszins te verklaren door het feit dat bescherming van beleggers grotendeels is verschoven naar het effectenrecht, maar in deze situatie was het effectenrecht allerm minst van toepassing.¹⁹⁷ De Ondernemingskamer schaakte bij haar beoordeling niet alleen op het verkeerde bord, maar miskende daarnaast eveneens dat LVHM in een overnemende situatie contractspartij zou worden die aan verschillende (effectenrechtelijke) regels dient te voldoen. Een dubbele inconsistentie.

De discussie over beschermingspreferente aandelen en andere beschermingsmaatregelen is er één die sinds de jaren '80 is ingezet. De RNA uitspraak in 2003 is door de Hoge Raad uitgesproken met de observatie dat de implementatie van de dertiende richtlijn niet lang meer op zich zou laten wachten.¹⁹⁸ De richtlijn stuitte echter op zowel Europees als nationaal niveau op zoveel weerstand dat in Nederland de wettelijke mogelijkheid om beschermingsmaatregelen te treffen grotendeels onaangetast is gebleven.¹⁹⁹ Dit is een situatie die de Hoge Raad in haar RNA uitspraak niet had kunnen verdisconteren.²⁰⁰ Voor de Ondernemingskamer lag hierdoor echter juist in haar beschikkingen na RNA de taak om inzichtelijk te maken welke belangenafweging zij hanteerde bij de toetsing van beschermingspreferente aandelen.²⁰¹ De Ondernemingskamer faalde op dit gebied door enerzijds een gebrekkige motivering en anderzijds ten onrechte te oordelen dat het (in bepaalde zaken) ging om een overnamesituatie.

Met betrekking tot beschermingspreferente aandelen kan nog opgemerkt worden dat de ontwikkelingen in het vennootschapsrecht, de gewenste balans in het systeem van checks and balances, de Angelsaksische invloeden en de financiële crisis een zeker marktfalen in de corporate governance van Nederlandse beursondernemingen heeft blootgelegd.²⁰² Voorgenoemde facetten hebben ervoor gezorgd dat de houdbaarheid van beschermingsmaatregelen de komende jaren nog onderwerp van discussie zal blijven. Het behoort echter niet tot de taak van de Ondernemingskamer om zich uit te laten over de algemene wenselijkheid van beschermingspreferente aandelen - en aldus op voorhand te oordelen dat deze in strijd is met de redelijkheid en billijkheid - en beschermingsconstructies. Het is aan de politiek om de wettelijke regels hieromtrent vast te stellen en de Ondernemingskamer dient concrete gevallen op grond van de feiten en omstandigheden te toetsen aan het wettelijk kader. Het lijkt erop dat de Ondernemingskamer in een aantal gevallen haar eigen ‘wettelijke’ regels heeft gecreëerd en dit is alles behalve wenselijk.

3.3.2.2. De RvC als mediator

Inzake Stork en ASMI dwong de Ondernemingskamer tot een verplichtte voortzetting van de dialoog tussen de aandeelhouders en de beursvennootschap en oordeelde zij dat de RvC een meer bemiddelende rol in het geheel had moeten innemen. Inzake ASMI werd de RvC

¹⁹⁶ Zie voetnoot 40.

¹⁹⁷ Raaijmakers 2006, p. 530.

¹⁹⁸ Raaijmakers 2009, p. 365.

¹⁹⁹ Idem.

²⁰⁰ Idem.

²⁰¹ Idem. Raaijmakers geeft een overzicht van belangenafwegingen die een aanzet vormen voor de Ondernemingskamer om duidelijke richtlijnen te ontwikkelen.

²⁰² Idem.

verweten haar verantwoordelijkheid niet te hebben genomen ‘wat betreft het creëren van transparantie jegens externe aandeelhouders’.²⁰³ De RvC had daarnaast te weinig gedaan om onjuiste verwachtingen/indrukken te voorkomen omtrent de benoeming van Del Prado jr. tot CEO en schoot tekort in haar taak om te bemiddelen bij conflicten tussen het bestuur en de externe aandeelhouders.²⁰⁴ In de literatuur bestaat er verdeeldheid over de bemiddelende taak van de RvC.²⁰⁵

De RvC heeft primair een toezichhoudende functie die zich richt op het bestuursbeleid en de gang van zaken binnen de beursvennootschap.²⁰⁶ Daarnaast staat zij de RvB met advies terzijde, zodat de RvB en de RvC samen de integrale verantwoordelijkheid dragen voor het afwegen van de bij de beursvennootschap betrokken belangen.²⁰⁷ Naar het oordeel van Asser ligt in de wettelijke taakverdeling besloten dat de RvC een bemiddelende rol heeft bij geschillen tussen aandeelhouders onderling of tussen aandeelhouders en de RvB.²⁰⁸ Verdam daarentegen bepleit dat de RvB en de RvC tezamen eerder een blok vormen dat tegenover de AvA geplaatst dient te worden.²⁰⁹ Op basis van haar taken en bevoegdheden ben ik meer geneigd om mee te gaan in het oordeel dat de werkzaamheden van de RvB en de RvC een grote mate van onderlinge samenhang vertonen, zodat de RvC dichter op de RvB staat. De RvC kan en dient derhalve geen verregaande bemiddelende rol in te nemen. Om het in de woorden van Raaijmakers te zeggen; de RvC is geen ‘onafhankelijke umpire’.²¹⁰

Vanuit haar toezichhoudende functie is de taak van de RvC erop gericht om de AvA inlichtingen te geven - tenzij een zwaarwichtig belang van de beursvennootschap zich hiertegen verzet - en geeft de AvA op haar beurt de decharge.²¹¹ Het voorgaande impliceert dat de RvC een bepaalde onafhankelijkheid en vertrouwensfunctie heeft ten opzichte van de AvA.²¹² Deze onafhankelijkheid is eveneens vereist bij de uitoefening van al haar andere taken. Indien er een impasse ontstaat binnen de beursvennootschap tussen enerzijds de RvB en anderzijds de AvA dan kan de onafhankelijkheid van de RvC in het geding komen indien zij in dit conflict een verregaande bemiddelende rol inneemt. Er ontstaat het gevaar van partijdigheid die een inbreuk oplevert van haar beleidsvrijheid.²¹³ Dit neemt niet weg dat het de RvC vrij staat om de RvB te adviseren over een oplossing in het conflict. De RvC handelt echter in naam van de beursvennootschap en dient de vrijheid te hebben om per geval te beoordelen of zodanig contact wenselijk is.²¹⁴ Dat de Ondernemingskamer in haar oordeel over een verplichte bemiddelende rol van de RvC blijkt gegeven van een onjuist oordeel volgt ook uit HR ABN Amro: ‘De wettelijke taakopdracht van de RvC brengt niet mee een bemiddelende rol te spelen in conflicten tussen het bestuur en aandeelhouders en is dienaangaande ook geen verantwoording schuldig aan de AvA (...) een verplichting tot actieve bemiddeling zou op gespannen voet komen te staan met de beleidsvrijheid van de RvC bij de uitoefening van haar taak’.

²⁰³ OK 5 augustus 2009, *LJN: BJ4688* (ASMI).

²⁰⁴ Idem.

²⁰⁵ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 602.

²⁰⁶ Op grond van art. 2:140 BW jo. art. 150 lid 1 BW.

²⁰⁷ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 602. SER 2008, p. 41.

²⁰⁸ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 602.

²⁰⁹ Verdam 2009, p. 509

²¹⁰ Raaijmakers in zijn noot onder Stork. Zie voetnoot 65.

²¹¹ Verdam 2009, p. 510.

²¹² Idem.

²¹³ Idem.

²¹⁴ Raaijmakers in zijn noot onder Stork. Zie voetnoot 65.

3.3.2.3. Toestemming van de AvA

De discussie over de taak van de RvC heeft aangetoond dat de beschikkingen van de Ondernemingskamer de vennootschapsrechtelijke verhoudingen onder druk zette. De bevoegdheidsverdeling tussen de AvA, de RvC en de RvB kwam nog verder onder druk te staan toen de Ondernemingskamer een inhoudelijk oordeel gaf over het voorleggen van M&A transacties aan de AvA.²¹⁵ Illustratief in dit geval waren de zaken HBG, in de literatuur ook wel aangeduid als 'HBG-Saga',²¹⁶ en ABN Amro. In de controversiële beschikking inzake HBG oordeelde de Ondernemingskamer dat er sprake was van wanbeleid vanwege gebrekkige betrokkenheid en informatie van de RvB aan de AvA over de wijze waarop de besluitvorming bij de afwijzing van het Boskalis-bod tot stand was gekomen.

In haar ABN Amro beschikking bevestigde de Ondernemingskamer, net als in Stork, de vennootschapsrechtelijke verhoudingen - de RvB is, behoudens afwijkende statutaire en wettelijke regelen, niet verplicht de AvA vooraf in de besluitvorming te trekken - , maar wijst desondanks op grond van de feiten en omstandigheden van het geval het verzoek van de VEB om de verkoop van La Salle te verbieden toe. De Ondernemingskamer gaat hier voorbij aan de Forumbankregel door ten onrechte een uitzondering op basis van art. 2:8 BW te creëren. Beide beschikkingen wekken (onterecht) de indruk dat de RvB de AvA dient te betrekken bij de besluitvorming (omtrent M&A transacties). Strategische keuzes behoren tot de beleidsruimte van de RvB en het mag niet zo zijn dat aandeelhouders hier een doorslaggevende stem in krijgen. Zij dient 'slechts' haar goedkeuring te verlenen bij majeure besluiten.²¹⁷ Indien aandeelhouders, die al dan niet hun zeggenschapsbelangen hebben gebundeld, zich actief willen bemoeien met de strategie en het beleid van een beursvennootschap, dan ligt een openbaar bod meer voor de hand. De Ondernemingskamer gaat in haar beschikkingen daarnaast voorbij aan het feit dat het de aandeelhouder te allen tijde vrij staat om haar aandelen te verkopen, indien zij zich niet kan verenigen met de koers die de beursvennootschap vaart. De Wall Street Rule heeft nog altijd een corrigerende kracht.

De Hoge Raad heeft terecht in haar ABN Amro en ASMI uitspraken de Forumbankregel in ere hersteld en geoordeeld dat de AvA de zelfstandigheid van de RvB niet kan doorbreken met opgelegde instructies.

3.4. Business Judgement Rule

Bovenstaande paragrafen hebben aangetoond dat het enquêterecht vraagt om een grondige herbezinning die gericht is op (het afdrijven van) de oorspronkelijke doeleinden, de functie en de wijze waarop het enquêterecht is ingericht. De zaken ABN Amro en ASMI hebben de vennootschapsrechtelijke verhoudingen herbevestigd, maar geven geen inhoudelijke handvatten voor de rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid. Er bestaat nog steeds een lacune. Uit het oogpunt van de rechtsontwikkeling en de rechtszekerheid is dit niet wenselijk en er gaan verschillende stemmen op die in dit kader pleiten voor de in Delaware toegepaste Business Judgement Rule.²¹⁸

Het SER advies 'Evenwichtig Ondernemerschap' vormde in combinatie met 'rondetafelgesprekken' en een empirisch onderzoek van Kroeze ea. de basis voor het

²¹⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 100.

²¹⁶ Zie in dit kader de noot van Raaijmakers onder de HBG beschikking (voetnoot 42) en Assink in zijn boek *'rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag'* (2007), eveneens aangehaald door Fleming *'Het voorontwerp aanpassing enquêterecht'* in geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010 (2010).

²¹⁷ Raaijmakers in zijn noot onder ABN Amro. Zie voetnoot 56.

²¹⁸ Vooral Assink heeft hier uitvoering onderzoek naar gedaan. Zie Assink, *'rechterlijke toetsing van het bestuurlijk gedrag'* (2007).

consultatieontwerp tot wijziging van het enquêterecht.²¹⁹ In de MvT betreffende de wetswijziging van het enquêterecht wordt geconcludeerd ‘dat er geen fundamentele problemen zijn met het huidige systeem, maar dat het enquêterecht op onderdelen verbeterd kan worden’.²²⁰ De MvT gaat mee in het advies van de SER om de begrippen ‘gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen’ en ‘wanbeleid’ niet te wijzigen. Opmerkelijk is dat de MvT dit concludeert en verder geen woorden meer wijdt aan deze normen. Op grond van de problematiek die in Aspect I is besproken zou enige visie op zijn plaats zijn geweest.

De MvT stelt daarentegen wel dat de rechter zijn toetsingsbeleid dient toe te lichten op grond van de BJR.²²¹ De BJR houdt kort gezegd in dat de rechter het beleid van de RvB enkel op drie pijlers kan toetsen; 1) voorbereiding (duty of care), 2) het al dan niet gemoeid zijn van privébelangen van bestuurders (duty of loyalty) en 3) rationaliteit en verdedigbaarheid (duty of good faith).²²² Pas wanneer inbreuk op een van deze drie pijlers wordt gemaakt ziet de Amerikaanse rechter aanleiding voor een verder onderzoek naar de gang van zaken in een rechtspersoon en zijn onderneming.²²³ Er vindt dan eveneens een omkering van de bewijslast plaats nu de RvB dient aan te tonen dat het beleid de toets van kritiek kan doorstaan.²²⁴ Mijns inziens zou de BJR op grond van de navolgende argumenten van aanvullende waarde kunnen zijn voor het Nederlandse enquêterecht.

Ten eerste voorkomt het een prejudiciërende werking van het enquêterecht in aansprakelijkheidsprocedures.²²⁵ Zowel aspect I als aspect II hebben aangetoond dat de Ondernemingskamer door oneigenlijk gebruik te maken van de termen gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en wanbeleid in tussen- en eindbeschikkingen meer dan eens op de stoel van de RvB ging zitten. Zij vergat hierbij dat de RvB niet de luxe heeft om alle gevolgen van een beleidsbeslissing achteraf te evalueren. Een enquêteonderzoek heeft niet tot doel om te dienen als aansprakelijkheidsprocedure (art. 2:9 BW), maar door de wijze waarop de Ondernemingskamer het bestuursbeleid be- en veroordeelde konden haar beschikkingen desondanks prejudiciërend werken in latere aansprakelijkheidsprocedures.²²⁶ Het enquêterecht schoof zo langzaam op richting een quasi-aansprakelijkheidsprocedure en dit kan niet de bedoeling zijn van ‘vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor mogelijk wanbeleid’.²²⁷ Het enquêterecht als quasi- aansprakelijkheidsprocedure in combinatie met een eroderend systeem van decharge zorgt voor een aanzienlijke toename van de kans dat de RvB persoonlijk aansprakelijk wordt gehouden voor genomen beleidsbeslissingen.²²⁸ Dat de Ondernemingskamer ook een negatieve rol heeft gespeeld bij de decharge van de RvB bewees zij in haar PCM²²⁹ beschikking waarbij een dechargebesluit ongevraagd en zonder blijk te hebben gegeven van een onjuiste totstandkoming door de Ondernemingskamer werd vernietigd, terwijl de AvA uitdrukkelijk en goed geïnformeerd was. De combinatie van deze factoren maakt het voor een aandeelhouder makkelijker om bij het uitblijven van het gewenste succes de RvB aansprakelijk te houden voor verliezen. Ondanks dat de Unilever²³⁰

²¹⁹ Raaijmakers & van der Schee 2010, p.165.

²²⁰ Kamerstuk II 2010/2011, 32 887, nr.3, p.18 (MvT).

²²¹ Idem.

²²² Assink 2007, p.149. Verbunt 2010, p.161.

²²³ Verbunt 2008, p.161.

²²⁴ Assink 2007, p.149.

²²⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p.178.

²²⁶ Idem.

²²⁷ De Hoge Raad heeft in HR Ogem geoordeeld dat ‘vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid beurst voor mogelijk wanbeleid één van de vier doeleinden van het enquêterecht is. Zie voetnoot 45.

²²⁸ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p.182.

²²⁹ OK 27 mei 2010, JOR 2010, 189 (PCM) m.nt. T.M. Stevens

²³⁰ HR 18 november 2005, NJ 2006, 173 (Unilever) m.nt. Maeyer, JOR 2005,295, m.nt.Brink Eveneens herhaald

beschikking heeft uitgewezen dat een puur vermogensrechtelijk geschil niet tot de doeleinden van het enquêterecht behoort, hebben activistische aandeelhouders aangetoond dat het niet moeilijk is om een vermogensrechtelijk geschil in verband te brengen met één van de enquêterechtelijke doeleinden om zo alsnog de zin door te drijven.²³¹ Gezien de uiterst terughoudende toetsing en de zware bewijslast die er rust op de verzoeker lijkt aansluiting bij de BJR vanuit het oogpunt van het voorkomen van ongewenste aansprakelijkheidsprocedures meer dan wenselijk. Niet het minst omdat bovengenoemde gang van zaken kan leiden tot een RvB die uit angst om aansprakelijk te worden gesteld op haar tenen gaat lopen, wat allerm minst de daadkracht van de beursvennootschap ten goede komt. De MvT rept hier overigens geen woord over en beperkt zich door een korte behandeling van de rechterlijke toetsing van zakelijke beslissingen. De MvT volstaat door de beleidsvrijheid van de RvB te erkennen, bestaande verhoudingen te herhalen en stelt tot slot dat de bestaande jurisprudentie voldoende richtsnoeren biedt. Daarnaast wordt nogmaals de motiveringsplicht van de rechter benadrukt, waarbij een onderscheidt wordt gemaakt tussen gevallen waar het bestuur al dan niet een tegenstrijdig belang heeft. Indien een persoonlijk belang ontbreekt dient de rechter er voor te waken op de stoel van de RvB plaats te nemen en dient zij primair te toetsen of het besluit voldoende zorgvuldig tot stand is gekomen. De BJR wordt kort gezegd afgedaan door de discretionaire ruimte van de Ondernemingskamer te bevestigen, te stellen dat de motiveringsplicht in bepaalde gevallen (wel/geen persoonlijk belang) zwaarder ligt en dat de aandachtspunten die uit de Amerikaanse jurisprudentie naar voren komen voor Nederland 'behulpzaam kunnen zijn'. De motivering in de MvT is ontzettend mager en teleurstellend, nu de kern van de problematiek juist gevormd wordt door de eveneens magere motivering van de Ondernemingskamer en het gebrek aan duidelijke handvatten voor de rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid in de bestaande jurisprudentie.

Een ander argument dat voor de BJR pleit is de zware bewijslast die rust op de eiser. Aansprakelijkheid ontbreekt totdat de eiser met overtuigend bewijs komt dat de bestuurder een belangenconflict had, niet voldoende geïnformeerd was, of redelijkerwijs niet mocht geloven dat hij in het belang van de beursvennootschap handelde.²³² Het enquêterecht in Nederland behelst een verzoekschriftprocedure en er is veel kritiek geuit op het gebrek aan procedurele waarborgen. Dit komt doordat de enquêteprocedure één feitelijke instantie behelst met één schriftelijke ronde, waarbij de nadruk ligt op de mondelinge benhandeling en een onderzoeksfase waar art.6 EVRM niet van toepassing is.²³³ In Nederland zou invoering van de BJR ertoe kunnen leiden dat fishing expeditions worden voorkomen doordat het verzoekschrift meer dan overtuigend dient aan te tonen dat er sprake is van schending van één van de drie pijlers. Voorkomen wordt dat de Ondernemingskamer zelf gaat gissen naar de achterliggende gedachte. Dit bevordert de objectieve toetsing en leidt tot een gewenste strenge selectie aan de poort.

Bovenal kan worden aangevoerd dat Nederland aansluiting dient te zoeken bij een procedure die het neutraal geachte ondernemingsbestuur in bescherming neemt tegen een verregaande mate van rechterlijke bemoeienis.²³⁴ Vergeten wordt dat iemand niet zomaar lid wordt van de RvB. Een strenge selectie vindt plaats op vaak jarenlange ervaring, kennis en kunde. Wantoestanden binnen (beurs)vennootschappen zullen nooit uitgebannen worden, maar men dient ervoor te waken om incidenten als precedenteren aan te merken. Voor de concurrentiekracht van de beursvennootschap en de aantrekkelijkheid van Nederland als

in OK 28 december 2006, *ARO* 2007, 7 (KPN/Qwest).

²³¹ Lemstra 2010, p. 273.

²³² Assink 2007, p. 149. Verbunt 2008, p. 161.

²³³ Van der Korst & Wassenaar 2010, p. 251.

²³⁴ Assink & Kroeze 2010, p. 30.

vestigingsland is een terughoudende rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid meer dan gewenst. De MvT wijst op marginale wijze elke vorm van een BJR af. Te hopen is dat dit een verhaal is dat nog vervolgd gaat worden.

3.5. Conclusie

Voor activistische aandeelhouders werd het enquêterecht een laagdrempelig strijdmiddel om met succes het beleid van de RvB aan te vechten. Als gevolg hiervan kwamen de vennootschapsrechtelijke verhoudingen steeds meer onder druk te staan. Onder de norm gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen be- en veroordeelde de Ondernemingskamer het beleid van de beursvennootschap soms al voordat een enquêteonderzoek was ingesteld. De vraag kan gesteld worden of de Ondernemingskamer bij het toekennen van een enquêteonderzoek en het treffen van onmiddellijke voorzieningen voldoende rekening heeft gehouden met de negatieve en ingrijpende gevolgen voor de beursvennootschap. De beschikkingen van de Ondernemingskamer zorgde voor een sneeuwbal aan ongewenste effecten die door inconsistente en gebrekkige motivering alleen maar groter werd. De moeilijk voorspelbare uitspraken leidde tot risicovermijdend gedrag door de RvB, wat schade toebracht aan de daadkracht van de beursvennootschap. Onder verschillende noemers ontwikkelde de Ondernemingskamer daarnaast haar eigen regels met betrekking hoe de RvB had kunnen en moeten handelen, wat leidde tot een verdere juridisering van de besluitvorming van de RvB en de RvC. De Ondernemingskamer raakte met haar beschikkingen steeds verder verwijderd van de oorspronkelijke doeleinden. De houdbaarheid van het enquêterecht ten opzichte van de beursvennootschap is hierdoor ter discussie komen te staan. Het ingrijpen door de Hoge Raad in de uitspraken inzake ABN Amro en ASMI hebben enigszins ‘een herstel van verhoudingen’ weten te bewerkstelligen, maar laat de vraag van materiële toetsing van het ondernemingsbeleid nog open. Met betrekking tot dit vraagstuk wordt door veel schrijvers (al jaren) aansluiting gezocht bij de BJR. De wetgever heeft deze geluiden opgepikt om vervolgens met een uiterst teleurstellende en marginaal gemotiveerde MvT te komen waarin zij aangeeft geen reden te zien om (een vorm van) de BJR in Nederland in te voeren. Het wetsvoorstel betreffende de wijziging van het enquêterecht is inmiddels aangenomen.²³⁵ Met het oog op de toekomst is het te hopen dat dit niet het einde betekent van de discussie over de invoering van de BJR in Nederland.

²³⁵ Eerste Kamer der Staten Generaal, ‘Invoering aanbevelingen Monitoring Commissie Corporate Governance Code’ <<http://www.eerstekamer.nl>>.

Hoofdstuk IV: Wetsvoorstel Corporate Governance

4.1. Inleiding

In de nasleep van de kredietcrisis werd de vraag gesteld of de financiële misère niet juist veroorzaakt was door aandeelhouders die in het licht van de meest gunstige beurskoers de RvB opjaagde om onverantwoorde risico's te nemen.²³⁶ De motie van Agnes Kant vormde uiteindelijk de aanleiding om het wetsvoorstel '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 van 30 mei 2007' (hierna het wetsvoorstel Corporate Governance) nieuw leven in te blazen.²³⁷ Het wetsvoorstel kan aangemerkt worden als wetgevende reactie op het toegenomen aandeelhoudersactivisme en heeft tot doel tegengewicht te bieden aan de, in de ogen van vele, doorgeslagen balans richting aandeelhouders.²³⁸ In de MvT wordt betoogd dat een evenwichtige balans binnen de interne machtsverhouding van de beursvennootschap gerealiseerd kan worden door een duurzame relatie tussen aandeelhouders en de RvB te bevorderen.²³⁹ Deze gedachtegang loopt dan ook als een rode draad door het wetsvoorstel heen. Om deze duurzame relatie te bevorderen bestaat het wetsvoorstel uit een viertal aspecten. In dit hoofdstuk zal de praktische uitwerking van elk aspect van het wetsvoorstel apart geanalyseerd worden. Deze analyses vormen de grondslag voor een antwoord op de vraag of het wetsvoorstel daadwerkelijk een effectief instrument is om ongewenst aandeelhoudersactivisme tegen te gaan.

4.2. Achtergrond

De totstandkoming van de Corporate Governance Code en de uitbreiding van aandeelhoudersrechten als gevolg van een pakket wetswijzigingen bleek in 2004 voor aandeelhouders een impuls om zich steeds actiever op te stellen.²⁴⁰ Vanuit het systeem van checks and balances binnen de beursvennootschap werd dit in eerste instantie als een wenselijke ontwikkeling gezien, maar onder andere de zaken HBG, Stork en ABN AMRO leidde tot onrust onder de betrokken beursvennootschappen en de maatschappij.²⁴¹ Naar aanleiding van kabinetsvragen over het toegenomen aandeelhoudersactivisme – en na een publieke consultatie - kwam de Monitoring Commissie Corporate Governance (MCCG) op 30 mei 2007 met een advies over de verhouding tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders, een uitwerking van de code en aanbevelingen op het gebied van corporate governance.²⁴² Het kabinet deed vervolgens op 19 juni 2007 de toezegging om een aantal aanbevelingen over te nemen in een wetsvoorstel. Op 3 januari 2008 heeft het Ministerie van Financiën uiteindelijk een conceptwetsvoorstel gepresenteerd.²⁴³

De kredietcrisis van 2008 zorgde ervoor dat de focus van het kabinet kwam te liggen op het treffen van noodmaatregelen om de economie te stimuleren. Als gevolg hiervan werd de behandeling van verschillende wetsvoorstellen, waaronder het wetsvoorstel Corporate

²³⁶ Assink 2009, p. 49. Zie ook de toespraak van Wouter Bos op het Eumedion congres van 3 maart 2009. Op dit congres verweet hij aandeelhouders verantwoordelijk te zijn voor het opjagen van bestuurders om meer risico's te nemen opdat er op de korte termijn hogere resultaten behaald zouden worden. Bos refereerde hierbij mede aan de ondergang en uiteindelijk opsplitsing van ABN Amro. PvdA, 'Zes vragen voor de bankensector. Speech gehouden door Bos op Eumedion congres', <www.pvda.nl>.

²³⁷ Assink 2009, p. 49. Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 1, p. 1.

²³⁸ Kamerstukken II, 2009/09, 32 014, nr. 3, p. 2 (MvT).

²³⁹ Idem.

²⁴⁰ Kamerstukken 2008/09, 32 014, nr. 3 (MvT). Zie ook hoofdstuk 2 paragraaf 2.4.

²⁴¹ Kamerstukken 2008/09, 3 2014, nr. 3, p. 3 (MvT). Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 164.

²⁴² Idem, p. 1. Kamerstukken II, 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 1. Zie ook hoofdstuk 2, paragraaf 2.7.

²⁴³ Sijnja 2010, p. 180.

Governance, uitgesteld.²⁴⁴ Het was diezelfde kredietcrisis die de aanleiding vormde voor de vraag of de financiële misère niet juist was veroorzaakt door aandeelhouders die de RvB van beursvennootschappen opjaagde om in het licht van de beurskoers meer risico's te nemen.²⁴⁵ De maatschappelijke verontwaardiging naar aanleiding van de kredietcrisis was alles behalve minimaal te noemen en werkte versterkend op de heroriëntatie van de positie van de aandeelhouder binnen de beursvennootschap.²⁴⁶ De motie van Agnes Kant van 10 juni 2009 is illustratief voor de wijze waarop de kredietcrisis de denkwijze over aandeelhouders heeft beïnvloed.²⁴⁷ In haar motie verzocht Kant de regering om 'de macht van aandeelhouders binnen de bedrijven in te perken'.²⁴⁸ Het was deze motie die de aanleiding vormde om het wetsvoorstel Corporate Governance uit de koelkast te halen en alsnog ter behandeling aan de Tweede Kamer voor te leggen.²⁴⁹ De val van het kabinet in 2010 zorgde ervoor dat verschillende lopende wetgevingsdossiers tot stilstand kwamen en als gevolg hiervan liep de behandeling van het wetsvoorstel Corporate Governance wederom vertraging op.²⁵⁰ Inmiddels is het wetsvoorstel – ondanks de val van het kabinet in mei 2012 – op 5 juli 2012 met algemene stemmen aangenomen.²⁵¹ De tekst waar de Eerste Kamer zich over moet uitspreken is vervat in een gewijzigde versie.²⁵² Ondanks de aanneming van het wetsvoorstel door de Tweede Kamer kan de vraag gesteld worden of het wetsvoorstel effectief is om ongewenst aandeelhoudersactivisme tegen te gaan.

Één van de doelstellingen achter het wetsvoorstel Corporate Governance is om tegengewicht te bieden aan de korte termijn gerichtheid van aandeelhouders (en bestuurders) door een evenwichtige balans in het aandeelhoudersbestand te realiseren.²⁵³ Met andere woorden; het wetsvoorstel kan gezien worden als een antwoord van de regering op de - in de ogen van velen - doorgeslagen balans ten gunste van de aandeelhouder binnen de interne machtsverhouding van Nederlands beursvennootschappen.²⁵⁴ Een duurzame relatie tussen aandeelhouders en de RvB kan volgens het kabinet bewerkstelligd worden door een 'goede onderlinge en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en de onderneming'.²⁵⁵ Om deze duurzame relatie te bewerkstelligen voorziet het wetsvoorstel Corporate Governance in de navolgende wijzigingen en nieuwe regelingen: (1) De drempel voor het melden van zeggenschap in beursvennootschappen wordt verlaagd van 5% naar 3% (2) Er komt een meldingsplicht met betrekking tot de strategie van de beursvennootschap (3) Er wordt een regeling geïntroduceerd ter identificatie van aandeelhouders (4) De drempel voor het agenderingsrecht wordt verhoogd van 1% naar 3%.

²⁴⁴ Assink 2009, p. 49.

²⁴⁵ Assink 2009, p. 49. Zie ook de toespraak van Wouter Bos op het Eumedion congres van 3 maart 2009. Op dit congres verweet hij aandeelhouders verantwoordelijk te zijn voor het opjagen van bestuurders om meer risico's te nemen opdat er op de korte termijn hogere resultaten behaald zouden worden. Bos refereerde hierbij mede aan de ondergang en uiteindelijk opsplitsing van ABN Amro. PvdA, 'Zes vragen voor de bankensector. Speech gehouden door Bos op Eumedion congres', <www.pvda.nl>.

²⁴⁶ Idem, p. 49.

²⁴⁷ Idem.

²⁴⁸ Idem.

²⁴⁹ Idem.

²⁵⁰ Kroeze & Verburgh 2010, p. 979.

²⁵¹ Eerste Kamer der Staten Generaal, 'Invoering aanbevelingen Monitoring Commissie Corporate Governance Code' <<http://www.eerstekamer.nl>>.

²⁵² Kamerstukken I 2011/12, nr. 32 014, nr. A herdruk.

²⁵³ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 2 (MvT).

²⁵⁴ Sijnja 2010, p. 177.

²⁵⁵ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3 (MvT).

4.3. Meldingsplicht voor aandeelhouders en de intentie van aandeelhouders

In haar rapport heeft de MCCG geadviseerd om de drempel voor melding van een zeggenschapsbelang in de vorm van aandelen dan wel stemrechten, zoals opgenomen in de Wet Financieel Toezicht (WFT), te verlagen van 5% naar 3% met voorts een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%.²⁵⁶ Het betreft hier meer specifiek afdeling 5.3. WFT waarin nadere regels zijn gesteld omtrent de melding van zeggenschapsbelangen en stemmen opdat de beursvennootschap in staat wordt gesteld om duidelijk in kaart te brengen hoe het aandelenbezit is verspreid.²⁵⁷ Rechtsvergelijking met omringende landen vormde de grondslag voor het advies van de MCCG om zowel een meldingsplicht in te voeren bij elke wijziging van 1% als wel dat aandeelhouders bij het verkrijgen van een bepaald percentage aandelen verplicht worden gesteld om een intentieverklaring af te leggen over de beleggingsdoeleinden die worden nagestreefd.²⁵⁸

Het kabinet ondersteunt de door de MCCG voorgestelde verlaging van 5% naar 3% met de motivering dat de ondernemingsleiding op deze manier in een vroeg stadium weet wie haar grootaandeelhouders zijn.²⁵⁹ Daarnaast stelt het kabinet dat potentiële aandeelhouders op deze wijze beter in staat worden gesteld om bij het maken van belangrijke beleggingsbeslissingen voldoende kennis te hebben van (wijzigingen in) stemverhoudingen en belangrijke kapitaalbewegingen.²⁶⁰ Op basis van het argument dat de administratieve lasten niet opwegen tegen het voordeel van transparantie passeert het kabinet de melding bij elke wijziging van 1%.²⁶¹ Het kabinet gaat eveneens mee in het advies van de MCCG om aandeelhouders verplicht te stellen een intentieverklaring af te leggen en koppelt dit aan voorgenoemd percentage van 3%.

Zowel de meldingsplicht als de intentieverklaring worden verankerd in art.5:35 WFT, waarin staat dat een aandeelhouder met een aandelenbelang van 3% of meer verplicht wordt om zich bij de AFM te melden en tegelijkertijd aan te geven of zij bezwaar heeft tegen de strategie van de beursvennootschap.²⁶² De melding van aandeelhouders dient gebaseerd te zijn op een verklaring over de strategie van de beursvennootschap die op haar website terug is te vinden.²⁶³

Voor de uitvoering van de intentiemelding is gekozen voor een binair ja/nee systeem waarbij aandeelhouders aangeven al dan niet bezwaar te hebben tegen de strategie van de beursvennootschap.²⁶⁴ Een nadere toelichting of nuancering van het standpunt van de aandeelhouders is hierbij niet vereist.²⁶⁵ Onder de categorie van aandeelhouders die geen bezwaar hebben tegen de strategie vallen: (1) Aandeelhouders die de strategie ondersteunen

²⁵⁶ Monitoring Commissie Corporate Governance 2007, p. 14.

²⁵⁷ Grundmann-Van de Krol, 2010, p. 406/407.

²⁵⁸ 'Om aantrekkelijk te blijven verdient het de aanbeveling om aan te sluiten bij de drempels die worden gehanteerd in de ons omringende landen. Een drempel van drie procent wordt in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland gehanteerd'. Monitoring Commissie Corporate Governance 2007, p. 17.

²⁵⁹ Kamerstukken II 2008/09, nr.32 014, nr. 3, p. 7 (MvT).

²⁶⁰ Idem.

²⁶¹ Idem, p. 4. Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr. 14, p. 2.

²⁶² Kamerstukken II 2008/09, nr.32 014, nr. 2, p. 2.

²⁶³ Ingevolge Art.5:25 lid 2 ka WFT is de beursvennootschap verplicht om haar strategie op de website te plaatsen.

²⁶⁴ Kamerstukken II 2008/09, nr. 32 014, nr. 3, p.10.

²⁶⁵ In de consultatieversie van het wetsvoorstel was een uitgebreide melding van intenties voorgesteld welke meer aansloot bij de melding uit Amerikaanse wetgeving. Gelet op de kritische consultaties en het gevaar van 'boiler plating' (meldingen die zo ruim geformuleerd zijn dat ze inhoudelijk weinig betekenis hebben) is derhalve gekozen voor het binaire ja/nee systeem. Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr.14, p. 3. Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 10 (MvT).

(2) Aandeelhouders die een neutraal standpunt hebben en (3) Aandeelhouders die nog geen standpunt hebben bepaald.²⁶⁶ Onder de categorie van bezwaar vallen de aandeelhouders die de strategie van de beursvennootschap niet onderschrijven en in verband daarmee de intentie hebben om dit bezwaar nu of in de toekomst actief te uiten door bijvoorbeeld gebruik te maken van hun aandeelhoudersrechten.²⁶⁷ De AFM is belast met het toezicht en kan in geval van overtreding van zowel de zeggenschapsmelding als de intentieverklaring een bestuurlijke boete dan wel een last onder dwangsom opleggen.²⁶⁸

4.3.2. Praktische uitwerking

Één van de achterliggende gedachtes achter art.5:43 WFT is dat de RvB door de zeggenschapsmelding en de intentieverklaring in een vroeg stadium in staat wordt gesteld om beter met haar aandeelhouders te communiceren.²⁶⁹ Er zou op deze wijze meer duidelijkheid ontstaan over de vraag of een aandeelhouder de aandelen slechts voor beleggingsdoeleinden houdt of dat hij van plan is op enigerlei wijze invloed uit te oefenen op de beursvennootschap.²⁷⁰ De argumenten die het kabinet aanvoert in de MvT laten nog veel vragen open over de praktische uitwerking van de regeling.

Allereerst kan worden opgemerkt dat het niet opnemen van de definitie strategie in art. 5:43 WFT kan leiden tot ongewenste onduidelijkheid. In de MvT formuleert het kabinet strategie als ‘de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een langere periode die het uitgangspunt vormen voor de doelen en deelbeslissingen die zij op de korte termijn neemt’.²⁷¹ Ik volg Brink in zijn opvatting dat deze definitie niet veelzeggend is.²⁷² Zo maakt principe II.1. van de Corporate Governance Code een onderscheid tussen de doelstellingen van de vennootschap en de strategie.²⁷³ Onduidelijk is welke componenten van het bestuursbeleid bij het kabinet onder de definitie strategie vallen. Ter illustratie; indien de RvB besluit om ter realisatie van haar doelstellingen het hoofdkantoor te verhuizen, valt dit dan onder de definitie strategie? Dient een aandeelhouder die zich hiermee niet kan verenigen een wijziging van intentie door te geven bij de AFM? De aandeelhouder moet immers aangeven of hij voor of tegen de strategie is, terwijl hij het met bepaalde aspecten eens zal zijn en andere oneens. Het kan zelfs zo ver gaan dat een averechts effect optreedt indien aandeelhouders uit zelfbescherming bij voorbaat aan zullen geven bezwaar te hebben tegen de strategie. Juist potentiële activistische aandeelhouders zullen vanaf begin af aan een nee-melding plaatsen om zo alle mogelijkheden open te houden.²⁷⁴ Het kabinet weerlegt dit standpunt door te stellen dat de AFM de juistheid van de intentiemelding, op aangeven van de beursvennootschap en aandeelhouders, zal toetsen door inlichtingen te vorderen en zo nodig een bestuurlijke boete dan wel last onder dwangsom opleggen.²⁷⁵ Het kabinet gaat echter voorbij aan het feit dat een nee-melding door potentiële activistische aandeelhouders eenvoudig gerechtvaardigd kan worden door te stellen dat de behaalde resultaten door de beursvennootschap als teleurstellend zijn aan te merken en dit te onderbouwen met een

²⁶⁶ Kamerstukken II 2008/09, nr.32 014, nr. 3, p. 10 (MvT).

²⁶⁷ Idem.

²⁶⁸ Idem, p. 13.

²⁶⁹ Idem.

²⁷⁰ Lemstra & Neering 2007, p. 217.

²⁷¹ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 8, p. 12.

²⁷² Brink 2009, p. 59.

²⁷³ Principe II.1: ‘Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, hetgeen onder meer inhoudt dat het verantwoordelijk is voor de realisatie van de doelstellingen van de vennootschap, de strategie met het bijbehorende risicoprofiel (...)’

²⁷⁴ Brink 2009, p. 59.

²⁷⁵ Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr. 14, p. 2.

eenvoudige brief aan de RvB.²⁷⁶ Ik volg Brink in zijn gedachtegang dat er middels het binaire ja/nee systeemwijze een self fulfilling prophecy kan ontstaan die doet denken ‘dat waar rook is er ook wel vuur zal zijn’.²⁷⁷ Een enkele mededeling dat de aandeelhouder bezwaar heeft kan zo leiden tot onrust op de markt en een ongewenste invloed hebben op de beurskoers.²⁷⁸

Onduidelijkheid met betrekking tot de strategie ontstaat ook doordat aandeelhouders hun intentieverklaring dienen te baseren op de strategie zoals vermeld op de website van de beursvennootschap.²⁷⁹ De vraag kan gesteld worden wat voor betekenis de intentiemelding nog heeft indien de beursvennootschap volstaat met een zeer beknopte en zeer open geformuleerde strategie.²⁸⁰ Een nietszeggende strategie leidt immers tot een nietszeggende intentiemelding. Daarnaast kan de vraag opgeworpen worden of het kabinet er voldoende rekening mee heeft gehouden dat het voor een grote beursvennootschap met veel dochterondernemingen veel moeilijker is om een heldere strategie te formuleren dan voor een relatief ‘kleine’ beursvennootschap.²⁸¹

Het onderscheid dat het kabinet probeert aan te brengen tussen een aandeelhouder die bezwaar heeft (een actieve belegger) en een aandeelhouder die geen bezwaar heeft tegen de strategie (passieve belegger) is niet zo duidelijk als in eerste instantie lijkt.²⁸² Problemen ontstaan vooral bij de vraag wat nu precies valt onder ‘de intentie hebben om dit bezwaar nu of in de toekomst actief te uiten door bijvoorbeeld gebruik te maken van hun aandeelhoudersrechten’. Voor het kabinet ligt de taak om hier meer duidelijkheid over te verschaffen.²⁸³ Dient een aandeelhouder namelijk elke keer dat hij voornemens is zijn zeggenschapsrechten uit te oefenen hiervan melding te doen bij de beursvennootschap? Zo ja, dan wordt de intentiemelding snel betekenisloos en het continue veranderen van de melding zal daarnaast tot hoge administratieve lasten leiden.²⁸⁴ Activistische aandeelhouders zullen van meet af aan een nee-melding plaatsen om zo alle mogelijkheden open te houden. Een nee-melding is immers eenvoudig te rechtvaardigen.

Met het wetsvoorstel Corporate Governance tracht het kabinet in zijn algemeenheid meer tegengewicht te bieden aan activistische aandeelhouders die de strategie van de beursvennootschap ter discussie stellen. Of de intentiemelding ook dit effect zal hebben kan betwijfeld worden. De meldingsplicht zal worden ingevoerd voor aandeelhouders met een zeggenschapsbelang van 3% of meer. Ter illustratie; hedge fonds TCI had een belang van ongeveer 2% en zou dus niet verplicht zijn om, indien het wetsvoorstel Corporate Governance destijds al van kracht zou zijn geweest, een intentiemelding te plaatsen. Daarnaast kan worden opgemerkt dat - in afwijking van het bestaande artikel 5:45 lid 5 WFT²⁸⁵ - aandeelhouders bij de melding van intenties niet hoeven aan te geven of zij alleen of samen met andere aandeelhouders handelen.²⁸⁶ Over de grens tussen ‘acting in concert’ en ‘gewoon’ samenwerken bestaat nog veel onduidelijkheid en dit kan ten grondslag hebben gelegen aan de keuze voor het kabinet om het huidige art. 5:45 lid 5 WFT niet overeenkomstig van

²⁷⁶ Idem.

²⁷⁷ Idem.

²⁷⁸ Sijnja 2010, p. 189.

²⁷⁹ Idem, p. 186.

²⁸⁰ Brink 2009, p. 59.

²⁸¹ Idem.

²⁸² Lemstra & Neering, p. 219.

²⁸³ Idem, p. 220.

²⁸⁴ Idem.

²⁸⁵ Het huidige art.5:45 WFT bepaalt dat aandeelhouders die vallen onder ‘acting in concert’ bij de overschrijding van een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal zich moeten melden bij de AFM.

²⁸⁶ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 13 (MvT).

toepassing te verklaren op de intentiemelding.²⁸⁷ Het kabinet volgt Eumedion dat ‘een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen niet per definitie betekent dat deze aandeelhouders dezelfde gedachte hebben over de strategie van de beursvennootschap’.²⁸⁸ Feit blijft dat er ongewenste onduidelijkheid blijft bestaan over de gevallen die wel onder ‘acting in concert’ vallen en waar een intentiemelding gewenst zou zijn. Immers, twee aandeelhouders met ieder een belang van 2% kunnen in de praktijk wel degelijk in onderling overleg besluiten tot activistische handelingen over te gaan. De onduidelijkheid die thans nog bestaat over dit fenomeen komt de daadkracht van de intentiemelding niet ten goede.

Een andere vraag die gesteld kan worden is in hoeverre de meldingsplicht en de intentieverklaring zullen bijdragen aan de ‘constructieve dialoog’ die het kabinet beoogd. Vooropgesteld dient te worden dat het voeren van de dialoog in het licht van het systeem van ‘checks and balances’ wenselijk kan zijn. Immers, een strategie kan niet worden uitgevoerd vanuit een ‘isolement’ van de RvB.²⁸⁹ De meldingsplicht stelt de beursvennootschap in staat om de aandeelhouders in een vroeg stadium te benaderen.²⁹⁰ De basis van de dialoog wordt vervolgens gevormd door de veronderstelling die door de RvB mag worden gemaakt naar aanleiding van de intentieverklaring.²⁹¹ De vraag is of een combinatie van deze factoren ook uiteindelijk zal leiden tot een constructieve dialoog. Een dialoog kan namelijk niet geforceerd worden en de totstandkoming hiervan is afhankelijk van de welwillendheid van partijen en transparantie over de intenties over en weer.²⁹² Daarnaast zal een aandeelhouder die zijn intenties bij voorbaat heeft moeten vastleggen en openbaren misschien minder snel geprikkeld worden om deze bij te stellen als gevolg van een dialoog met de RvB.²⁹³

Een ander punt van kritiek op de intentieverklaring is dat deze de vrijheid van aandeelhouders om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen kan aantasten.²⁹⁴ In de MvT wordt uitdrukkelijk gesteld dat een intentiemelding de vennootschapsrechterlijke rechten van de aandeelhouder niet aantast.²⁹⁵ Volgens de MvT vallen onder aandeelhouder die bezwaar hebben tegen de strategie die aandeelhouders die voornemens zijn hun ongenoegen nu of in de toekomst te uiten, door bijvoorbeeld gebruik te maken van hun aandeelhoudersrechten.²⁹⁶ Het gebruik van aandeelhoudersrechten kan dus een indicatie zijn om te controleren of de aandeelhouder handelt conform de melding die hij heeft gedaan. Een spanningsveld ontstaat doordat de aandeelhouder zijn rechten nog vrij mag uitoefenen, maar dit tegelijkertijd kan leiden tot een boete of een last onder dwangsom omdat het gebruik van zijn rechten in strijd is met zijn intentieverklaring.

Er ontstaat een spanningsveld nu de volgens de MvT de aandeelhouder enerzijds zijn rechten nog vrij mag uitoefenen, maar anderzijds het uitoefenen van zijn rechten kan leiden tot strijd met de geplaatste intentiemelding. Ik volg Sijnja dat er talloze valide argumenten kunnen zijn waarom de aandeelhouder misschien niet in lijn stemt met zijn intentiemelding en er derhalve gewicht moet worden toegekend aan de beweegredenen van de aandeelhouder om te stemmen²⁹⁷.

²⁸⁷ Raaijmakers & Abma 2007, p. 144/145.

²⁸⁸ Kamerstukken II, 2009/10, 32 014, nr. 8.

²⁸⁹ Raaijmakers 2010, p. 315.

²⁹⁰ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 45 (MvT).

²⁹¹ Sijnja 2010, p. 187.

²⁹² Idem.

²⁹³ Lemstra & Neering 2007, p. 216.

²⁹⁴ Idem.

²⁹⁵ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 45 (MvT).

²⁹⁶ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 10 (MvT).

²⁹⁷ Sijnja 2010, p. 100.

Bovenstaande kritiekpunten hebben geleid tot een amendement van het (inmiddels demissionaire) Tweede Kamerlid Groot c.s. die ertoe strekt om de verplichte intentiemelding te schrappen uit het wetsvoorstel Corporate Governance.²⁹⁸ Groot motiveert het amendement door te stellen dat het pro-forma karakter van de intentiemelding niet noodzakelijkerwijs tot een juist beeld van de visie van de aandeelhouder op de strategie van de beursvennootschap zal leiden. Hierdoor kan de intentiemelding ongewild de spanningen tussen aandeelhouders en de beursvennootschap kan vergroten.²⁹⁹ Daarnaast zou door de intentiemelding in een vroeg stadium een ongewenste discussie ontstaan over de bedrijfsstrategie die kan leiden tot maatschappelijke ophef rondom de vennootschap.³⁰⁰ Tot slot wordt gesteld dat de intentiemelding niet past in de Nederlandse Corporate Governance structuur, dat deze noch door de MCCG noch door marktpartijen gesteund wordt en dit de reden vormde voor de Commissie Frijns om haar advies op dit punt dan ook in te trekken.³⁰¹ Inmiddels is het amendement van Groot c.s. aangenomen en is de intentiemelding geschrapt in de gewijzigde wettekst.³⁰²

4.3.3. Tussenconclusie

Vooropgesteld dient te worden dat er geen fundamentele bezwaren zijn aan te voeren tegen een verlaging van de zeggenschapsmelding. Wat het wetsvoorstel Corporate Governance discutabel maakt is de koppeling van een verlaging van de meldingsplicht aan de verplichting voor aandeelhouders om tegelijkertijd een intentieverklaring af te geven over de (beleggings)doelstellingen die worden nagestreefd. Het in eerste instantie duidelijk lijkende binaire ja/nee systeem roept verschillende vragen op over wat er nu precies verstaan dient te worden onder ‘strategie’ en ‘de intentie hebben om dat bezwaar nu of in de toekomst te uiten’. Om zonder restricties gebruik te kunnen maken van hun aandeelhoudersrechten zullen activistische aandeelhouders van meet af aan een nee-melding plaatsen die achteraf eenvoudig te rechtvaardigen valt. De intentiemelding zal daarom niet leiden tot de gewenste transparantie. Een ongewenst spanningsveld ontstaat daarnaast met vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten doordat het uitoefenen van stemrecht onder bepaalde omstandigheden kan leiden tot een last onder dwangsom dan wel bestuurlijke boete. Het lijkt erop dat het kabinet onder de noemer van de dialoog en in het licht van het (vennootschapsrechtelijke) systeem van checks and balances een bepaalde (effectenrechtelijke) transparantie probeert te forceren. De aanneming van het amendement Groot c.s. betekent dat de intentiemelding in de gewijzigde wettekst is komen te vervallen en daar hoeft mijns inziens allerm minst om getreurd te worden.

4.4. Identificatie van aandeelhouders

De meldingsplicht voor aandeelhouders geldt zoals gezegd alleen voor aandeelhouders die de grens van 3% van het geplaatste kapitaal overschrijden. De anonimiteit van aandeelhouders onder deze grens wordt als een obstakel gezien bij de totstandbrenging van de dialoog tussen de beursvennootschap en de aandeelhouders.³⁰³ De MCCG heeft dan ook aanbevolen om wetgeving te ontwikkelen ‘ten einde de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouder (economisch gerechtigde) te achterhalen’.³⁰⁴ Het kabinet gaat mee in het

²⁹⁸ Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 15, p. 2.

²⁹⁹ Idem.

³⁰⁰ Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 24, p. 2.

³⁰¹ Idem.

³⁰² Kamerstukken I 2011/2012, 32 014, nr. A herstel.

³⁰³ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 14 (MvT).

³⁰⁴ Monitoring Commissie Corporate Governance 2007, p. 20.

advies van de MCCG en stelt dat voor het creëren van een goede onderlinge verhouding het van belang is dat RvB de mogelijkheid heeft om kennis te nemen van de identiteit van haar aandeelhouders, ‘ongeacht of deze een belang van onder of boven de drie procent houdt’.³⁰⁵ De identificatie van aandeelhouders kan dan ook gezien worden als een verlengde van de hierboven besproken meldingsplicht en heeft kort gezegd twee hoofddoelstellingen. Op de eerste plaats beoogt de regeling de beursvennootschap meer inzicht te geven in haar aandeelhoudersbestand. De beursvennootschap kan door de identificatieregeling in kaart brengen wie haar aandeelhouders zijn dan wel wie gerechtigd is om een stem uit te brengen.³⁰⁶ Het kabinet acht de identificatie van een tot dan onbekende groep van aandeelhouders met een klein belang eveneens van belang vanuit het oogpunt van het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Deze groep van aandeelhouders kan namelijk een doorslaggevende stem hebben op een BAvA en zo invloed uitoefenen op ingrijpende beslissingen die de toekomst van de beursvennootschap raken.³⁰⁷ Op de tweede plaats beoogt de regeling de communicatie tussen aandeelhouders en de beursvennootschap te bevorderen alsmede de communicatie tussen aandeelhouders onderling.³⁰⁸ Vooral bij een wijdverspreid aandelenbezit - hetgeen bij veel Nederlandse beursvennootschappen voorkomt - zou middels de identificatieplicht de dialoog bevorderd kunnen worden.³⁰⁹ Dit kan van toegevoegde waarde zijn indien deze groep van aandeelhouders voornemens is om hun aandelenbelang uit te breiden.³¹⁰

De uiteindelijke regeling betreffende de identificatie van aandeelhouders zal worden opgenomen in de Wet Giraal Effectenverkeer en is gebaseerd op de bestaande situatie dat aandelen in ketens van effectenregelingen worden gehouden.³¹¹ Het uiteindelijke doel is om de investeerder, die zich aan het uiteinde van de keten bevindt, te identificeren.³¹² De beursvennootschap kan vervolgens vanaf 60 tot en met de dag van de AvA een verzoek indienen om de identiteit van de investeerder te achterhalen, waarbij zij gerechtigd is om een verzoek in te dienen bij alle intermediairs in de keten.³¹³ In de praktijk zal het eerste verzoek boven in de keten worden ingediend (Euroclear) en zal elke schakel lager herhaald worden tot de uiteindelijke investeerder is geïdentificeerd.³¹⁴ De privacy van minderheidsaandeelhouders wordt gewaarborgd doordat het identificatieverzoek zich specifiek richt op investeerders die 0,5% of meer van het geplaatste kapitaal houden.³¹⁵ Als een intermediair niet voldoet aan een verzoek tot identificatie dan staat voor de beursvennootschap de civielrechtelijke rechtsgang open en kan de beursvennootschap een bevel tot nakoming eisen. Daarnaast kan de rechtbank,

³⁰⁵ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 14 (MvT).

³⁰⁶ Van den Broek 2008, p. 57.

³⁰⁷ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 14 (MvT).

³⁰⁸ Van den Broek 2008, p. 57.

³⁰⁹ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 14 (MvT).

³¹⁰ Idem.

³¹¹ Winter & Van Ginneken 2009, p. 144.

³¹² Het wetsvoorstel introduceert de term investeerder waarmee dus de laatste schakel in de bewaarketen wordt aangeduid, die niet in de hoedanigheid van een aangesloten instelling, intermediair of instelling in het buitenland die voor een ander tegoeed in aandelen aanhoudt of administreert. Idem.

³¹³ Idem. Hieronder vallen Euroclear, aangesloten instellingen, intermediairs, instellingen in het buitenland en bewaarders van beleggingsinstellingen. De oorspronkelijke termijn lag gelegen op uiterlijk 21 dagen vóór aanvang van de AvA. Het aangenomen amendement van (demissionair) Tweede Kamerlid Schaart c.s. heeft de regeling op dit punt verandert. Kamerstukken II 2012/11, 32 014, nr. 33.

³¹⁴ Idem.

³¹⁵ In het oorspronkelijke wetsvoorstel was deze grens niet opgenomen. Middels het amendement van (demissionair) Tweede Kamerlid Schaart c.s. is de regeling op dit punt aangepast. Hiermee wordt tegemoet gekomen aan de door de Raad van State geuite bezwaren tegen de mogelijke aantasting van de persoonlijke levenssfeer van kleine (veelal) particuliere beleggers. Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr. 33, p. 3.

op vordering van de beursvennootschap, de stemrechten schorsen van de intermediair die niet aan zijn verplichting voldoet.³¹⁶ Het identificeren van aandeelhouders lijkt op deze manier een logisch proces. Het is echter de vraag of de regeling in de praktijk veel zal worden toegepast.

4.4.2. Praktische uitwerking

Allereerst kan worden opgemerkt dat er een aantal praktische problemen kunnen ontstaan indien de intermediair niet voldoet aan een verzoek van de beursvennootschap. In dit geval staat het de beursvennootschap vrij om een verzoek in te dienen om het stemrecht te schorsen van een intermediair die niet aan zijn verplichting voldoet. Het schorsen van stemrecht wordt zo als pressiemiddel gebruikt om ervoor te zorgen dat de investeerder de tussenpersoon aanspoort om alsnog de benodigde gegevens te verschaffen. Gevolg hiervan is wel dat de investeerder in de tussentijd niet kan stemmen en men kan zich afvragen of dit rechtvaardig is, nu het de tussenpersoon is die zijn wettelijke verplichting niet is nagekomen.³¹⁷ Dit argument is ook aangevoerd door de Raad van State en zij concludeert dat de sanctieregeling in een dergelijk geval ‘buiten proportie, en daarmee niet aanvaardbaar is’.³¹⁸ Tegen het schorsen van stemrecht kan eveneens worden aangevoerd dat het voor de beursvennootschap lastig is om voorafgaand aan een stemming op een AvA te controleren of het stemrecht van een aandeelhouder is geschorst aangezien diens identiteit niet bekend is.³¹⁹ Een ander probleem van praktische aard is dat de datum van de identificatie en registratie in sommige gevallen niet zal samenvallen, waardoor het gevaar bestaat dat een investeerder, die geen weet heeft van het feit dat zijn stemrecht geschorst is, zijn aandelen verkoopt. De kopende partij krijgt hierdoor aandelen zonder stemrecht, wat allerm minst de bedoeling kan zijn van de regeling.³²⁰ Inmiddels is als gevolg van de aanneming van het amendement van (demissionair) Tweede Kamerlid Schaart c.s. (amendement Schaart) het schorsen van stemrecht in de gewijzigde wettekst vervallen.³²¹

De noodzaak om de investeerder te identificeren vloeit voort uit de gedachte dat de beursvennootschap relevante informatie over de AvA kan toezenden, waarna de investeerder op afstand kan stemmen.³²² Het is opmerkelijk te noemen dat het kabinet ervan uitgaat dat informatie over de AvA nog steeds op de ‘oude manier’ per post wordt verzonden. Temeer nu zij het nut van de elektronische snelweg bij de intentieverklaring wel inziet. In het huidige elektronische tijdperk zou het daarom meer voor de hand liggen dat beursvennootschappen verplicht worden om alle relevante informatie omtrent de aanstaande AvA op de website plaatsen. Het is dan de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder die zijn stemrecht wil gebruiken om de relevante informatie te bestuderen, alvorens zijn stem uit te brengen. Winter & Van Ginneken wijzen eveneens op de prehistorische benadering van het kabinet en opteren voor een systeem van stemmen op afstand via de elektronische snelweg, waarbij het initiatief om informatie op te zoeken als het stemmen op afstand bij de aandeelhouder ligt. Zij formuleren hierbij een aantal kernwaarden voor zowel de beursvennootschap en de aandeelhouder die mijns inziens vanuit het oogpunt van de internationalisering en modernisering tot een beter systeem zou leiden.³²³

³¹⁶ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 14 (MvT).

³¹⁷ Winter & Van Ginneken, p. 146.

³¹⁸ Kamerstukken II 2011/11, 32 014 nr. 4, p. 8.

³¹⁹ Idem.

³²⁰ Idem.

³²¹ In lijn met de Raad van State werd als motivering aangevoerd dat het schorsen van stemrecht een buitenproportionele sanctieregeling is. Kamerstukken II 2011/2012, kamerstukken 32 014, nr. 33, p. 2.

³²² Idem.

³²³ Idem, p.146 t/m150.

Het wetsvoorstel beoogt eveneens de informatieverstopping tussen aandeelhouders onderling te bevorderen. Nadat de beursvennootschap zijn aandeelhouders heeft geïdentificeerd voorziet de regelingen erin dat diezelfde aandeelhouders, via de uitgevende instelling, informatie kunnen verzenden aan de overige aandeelhouders. Dit recht behoort toe aan aandeelhouders die alleen of gezamenlijk tenminste een honderdste deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of rechthebbende is op een bedrag van aandelen of certificaten met een gezamenlijke waarde van tenminste 250.000 euro.³²⁴ Van de beursvennootschap wordt verwacht dat zij de toegezonden stukken controleert op juistheid, duidelijkheid en de vraag of de informatie niet misleidend is.³²⁵ Ik beaam met Van den Broek dat de vraag gesteld kan worden of er niet teveel verwacht wordt van de beursvennootschap.³²⁶ Het lijkt erop dat de beursvennootschap wordt verheven tot veredelde postbode. Zoals gezegd dient de beursvennootschap daarnaast de toegezonden stukken te controleren. Mijns inziens vormt dit voor de beursvennootschap een eenvoudige weigergrond om informatie die haar niet aanstaat door te zenden. Een aandeelhouder die tevreden is met de gang van zaken zal overigens van dit recht geen gebruikmaken

Inmiddels is via het amendement Schaart een nadere invulling gegeven aan de doorzendplicht. Zo is een beursvennootschap niet verplicht om informatie door te zenden als het verzoek daartoe pas vlak voor (binnen zeven dagen) voorafgaand aan de AvA is gedaan.³²⁷ De beursvennootschap mag eveneens weigeren om informatie door te zenden indien die van zodanige aard is dat verzending naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid ingevolge art. 2:8 BW niet verlangd kan worden.³²⁸ Ik beaam echter met Van den Broek dat aandeelhouders meer dan eens hebben aangetoond capabel te zijn om hun ongenoegen te communiceren naar zowel de RvB als de overige aandeelhouders door bijvoorbeeld gebruik te maken van de media.³²⁹ Er kunnen daarom vraagtekens gezet worden bij de toegevoegde waarde van deze regeling.

Het lijkt erop dat het Nederlandse kabinet aansluiting probeert te zoeken bij het in de Verenigde Staten (VS) veel gehanteerde systeem van proxy sollicitation en voting. Het principe hierachter is dat een aandeelhouder bevoegd is om een ander dan zichzelf te autoriseren om namens hem te stemmen, waarbij het verkopen van stemmen uitdrukkelijk verboden is.³³⁰ Door het verwerven van stemmen van passieve of ‘stille’ aandeelhouders worden zeggenschapsrechten gebundeld en ontstaat er een mechanisme om druk uit te oefenen op de RvB.³³¹ Waar proxy sollicitation en voting in de VS vooral wordt ingezet als disciplineringsmiddel is het in Europese lidstaten, waaronder Nederland, vooral een manier om aandeelhouders die niet op de fysieke AvA aanwezig kunnen zijn aan te sporen om alsnog te stemmen.³³² Het bevorderen van het stemmen op afstand dient dan ook gezien te worden in het licht van de toenemende druk op institutionele beleggers, pensioenfondsen (en) om hun stemrecht te gebruiken en de balans in het systeem van checks and balances te bevorderen.³³³ Nieuwe wet- en regelgeving richt zich dan ook puur op procedure regels om het stemmen op afstand te faciliteren en te bevorderen. Zo is de identificatie van aandeelhouders geheel in lijn met de richtlijn aandeelhoudersrechten die onder andere tot doel heeft om barrières weg te

³²⁴ Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 20 (MvT).

³²⁵ Kamerstukken II 2010/11, nr. 14, p. 2.

³²⁶ Van den Broek 2008, p.60.

³²⁷ Kamerstukken II, 32 014, nr. 33, p. 3.

³²⁸ Idem.

³²⁹ Van den Broek 2008, p. 60.

³³⁰ Van der Schree 2010, p. 188.

³³¹ Idem.

³³² Idem, p. 190.

³³³ Idem.

nemen die het grensoverschrijdend stemmen in de weg staan.³³⁴ Daarnaast is ook wetgeving aangepast aan het huidige tijdperk middels de Wet Elektronische Communicatiemiddelen in 2007.³³⁵ Het stemmen op afstand alsmede de informatie uitwisseling voor de AvA roept de vraag op naar de plaats van de fysieke aandeelhoudersvergadering.³³⁶ In het verlegde daarvan is het jammer te noemen dat het kabinet zich richt op procedurele regels en niet op meer inhoudelijke regels die tot een soortgelijk systeem van proxy sollicitation en voting leiden zoals gehanteerd in de Verenigde Staten. Ik zal daar in het navolgende hoofdstuk nog op terug komen.

4.4.3. Tussenconclusie

Het lijkt erop dat het kabinet bij de regeling betreffende de identificatie van aandeelhouders het systeem van proxy sollicitation en voting in de Verenigde Staten als inspiratiebron heeft gebruikt. Vanuit deze gedachte is het jammer te noemen dat bij de praktische uitwerking van de regeling vooral aandacht is besteed aan formele regels die van de beursvennootschap een soort veredelde postbode maken. Niet alleen wordt van de beursvennootschap verwacht dat zij op een ouderwetse manier per post informatie aangaande de komende AvA aan aandeelhouders toezendt, tegelijkertijd dient zij eveneens als doorgeefluik te fungeren voor aandeelhouders die informatie naar andere aandeelhouders willen zenden. Het is noemenswaardig te noemen dat het kabinet probeert de barrières weg te nemen die grensoverschrijdend stemmen in de weg staan, maar een meer moderne benadering zou hier op zijn plaats zijn geweest. Het zou, zoals Winter en Van Ginneken bepleiten, in dit elektronische tijdperk meer voor de hand liggen om na te denken over een systeem dat stemmen via internet mogelijk maakt. Hoewel het amendement Schaart op bepaalde punten een duidelijke verbetering is van het oorspronkelijke wetsvoorstel, blijft de vraag naar noodzakelijkheid op bepaalde punten(waaronder de doorzendplicht) onbeantwoord. De toekomst zal dan ook uitwijzen of de regeling in de praktijk veel zal worden toegepast.

4.5 Agenderingsrecht

Het wetsvoorstel Corporate Governance beoogt mede de wettelijke regeling van het agenderingsrecht aan te passen. Het huidige agenderingsrecht (art. 2:114a BW) is ingevoerd in oktober 2004 als onderdeel van een pakket wetwijzigingen om de positie van de aandeelhouder te versterken³³⁷ en bepaalt dat aandeelhouders die individueel of tezamen minstens 1% van het geplaatste kapitaal of een marktwaarde van tenminste 50 miljoen euro vertegenwoordigen, bevoegd zijn om een verzoek in te dienen bij de RvB om één of meer onderwerpen op de agenda van de eerstvolgende AvA te plaatsen. De MCCG heeft aanbevolen ‘ (...) om internationaal aansluiting te zoeken en de drempel te verhogen tot 3%. Het alternatieve criterium kan daarbij vervallen’.³³⁸ De verhoging naar 3% zou goed aansluiten bij de verlaging van de hierboven reeds behandelde meldingsplicht.³³⁹

Het advies van de MCCG is opgesteld in hetzelfde jaar dat de overnameprikkelen rondom ABN Amro nog in volle gang waren en deze zaak maakte duidelijk dat de uitoefening van het agenderingsrecht onder bepaalde omstandigheden kon leiden tot situaties die de

³³⁴ Idem, p.191

³³⁵ Deze wet is tot stand gekomen ter implementatie van de Europese richtlijn inzake elektronische handel in 2004, waarin expliciet werd gemaakt dat de elektronische, via internet afgegeven volmacht (steminstructie) geregeld is, art. 2:117 lid 5 BW.

³³⁶ Winter & Van Ginneken, p. 150.

³³⁷ Zie ook paragraaf 2.5

³³⁸ Monitoring Commissie Corporate Governance 2007, p. 20.

³³⁹ Zie paragraaf 4.3.

kabinet bij de totstandkoming van de wettelijke regeling niet beoogd had.³⁴⁰ Controversieel was de 'Dear Board Letter' van TCI waarin zij schreef: '(...) For the above reasons we are requesting the attached independent motions to be put on the agenda as separate items for shareholders to vote on at the Annual General Meeting to be held on 26 April 2007'.³⁴¹ De functionaliteit van het agenderingsrecht als onderdeel van het systeem van 'checks and balances' kwam mede naar aanleiding van de TCI brief ter discussie te staan.³⁴²

Het advies van de MCCG is door het kabinet overgenomen met de motivering dat 'ervaringen met het aandeelhoudersactivisme uitwijzen dat een relatief klein belang in de vennootschap niet rechtvaardigt dat een aandeelhouder voorstellen kan doen voor de besluitvorming van de algemene vergadering (...). Het kabinet acht het, mede gelet op het systeem van checks and balances binnen de vennootschap, wenselijk dat slechts aandeelhouders die tenminste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen dat recht (gezamenlijk) kunnen uitoefenen'.³⁴³ Het kabinet tracht met het wetsvoorstel te voorkomen dat activistische aandeelhouders (met een relatief klein belang) agendapunten aandragen die de strategie van de beursvennootschap kunnen beïnvloeden. Het is echter de vraag of het verhogen van de drempel van het agenderingsrecht deze beoogde uitwerking zal hebben.

De achterliggende gedachte achter de invoering van het agenderingsrecht in 2004 was dat aandeelhouders zo een impuls zouden krijgen om de AvA te gebruiken als platform voor wederzijdse informatie-uitwisseling met de RvB.³⁴⁴ De AvA zou zo gebruikt worden als middel om de bestaande verhoudingen binnen de beursvennootschap nader in te vullen.³⁴⁵ Het agenderingsrecht zou aandeelhouders in staat stellen om over eigen voorgedragen onderwerpen te discussiëren, maar het was nimmer de bedoeling dat aandeelhouders ook daadwerkelijk over deze onderwerpen zouden stemmen.³⁴⁶ De wetgever stelde uitdrukkelijk dat het agenderingsrecht geen verandering in de bevoegdheidsverdeling tussen de RvB en de aandeelhouders trachtte te bewerkstelligen en dit verklaart grotendeels waarom het agenderingsrecht minimaal geclouseerd is.³⁴⁷

De summiere formulering van art. 2:114a BW heeft als gevolg dat de RvB slechts in zeer beperkte mate gerechtigd is een agenderingsverzoek af te wijzen.³⁴⁸ Indien een agenderingsgerechtigde tijdig een agendapunt indient dan is de RvB gehouden deze op de agenda te plaatsen, tenzij een zwaarwichtig belang van de beursvennootschap zich daartegen verzet.³⁴⁹ De minister noemt afwijzing denkbaar als een reeks agendapunten worden ingediend waaruit blijkt dat deze tot doel hebben de vergaderorde ernstig te verstoren.³⁵⁰ Dit betekent in beginsel dat de RvB een agendapunt niet mag weigeren vanwege de inhoud van het verzoek.³⁵¹

4.5.2. Praktische uitwerking

Vanuit de achterliggende gedachte van het agenderingsrecht - platform voor discussie - is deze beperkte afwijzingsbevoegdheid goed verdedigbaar. Minder goed verdedigbaar wordt het echter wanneer het agenderingsrecht door activistische aandeelhouders wordt aangegrepen

³⁴⁰ Overkleeft 2009, p. 715.

³⁴¹ Reuters, *TCI's letter to ABN Amro seeking a breakup*, <www.uk.reuters.com>.

³⁴² Overkleeft 2009, p. 715.

³⁴³ Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr. 12, p. 9.

³⁴⁴ Assink 2009, p. 47.

³⁴⁵ Idem.

³⁴⁶ Overkleeft 2009, p. 716.

³⁴⁷ Idem.

³⁴⁸ Idem.

³⁴⁹ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 420.

³⁵⁰ Idem.

³⁵¹ Idem.

om punten die de besluitvorming van de RvB raken op de agenda te zetten. Indien het wetsvoorstel de facto een bevoegdheidsverdeling richting de aandeelhouders wenst te voorkomen, dan is het de vraag of het verhogen van de agenderingsdrempel naar 3% de oplossing vormt.³⁵²

Overkleefte bepleitte in 2008 dat het meer in de rede zou liggen om de RvB in bepaalde gevallen de bevoegdheid te geven om agendering van een bepaald onderwerp te weigeren.³⁵³ Een inhoudelijke bespreking is ook niet op zijn plaats als de aandeelhouder aanvoert dat het aangedragen agendapunt dient als discussiepunt.³⁵⁴ Het weigeren van een agendapunt is dan gebaseerd op de argumentatie dat de aandeelhoudersvergadering niet bevoegd is ter zake het aangedragen onderwerp een besluit te nemen en hij bepleit daarom voor een nadere invulling van de 'zwaarwichtig belang norm'.³⁵⁵

Ik steun de gedachtegang dat de AvA nog steeds niet het middel is om een strategiewijziging door te drukken en dat een beperking van de agenderingsvrijheid derhalve op zijn plaats is. Ik voel hierbij echter meer voor de later gedane suggestie van Overkleefte om de RvB op voorhand de bevoegdheid te geven om bij het opstellen van de agenda van de AvA een inventarisatie te maken van de binnengekomen agenderingsverzoeken en per verzoek te beoordelen of de AvA bevoegd is om over het agendapunt te besluiten.³⁵⁶ Is de AvA niet bevoegd, dan wordt het voorgestelde punt ter bespreking geagendeerd.³⁵⁷ Aansluiting kan gezocht worden bij het Amerikaanse systeem waar de RvB bevoegd is om een agendaverzoek die de beleidsvrijheid en bestuurszelfstandigheid van de RvB kan aantasten te weigeren. De punten worden dan op de AvA als moties besproken. Aannee van een motie behelst dan slechts een niet-bindende mening van de AvA.³⁵⁸ Deze benadering zorgt ervoor dat aandeelhouders in staat worden gesteld hun mening kenbaar te maken, zonder het agendarecht in te kunnen zetten als middel om ongewenste invloed uit te oefenen op het beleid en de strategie van de beursvennootschap.

Indien de oplossing tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme gezocht dient te worden in het verhogen van de drempel van het agenderingsrecht, wat ik ten zeerste betwijfel, dan is het jammer te noemen dat het kabinet geen onderscheid heeft gemaakt in onderwerp van agendering.³⁵⁹ Het opwerpen van variërende drempels per onderwerp voorkomt enerzijds dat aandeelhouders met een relatief klein belang onderwerpen op de agenda kunnen plaatsen die verstrekende gevolgen kunnen hebben voor de continuïteit van de beursvennootschap, maar maakt het anderzijds wel mogelijk dat aandeelhouders met een kleiner belang in staat worden gesteld om onderwerpen aan te dragen die niet raken aan een dergelijke strategiediscussie.³⁶⁰ Hierbij thans de opmerking dat het kabinet bij het opwerpen van variërende drempels per onderwerp beperkt wordt door de richtlijn aandeelhoudersrechten.³⁶¹

³⁵² Brink 2008, p. 58.

³⁵³ Overkleefte 2009, p. 717.

³⁵⁴ Idem.

³⁵⁵ Idem.

³⁵⁶ Overkleefte 2010, p. 360.

³⁵⁷ Idem.

³⁵⁸ Van der Schee 2011, p. 176.

³⁵⁹ Brink 2009, p. 58.

³⁶⁰ Idem.

³⁶¹ De richtlijn aandeelhoudersrechten is op 11 juli 2007 vastgesteld en op 29 juni 2010 door de Eerste Kamer aangenomen. De richtlijn heeft als doel om de grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten te versterken en bevat daartoe onder meer regels met betrekking tot het deelnemen en stemmen in de algemene vergadering, de oproeping tot de algemene vergadering, regels met betrekking tot het agenderingsrecht en deelname aan AvA via de elektronische weg. Art. 6 lid 2 van de richtlijn verplicht lidstaten om ervoor zorgen dragen dat aandeelhouders in beursvennootschappen het recht hebben om agendapunten en ontwerpbesluiten van te dragen en bepaalt daarbij dat de drempel voor het aandragen van

Om ongewenste agenderingsverzoeken te voorkomen is er niet voor gekozen om variërende drempels per onderwerp in te voeren, maar te kiezen voor een verplichting van aandeelhouders om in overleg te treden met de RvB alvorens het agenderingsrecht uit te oefenen.³⁶² Deze verplichting is verankerd in best practice bepaling IV.4.4. van de geactualiseerde Corporate Governance Code.³⁶³

4.5.2.2. Responstijd

Indien aandeelhouders een agenderingsverzoek indienen die kan leiden tot een wijziging van de strategie van de beursvennootschap, dan wordt de RvB volgens best practice bepaling I.4.4. in de gelegenheid gesteld om de zogenoemde responstijd in te roepen.³⁶⁴ De responstijd van maximaal 180 dagen biedt de RvB een redelijke termijn om op het agenderingsverzoek te reageren. De RvB wordt in de gelegenheid gesteld om zowel met de indiener van het verzoek als de overige aandeelhouders in overleg te treden.³⁶⁵ De responstijd betreft de periode vanaf het kenbaar maken van het agenderingsverzoek tot de dag van de AvA.³⁶⁶ Afgezien van het feit dat de term responstijd voor verschillende interpretaties vatbaar is,³⁶⁷ kunnen er ook vraagtekens geplaatst worden bij de juridische en praktische uitvoerbaarheid.

De agenderingsgerechtigde dient de door de RvB ingeroepen responstijd te respecteren, waarbij de maatstaf van redelijkheid en billijkheid, zoals neergelegd in art. 2:8 BW in acht dient te worden genomen.³⁶⁸ Het kabinet heeft geen aanleiding gezien om de responstijd te verankeren in de wet.³⁶⁹ Aangezien de Corporate Governance Code geen dwingendrechtelijke kracht heeft is de responstijd derhalve niet juridisch afdwingbaar. Er ontstaat hierdoor een spanningsveld met art. 2:114a BW waarin is bepaald dat alle agenderingsverzoeken die binnen 60 dagen voor een aangekondigde AvA worden ingediend gehonoreerd moeten worden.³⁷⁰ De aandeelhouder kan dus aan de responstijd voorbijgaan door zich te beroepen op art. 2:114a BW.³⁷¹ De praktische uitwerking van de responstijd is derhalve afhankelijk van de ‘goede wil’ van de aandeelhouder.³⁷² Aangezien het wetsvoorstel Corporate Governance juist bescherming tracht te bieden tegen activistische aandeelhouders die meer dan eens hebben aangetoond bepalingen niet na te leven, is het daarom de vraag in hoeverre de responstijd bescherming zal bieden tegen ongewenste agenderingsverzoeken zoals die van TCI.³⁷³

Zowel art. 2:8 BW als de zwaarwichtig belang norm zoals neergelegd in art. 2:114a BW zullen onvoldoende grond bieden om de weigering van een agenderingsverzoek te rechtvaardigen. Indien de aandeelhouder persisteert bij de termijn van 60 dagen dan kan de RvB zich genoodzaakt voelen om desondanks tot weigering van het verzoek te besluiten.

agenderingsvoorstellen niet hoger mag liggen dan 5%. Assink 2009, p. 47. Brink 2009, p. 57/58.

³⁶² Nowak 2008, p.430.

³⁶³ Best practice bepaling IV.4.4.: Een aandeelhouder oefent het agenderingsrecht slechts uit nadat hij daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur. Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn te roepen om hierop te reageren (de responstijd).

³⁶⁴ Idem.

³⁶⁵ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 422.

³⁶⁶ Idem.

³⁶⁷ Zie hoofdstuk 1, paragraaf 2.8.

³⁶⁸ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 422.

³⁶⁹ Nowak 2008, p. 430

³⁷⁰ Idem.

³⁷¹ Idem.

³⁷² Brink 2009, p. 58.

³⁷³ Nowak 2008, p. 430.

Voor de aandeelhouder zal dan de weg open liggen om een enquêteprocedure dan wel een kort geding op te starten en zo alsnog agendering van het aangedragen onderwerp te bewerkstelligen.³⁷⁴ De RvB wordt op deze wijze in een defensieve rol geduwd die zich niet verhoudt met de bedoeling van de responstijd.³⁷⁵

Als argument tegen de responstijd kan tot slot eveneens worden aangevoerd dat de termijn van 180 dagen onvoldoende ruimte biedt voor de RvB om aan te tonen dat ‘daadwerkelijk de gewenste bijsturing heeft plaatsgevonden’.³⁷⁶ Ik beaam met Brink dat een strategiewijziging nu eenmaal niet van de een op andere dag bewerkstelligd kan worden en dat de resultaten hiervan na 180 dagen niet snel zichtbaar zullen zijn.³⁷⁷ Een verlenging van de responstijd is echter onmogelijk op grond van de eerder genoemde richtlijn aandeelhoudersrechten.³⁷⁸

4.5.2.3. Functie van de AvA

Zowel bij de regeling betreffende de identificatie van aandeelhouders alsmede het verhogen van de drempel van het agenderingsrecht is naar voren gekomen dat het kabinet nog steeds uitgaat van de functie van de AvA als platform voor discussie in het systeem van checks and balances. Naar aanleiding van o.a. het wetsvoorstel Corporate Governance kan aan het einde van dit hoofdstuk de vraag gesteld worden of de huidige functie van de AvA nog langer houdbaar is tegen de achtergrond van het toegenomen aandeelhoudersactivisme, de steeds verdergaande globalisering en de komst van een Europees effectenrechtelijk systeem.

De AvA weerspiegelt bij uitstek de vennootschapsrechtelijke gedachte dat aandeelhouders worden gezien als lid van de beursvennootschap die op basis van de wet en statuten bepaalde zeggenschapsrechten toekomen die gebruikt kunnen worden als middel om de RvB te controleren in het systeem van ‘checks and balances’.³⁷⁹ De fysieke AvA dient hierbij als communicatiekanaal waar aandeelhouders de discussie met de RvB kunnen aangaan, gevolgd door de uitoefening van stemrecht die aandeelhouders in staat stelt zich uit te spreken over kernbesluiten van de beursvennootschap.³⁸⁰

Vooropgesteld dient te worden dat de gedachte van de AvA als platform van discussie al geruime tijd achterhaald is. AvA’s worden al jaren gekenmerkt door een aanzienlijk absenteïsme.³⁸¹ Dit is al tijden zo en zal, zeker ook door de mogelijkheid van het stemmen op afstand, in de toekomst niet veranderen. Daarnaast heeft de praktijk uitgewezen dat de opzet van de vergadering zich allerminst leent voor een ‘constructief overleg’.³⁸² Vooral activistische aandeelhouders hebben aangetoond dat de dialoog buiten de AvA om wordt gevoerd. De klassieke vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten zoals het agenderingsrecht functioneren slechts als wapen en pressiemiddel indien de RvB niet direct op de eisen van aandeelhouders ingaat.

De traditionele functie van de AvA lijkt ook achterhaald te zijn als het gaat om de decharge van de jaarrekening. Vennootschapsrechtelijke rekening en verantwoording lijken door de komst van een Europees effectenrechtelijk systeem te zijn ingehaald door strenge disclosureregels en maken de AvA op dit punt illusoir.³⁸³

³⁷⁴ Overkleef 2008, p.719.

³⁷⁵ Idem.

³⁷⁶ Brink 2009, p. 58.

³⁷⁷ Idem.

³⁷⁸ Idem. Zie ook voetnoot 25.

³⁷⁹ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 172.

³⁸⁰ Raaijmakers 2004, p. 5.

³⁸¹ Idem., p. 3

³⁸² Idem.

³⁸³ Dit komt doordat kwijting als gevolg van effectenrechtelijke disclosureregels is losgemaakt van de

Dit hoofdstuk biedt niet de ruimte om uitgebreid op bovenstaande punten in te gaan, maar hebben tot doel om duidelijk te maken dat een herbezinning van de traditionele functie van de AvA tegen de achtergrond van het toegenomen aandeelhoudersactivisme, de komst van een Europees effectenrechtelijk stelsel en de toegenomen globalisering op zijn plaats is. Het is enigszins onbegrijpelijk te noemen dat het kabinet bij het wetsvoorstel Corporate Governance nog steeds uitgaat van de traditionele functie van de AvA en niet meer inspeelt op de rol van het nieuwe Europese effectenrechtelijke systeem. In het volgende hoofdstuk zal hier nader op worden ingegaan.

4.6. Conclusie

De motie Kant vormde uiteindelijk de aanleiding om het wetsvoorstel Corporate Governance nieuw leven in te blazen. De gedachte achter het wetsvoorstel is dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door ‘de goede onderlinge en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en de beursvennootschap te bevorderen’. Wat onder een goede constructieve dialoog valt is echter voor vele interpretaties vatbaar. Een probleem dat duidelijk naar voren komt bij de intentiemelding. Het binaire ja/nee systeem en de daarmee samenhangende term ‘al dan niet bezwaar hebben tegen de strategie’ zijn bij nader inzien niet zo eenduidig als in eerste instantie gedacht werd. De identificatie van aandeelhouders is eveneens een poging van het kabinet om de dialoog tussen aandeelhouders en de RvB en aandeelhouders onderling op gang te brengen. Het lijkt erop dat het kabinet hier het Amerikaanse systeem van proxy sollicitation en voting als inspiratiebron heeft gebruikt. Belangrijk verschil is echter dat in Amerika dit systeem niet wordt gezien als manier om de dialoog tussen aandeelhouders op gang te brengen, maar als mechanisme om de RvB te disciplineren. Om deze reden is het jammer te noemen dat het kabinet heeft gekozen voor een prehistorische benadering die vooral gericht is op het wegnemen van barrières om grensoverschrijdend te stemmen. Een aantal praktische problemen van het wetsvoorstel zijn inmiddels via amendementen opgelost, maar nemen niet weg dat het wetsvoorstel als middel tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme weinig verschil zal maken. Een dialoog is namelijk iets wat niet geforceerd kan worden, moeilijk toetsbaar en handhaafbaar is. De analyse van het agenderingsrecht is gebaseerd op de praktische uitwerking van het wetsvoorstel Corporate Governance als deze morgen in werking zou treden, maar roept de meer fundamentele vraag op wat de functie van de AvA heden ten dagen nog is. Het kabinet gaat duidelijk nog uit van de traditionele vennootschapsrechtelijke rechten, zoals het agenderingsrecht, om een balans te bewerkstelligen in het systeem van checks and balances. Een gedachtegang die, zoals zal blijken uit het volgende hoofdstuk, door de komst van het nieuwe effectenrechtelijke systeem achterhaald is.

Hoofdstuk V: Beperken van ongewenst aandeelhoudersactivisme

5.1. Inleiding

Het vinden van een balans tussen enerzijds de autonomie van de RvB en anderzijds de bescherming van de belangen van aandeelhouders ligt ten grondslag aan de vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden. In de literatuur wordt door verschillende schrijvers bepleit dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door zogenoemd ‘shareholder management’.³⁸⁴ Net als bij het wetsvoorstel Corporate Governance staat het creëren en onderhouden van relaties met aandeelhouders hierbij centraal.³⁸⁵ In het eerste gedeelte van dit hoofdstuk zal in afwijking van het voorgaande en in lijn met het proefschrift van Van der Schee aan de hand van een rechtsvergelijking met de VS bepleit worden dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door de gedachtegang van ‘de dialoog’ los te laten en een scherpere dichotomie tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht aan te brengen.³⁸⁶ Dit brengt een accentverschuiving met zich mee, inhoudende dat de eerste laag van beleggersbescherming wordt gevormd door strikte effectenrechtelijke disclosureregels. De tweede laag van bescherming wordt gevormd door het vennootschapsrecht.

Naast wet- en regelgeving dient de RvB daarnaast een actieve rol in te nemen om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders. In het tweede gedeelte van dit hoofdstuk zal bepleit worden dat de RvB gerechtigd is om onder activistische omstandigheden beschermingsconstructies te activeren. De rechtmatigheid hiervan kan getoetst worden door de RNA-norm ruimer te trekken.³⁸⁷

5.2. Het agency probleem verder uitgediept

Adam Smith beargumenteerde in zijn boek *the Wealth of Nations* dat separation of ownership from control gepaard gaat met een loyaliteitsrisico dat beter bekend staat als het agency probleem.³⁸⁸ Dit probleem houdt kort gezegd in dat scheiding van zeggenschap en economisch belang als gevolg kan hebben dat de RvB – doordat zij geen direct financieel eigenbelang heeft in de beursvennootschap – een minder sterke prikkel voelt om de belangen van aandeelhouders, crediteuren, werknemers en andere belanghebbende te behartigen.³⁸⁹ Binnen een beursvennootschap met een wijdverspreid aandelenbezit staan aandeelhouders op grote afstand van de RvB waardoor zij kennis, middelen en informatie missen om de prestaties van de beursvennootschap en de RvB te monitoren. Aandeelhouders dienen derhalve beschermd te worden tegen een RvB die enkel haar eigen belang nastreeft (moral hazard).³⁹⁰ De zoektocht naar het vinden van een balans tussen enerzijds de autonomie van de

³⁸⁴ Zie onder andere A.W.A. Boot, *De onwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Koninklijke Van Gorcum 2009. C. Honée, ‘Investor relations en de kunst van het laveren’, in: Beckman e.a. 2007. D.A.M.H.W. Strik, ‘To play or to be in play, over preventie van aandeelhoudersactivisme’, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2007, 6, p. 230-237. J.G.C.M. Galle, S.J. van den Nieuwenhuize & A.B.M. Soppe, *Shareholder management. Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?*, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2010, 1, p. 10-17.

³⁸⁵ Galle, Van Den Nieuwenhuize & Soppe 2010, p. 10.

³⁸⁶ Zie P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the US and EU. A transatlantic comparison of the basics of securities and corporate law*, (diss. Tilburg), uitgave vanwege het Schoordijk Instituut, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011.

³⁸⁷ De RNA-norm is thans nog enkel van toepassing bij de rechterlijke toetsing van beschermingsconstructies bij vijandige overnames. Van Ginneken 2010, p. 413.

³⁸⁸ Mussche 2011, p. 125.

³⁸⁹ Idem.

³⁹⁰ Soppe, Van Den Nieuwenhuize & Galle, p. 10.

RvB en anderzijds het bieden van voldoende bescherming aan aandeelhouders ligt ten grondslag van de vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden.

In de literatuur wordt door verschillende schrijvers bepleit dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door zogenoemd 'shareholder management'.³⁹¹ De kern van deze benadering wordt gevormd door de gedachte dat de RvB actief relaties met aandeelhouders creëert en onderhoudt.³⁹² Door de investeringshorizon van aandeelhouders meer in lijn te brengen met de lange termijn doeleinden van de beursvennootschap zouden conflicten over de strategie en het beleid op deze manier voorkomen kunnen worden.³⁹³ Er ontstaat dan een nieuwe kijk op de agency theorie: 'Niet de onderneming ten dienste van de aandeelhouder, maar de aandeelhouder ten dienste van de onderneming'.³⁹⁴ Investor relations en loyaliteitsdividend vormen hierbij belangrijke instrumenten.³⁹⁵

Net als het wetsvoorstel Corporate Governance staat bij shareholder management het aangaan van de dialoog en het creëren en onderhouden van relaties centraal als middel om ongewenst aandeelhoudersactivisme te beperken. Het staat beursvennootschappen mijns inziens vrij om shareholder management en loyaliteitsdividend³⁹⁶ in te zetten als middel om aandeelhouders voor een langere termijn aan de beursvennootschap te verbinden. Er kunnen echter vraagtekens gezet worden bij de gedachtegang van shareholder management als structurele oplossing tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme. Immers, de keuze voor shareholder management - en in welke vorm- is er één die tot de beslissingsbevoegdheid van de RvB behoort en dus niet of nauwelijks te omlijnen is via wet- en regelgeving. Door de pijlen te richten op de dialoog wordt niet alleen voorbijgegaan aan de uitgekristalliseerde lijn zoals bepaald in ABN Amro en later ASMI, maar blijft men mijns inziens eveneens hangen in een vage en geforceerde oplossing waarvan de uitwerking lastig te voorspellen valt.

Ik betwijfel of de RvB in het kader van het op voorhand afwenden van aandeelhoudersactivisme verplicht kan worden om relaties met aandeelhouders te creëren en te onderhouden. Om ongewenst aandeelhoudersactivisme te beperken dient mijns inziens daarom eerder de vraag centraal te staan hoe aan wet- en regelgeving vorm dient te worden gegeven opdat aandeelhouders voldoende middelen ter beschikking staan om de RvB op een effectieve manier te monitoren - en daarmee diens belangen te beschermen- zonder dat aandeelhouders diezelfde wet- en regelgeving kunnen inzetten als strijdmiddel om ongewenste invloed uit te oefenen op de strategie en het beleid van de beursvennootschap. Duidelijkheid op dit gebied ontbreekt doordat in de loop der tijd aard en functionaliteit van het vennootschapsrecht en het nieuwe Europese effectenrechtelijke stelsel in elkaar verstrikt zijn geraakt.³⁹⁷

In de navolgende paragrafen zal aan de hand van een rechtsvergelijking bepleit worden dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door een scherpere dichotomie tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht aan te brengen. Gekozen is voor een rechtsvergelijking met de VS omdat daar een scherpe dichotomie bestaat tussen

³⁹¹ Idem. Boot 2009. Honeé 2007.

³⁹² Soppe, Van Den Nieuwenhuize & Galle 2010, p. 10

³⁹³ Idem.p.13.

³⁹⁴ Idem.

³⁹⁵ Zie ook Strik 2007 (volledig) en M. De Jongh 2010, 'Ondernemingsrecht reactie: loyaal aan duurzame waardecreatie', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht*, p. 706-709

³⁹⁶ DSM kwam in 2006 als eerste in Nederland met het plan om aandeelhouders die aandelen langer dan drie jaar zouden aanhouden te belonen met extra dividend. De ondernemingskamer verbood vervolgens op grond van art.2:92 lid 1 om een voorstel ter invoering van het loyaliteitsdividend ter goedkeuring in te brengen op de AvA. Door A-G Timmerman werd cassatie in belang der wet ingesteld. De Hoge Raad heeft bepaald dat het statutair toekennen van extra dividend in beginsel mogelijk is. Schild 2008, p. 31.

³⁹⁷ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 171.

enerzijds het vennootschapsrecht, dat tot doel heeft om de interne organisatie binnen een beursvennootschap te reguleren, en anderzijds het effectenrecht, dat tot doel heeft om de aandeelhouder te beschermen en het functioneren van de financiële markt te waarborgen.³⁹⁸ Opvallend is daarnaast dat de aandeelhoudersrechten in de VS veel beperkter zijn dan die in Nederland.³⁹⁹

5.2.1. Beleggersbescherming in de VS

Het effectenrechtelijke systeem van de VS is tot stand gekomen in reactie op de beurskrach van Wall Street en de daaropvolgende depressie van de jaren '30 van de vorige eeuw.⁴⁰⁰ De federale wetgever greep in middels respectievelijk de Securities Act van 1933 (SA'33) en de Securities Exchange Act van 1934 (SEA'34), waarbij laatstgenoemde voorzorg in de oprichting van de Securities Exchange Commission (SEC).⁴⁰¹

Beide wetten hadden tot doel om het vertrouwen van beleggers in de kapitaalmarkt te herstellen door investeerders en de markt te voorzien van meer betrouwbare informatie en duidelijke regels voor een eerlijke handel in effecten. Tot op de dag van vandaag onderwerpt de SA'33 de prospectus bij de emissie van effecten aan strenge inhoudelijke normen, waarbij de focus ligt op het voorkomen van fraudeleus gedrag door uitgevende instellingen.⁴⁰² De SEA'34 behelst vervolgens, indien de aandelen eenmaal op de markt zijn gebracht, een voortdurende disclosureverplichting die ervoor zorgt dat alle spelers op de markt zowel periodiek als doorlopend op de hoogte worden gehouden van de ontwikkelingen binnen de beursvennootschap.⁴⁰³ De gedachte hierachter is dat potentiële beleggers op deze manier hun investeringsbeslissing kunnen baseren op een prijs die relevante marktinformatie 'absorbeert en reflecteert'.⁴⁰⁴ Aandeelhouders worden tegelijkertijd in staat gesteld om de RvB te monitoren.⁴⁰⁵ Privaatrechtelijke handhaving vindt plaats middels de securities fraud action waarmee aandeelhouders de uitgevende beursvennootschap aansprakelijk kunnen stellen als gevolg van misleidende informatie.⁴⁰⁶

Indien aandeelhouders ontevreden zijn over de prestaties van de beursvennootschap dan staat het hun vrij om gebruik te maken van het in Amerika ver ontwikkelde systeem van proxy solicitation en voting.⁴⁰⁷ Toezicht op deze procedure vindt plaats middels de wetgeving van de SEA'34 en is, in tegenstelling tot Europa en Nederland, veel minder gericht op procedurele regels met betrekking tot het oproepen van aandeelhouders en het opstellen van de agenda.⁴⁰⁸ Disciplineren vindt plaats doordat aandeelhouders gebruik maken van hun aandeelhoudersrechten om bijvoorbeeld de RvB te vervangen.⁴⁰⁹ Het systeem van proxy solicitation/voting brengt met zich mee dat de fysieke aanwezigheid van aandeelhouders op de AvA in Amerika dan ook als een mythe wordt beschouwd.⁴¹⁰

³⁹⁸ Van der Schee 2011, p. 18.

³⁹⁹ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 172.

⁴⁰⁰ Raaijmakers 2006, p. 316.

⁴⁰¹ U.S. Securities Exchange Commission: *'The Investor's Advocate: How the SEC protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation'* <<http://www.sec.gov>>.

⁴⁰² Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 172.

⁴⁰³ Idem.

⁴⁰⁴ U.S. Securities Exchange Commission: *'The Investor's Advocate: How the SEC protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation'* <<http://www.sec.gov>>.

⁴⁰⁵ Idem.

⁴⁰⁶ Raaijmakers & van der Schee 2010, p. 172.

⁴⁰⁷ Van der Schee 2011, p. 184.

⁴⁰⁸ Idem.

⁴⁰⁹ Idem.

⁴¹⁰ Idem, p. 38.

Handhaving van zowel de SA'33 als de SEA'34 is toebedeeld aan de SEC die niet alleen tot taak heeft om beleggers te beschermen, maar eveneens belast is met het vereenvoudigen van investeringen en het waarborgen van een eerlijke, ordelijke en efficiënte kapitaalmarkt.⁴¹¹ Om dit te realiseren blijft de SEC continue wet- en regelgeving uitvaardigen teneinde de nauwkeurigheid van de prospectus en de doorlopende disclosureverplichting te verbeteren. De duidelijke scheiding tussen het effectenrecht en het vennootschapsrecht brengt met zich mee dat de SEC geen autoriteit heeft over de inhoud van corporate governance.⁴¹²

In reactie op de beurskrach van Wall Street liet de federale wetgever het statelijke vennootschapsrecht verder ongemoeid wat concreet betekende dat dit tot het domein van de staten zelf bleef behoren.⁴¹³ Er ontstond een duidelijke scheiding tussen het statelijke vennootschapsrecht en het federale effectenrecht. Anders dan in Europa en Nederland wordt het vennootschapsrecht niet gezien als instrument om aandeelhouders te beschermen, maar puur als instrument om de beursvennootschap te organiseren.⁴¹⁴ Doordat het vennootschapsrecht een statelijke aangelegenheid was en bleef ontstond er al snel een jurisdictionele competitie tussen de verschillende staten. Delaware voert al geruime tijd de boventoon en het vennootschapsrecht hier wordt gekenmerkt door een sterke verankering van de beleidsvrijheid en bestuurszelfstandigheid van de RvB middels de eerder besproken BJR.⁴¹⁵ Aansprakelijkheid voor eventueel wanbeleid is gereguleerd via de vennootschapsrechtelijke derivative suit waarbij bestuurders in beginsel worden beschermd door de BJR.⁴¹⁶

Het barsten van de dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen brachten geen verandering in de dichotomie tussen het effectenrecht en het vennootschapsrecht teweeg. De federale wetgever reageerde middels de Sarbanes Oxly Act (SOx) die het effectenrecht wijzigde door scherpere eisen te stellen aan de kwaliteit en betrouwbaarheid van bestaande disclosure- en transparantieregels in de SA '33 en de SEA '34 en verder uitgewerkt zijn in SEC-regels en listing rules (NYSE en NASDAC).⁴¹⁷ Deze regels verscherpte binnen het effectenrechtelijke systeem de vereisten voor de kwaliteit en betrouwbaarheid van markttransparantie en de sancties voor niet navolging.⁴¹⁸ SOx had hierdoor weinig effect op de interne machtsverdeling binnen de beursvennootschap. Delaware, als zijnde de staat waar de meeste beursvennootschappen gevestigd zijn, hield vast aan de bestuursvrijheid en beleidsvrijheid voor de RvB.⁴¹⁹

5.2.3. Beleggersbescherming in Europa

Bescherming van beleggers werd van oudsher op zowel Europees als nationaal niveau gereguleerd via het vennootschapsrecht.⁴²⁰ De totstandkoming van een Europese kapitaalmarkt bracht langzaam aan verandering in deze traditie, waarbij er meer ruimte kwam voor het effectenrecht als middel om aandeelhouders te beschermen.

Het streven naar een geïntegreerde en liquide kapitaalmarkt teneinde het vrij verkeer van kapitaal te bevorderen staat reeds sinds de jaren '60 op de agenda van de Europese Unie en is gepaard gegaan met de gedachte dat op communautair niveau een gelijkwaardige

⁴¹¹ Van der Schee 2011, p. 192.

⁴¹² Idem.

⁴¹³ Raaijmakers 2006, p. 316.

⁴¹⁴ Van der Schee 2011, p. 18.

⁴¹⁵ Idem. Raaijmakers 2006, p. 316

⁴¹⁶ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 180.

⁴¹⁷ Idem, p. 172.

⁴¹⁸ Idem.

⁴¹⁹ Idem.

⁴²⁰ Idem, p. 173.

bescherming van beleggers gerealiseerd diende te worden.⁴²¹ Bescherming van beleggers vindt haar oorsprong in het gegeven dat effectenmarkten niet goed kunnen functioneren en niet goed die rol kunnen vervullen die nodig is voor het economische verkeer indien beleggers geen vertrouwen hebben en houden in (een concrete) handel op de financiële markten en bereid blijven risicodragend kapitaal te verschaffen.⁴²² Vanuit deze gedachte kwamen er omstreeks 1986 vanuit verschillende hoeken initiatieven om op Europees niveau mis - en gebruik van voorwetenschap middels wet- en regelgeving aan te pakken.⁴²³ Het zou echter tot de jaren '90 duren voordat het besef doordrong dat bestaande wet- en regelgeving een obstakel vormde voor de groei en concurrentie van de Europese effectenmarkt. Om deze obstakels weg te nemen kwam de Europese Commissie in 1999 met het Financial Services Action Plan (FSAP).⁴²⁴ Het FSAP vormde het startsein voor een brede renovatie van het Europese effectenrecht en had tot doel om één financiële markt in diensten te creëren.⁴²⁵ Een comité van wijzen onder leiding van Alexandre Lamfalussy kreeg de opdracht om de bestaande situatie te evalueren, wat resulteerde in een reeks van hervormingsvoorstellen die tot doel hadden om het wetgevingsproces voor financiële diensten binnen de EU te vereenvoudigen en te versnellen.⁴²⁶ De hervormingsvoorstellen werden geconcretiseerd in een vierstappen model - beter bekend als het Lamfalussy wetgevingsproces - dat in 2002 door de Europese Raad werd goedgekeurd.⁴²⁷ CESR kreeg hierbij het mandaat om voorstellen te doen met betrekking tot de technische uitvoeringsmaatregelen.⁴²⁸

Het FSAP vormde de basis voor het ontstaan van een nieuw Europees effectenrechtelijk stelsel dat geïnspireerd was op het disclosurestelsel van de VS. Er ontstond een aparte laag van (disclosure) wet- en regelgeving voor beursvennootschappen die voorzag in de bescherming van beleggers en vorm kreeg in een reeks van richtlijnen en verordeningen.⁴²⁹ Met uitzondering van de publieke- en privaatrechtelijke handhaving lieten deze richtlijnen weinig ruimte voor een eigen invulling door de lidstaten.⁴³⁰ De uitvoering van het FSAP viel samen met de reeds eerder besproken boekhoudkundige schandalen en de daarmee gepaard gaande 'roep om het vertrouwen in de kapitaalmarkt te herstellen'.⁴³¹ Een herbezinning van bestaan wet- en regelgeving bleek noodzakelijk te zijn. In 2002 publiceerde de EU High Level Group of Company Law Experts (HLG) in dit kader het rapport 'A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe' waarin zij sterk pleitte voor disclosure als wetgevend middel boven materiële regels.⁴³² Opgemerkt dient te worden dat HLG hierbij koos voor een vennootschapsrechtelijke benadering die zich richtte op de interne machtsverdeling van de beursvennootschap en niet, zoals beoogd door het FSAP, op de structuur en inhoud van het nieuwe Europese disclosurestelsel.⁴³³ De Europese Commissie reageerde uiteindelijk op de financiële prikkelen middels het in 2003 uitgebrachte 'Actieplan ter verbetering en modernisering van het Europese vennootschapsrecht'. Zij onderstreepte

⁴²¹ Van der Schee 2011, p. 41.

⁴²² Idem.

⁴²³ Idem.

⁴²⁴ Autoriteit Financiële Markten: 'EU richtlijn: MiFID', < <http://www.afm.nl> >. Van der Schee 2011, p. 41.

⁴²⁵ Idem.

⁴²⁶ Grundman-Van de Krol 2008, p. 21.

⁴²⁷ Idem.

⁴²⁸ CESR staat voor Committee of European Securities Regulators en is een samenwerkingscomité van alle effectenrechtelijke toezichthouders van de EU. Idem.

⁴²⁹ Raaijmakers & Van der Schee, p. 173.

⁴³⁰ Idem.

⁴³¹ SER bijlage 8, p.71. Luipers & Meinema 2009, p. 178. Van der Schee 2011, p. 41.

⁴³² Van der Schee 2011, p. 45.

⁴³³ Idem.

hierbij de intentie om de *acquis communautaire* te behouden, presenteerde haar actieplan, maar onderschreef uiteindelijk niet het advies van HLG om disclosure in te zetten als wetgevend middel om tot hervorming te komen boven meer materiële regels.⁴³⁴ De Europese Commissie vaardigde een richtlijn uit waardoor lidstaten verplicht werden op nationaal niveau een Corporate Governance Code aan te wijzen en deed daarnaast aanbevelingen op het gebied van non-executive directors, bestuursbeloningen, de richtlijn aandeelhoudersrechten en vaardigde een wijziging van de 4^{de} en 7^{de} richtlijn uit.⁴³⁵ Opmerkelijk is dat de Europese Commissie niet dieper inging op het op zelfstandige karakter van het nieuwe Europese disclosurestelsel dat zich op dat moment in het proces van afronding en implementatie bevond.⁴³⁶ Ondanks dat de Europese Commissie niet dieper inging op het zelfstandige karakter biedt het ‘federale’ effectenrechtelijke stelsel een met het Amerikaanse effectenrecht vergelijkbaar ‘full disclosure’ stelsel die de ‘market for corporate control’ en de monitoring en governance functies van de financiële markt ondersteunt.⁴³⁷ Het FSAP heeft eveneens een grote invloed gehad op het Nederlandse effectenrechtelijke systeem.⁴³⁸ De Wet op het Financieel Toezicht (WFT), ingevoerd op 1 januari 2007, is een resultante van de implementatie van Europese richtlijnen in Nederlandse wet- en regelgeving en is op enkele terreinen aangevuld met regelgeving die (nog) buiten het werkkterrein van de Europese wetgever zijn gebleven.⁴³⁹

Omdat in de EU de dichotomie tussen effecten- en NV-recht nauwelijks bekend was, kreeg de bescherming van aandeelhouders in de nasleep van het barsten van de dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen vooral gestalte via het vennootschapsrecht, waarbij wet en statuten aan aandeelhouders (als lid) individuele en collectieve rechten geven.⁴⁴⁰ Die rechten zijn op zich genomen veel omvangrijker dan in de VS.⁴⁴¹ Het respect voor traditie resulteerde er onder andere in dat het enquêterecht ondanks het effectenrechtelijke disclosurestelsel is blijven bestaan.⁴⁴²

5.2.4. Scheiding en toezicht

Het versterken van de positie van de aandeelhouder in reactie op Enron heeft geleid tot een overlap met het effectenrecht alsmede een afstand tot de effectenrechtelijke benadering in de VS.⁴⁴³ Zowel vanuit het oogpunt van de steeds verdergaande globalisering van de financiële markten als het optreden van activistische aandeelhouders is het moeilijk verdedigbaar dat de Europese Unie vast blijft houden aan het versterken van de positie van de aandeelhouder en het monitoren van de RvB middels het bevorderen van de ‘dialoog’.⁴⁴⁴ Mijns inziens dient de Europese Unie terug te gaan naar de oorspronkelijke doeleinden van het FSAP door de nadruk te leggen op een op zichzelf staand ‘federaal’ effectenrechtelijk systeem, waarbij strikte disclosureregels voorzien in de bescherming van aandeelhouders. Het federaal

⁴³⁴ Idem.

⁴³⁵ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 174.

⁴³⁶ Idem.

⁴³⁷ Idem.

⁴³⁸ Hierbij dient de opmerking gemaakt te worden dat de WFT niet alleen het effectenrecht bestrijkt, maar ook regels bevat waaraan financiële ondernemingen zoals banken, clearinginstellingen, verzekeraars en aanbieders van beleggingsobjecten moeten voldoen om toegang te krijgen tot en om daadwerkelijk actief te zijn om de financiële markten. Grundman-Van de Krol 8008, p. 2.

⁴³⁹ Idem.

⁴⁴⁰ Denk hierbij aan vergader-, agenderings- informatie- en goedkeuringsrechten en een actie tot vernietiging ex-post van besluiten. Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 171.

⁴⁴¹ Idem.

⁴⁴² Idem.

⁴⁴³ Idem, p. 174.

⁴⁴⁴ Van der Schee 2011, p. 180.

effectenrechtelijke Amerikaanse systeem en het statelijke vennootschapsrechtelijke systeem van Delaware kunnen hierbij als belangrijkste inspiratiebron dienen. Dit brengt met zich mee dat ik in lijn met het proefschrift van Van der Schee op zowel Europees als nationaal niveau pleit voor een scherpere dichotomie tussen het effectenrecht en het vennootschapsrecht.⁴⁴⁵ Hierdoor ontstaan twee lagen van aandeelhoudersbescherming. De eerste laag betekent dat de bescherming van aandeelhouders in eerste instantie berust op effectenrechtelijke disclosure regels in zowel de primaire als secundaire markt.⁴⁴⁶ Disciplinerend vindt plaats middels een systeem van proxy voting/sollicitation waarop eveneens strikte effectenrechtelijke regels van toepassing zijn.⁴⁴⁷

Op het gebied van toezicht ben ik het met Van der Schee eens dat het op Europees niveau wenselijk is om na te denken over een federale toezichthouder die vergelijkbaar is met de SEC.⁴⁴⁸ Rechtsvergelijkend onderzoek heeft uitgewezen dat de delegatie van toezicht aan de lidstaten, ondanks de coördinerende rol van CESR, niet heeft geleid tot een uniforme interpretatie en toepassing van Europees effectenrechtelijke regels.⁴⁴⁹ Een goed voorbeeld hiervan zijn de door de International Accounting Standards Committee (IASC) opgestelde en door de Europese Commissie vastgestelde International Financial Reporting Standards (IFRS) waarmee wordt gestreefd naar mondiale standaarden voor de jaarrekening.⁴⁵⁰ Naast een toezichthoudende rol zou een federale Europese SEC eveneens een monitorende rol kunnen spelen bij zowel de jaarlijkse alsmede de periodieke disclosedocumenten. Middels amendementen zou een Europese SEC de Europese Commissie kunnen adviseren zodat deze adequaat kan inspelen op de marktomstandigheden van dat moment. Op deze manier kan de modernisering plaatsvinden die de markt op dat moment vereist en draagt het tegelijkertijd bij aan het vertrouwen van beleggers op deze documenten.⁴⁵¹ Ik beaam wel met Van der Schee dat een Europese SEC, zeker gezien het huidige politieke klimaat, op veel weerstand kan stuiten en dat de wenselijkheid en vooral ook de haalbaarheid hiervan verder onderzocht dient te worden.⁴⁵²

De tweede laag wordt gevormd door de privaatrechtelijke bescherming van aandeelhouders. Vanuit respect voor de verschillende rechtssystemen en tradities is de privaatrechtelijke bescherming van aandeelhouders overgelaten aan de lidstaten zelf.⁴⁵³ Aandeelhouders kunnen in Nederland op grond van art. 6:193a respectievelijk art. 2:9 BW een procedure instellen op grond van 'onbehoorlijk bestuur/toezicht'.⁴⁵⁴ In hoofdstuk 2 is naar voren gekomen dat de enquêteprocedures bij de Ondernemingskamer vaak als fishing expeditie werden gebruikt voor latere aansprakelijkheidsprocedures. Vanuit de argumentatie van behoud en bevordering van het vestigingsklimaat en in lijn met ABN AMRO en ASMI is het wenselijk om aansluiting te zoeken met de BJR die de RvB in beginsel beschermd bij aansprakelijkheidsacties.⁴⁵⁵

⁴⁴⁵ Idem.

⁴⁴⁶ Van der Schee 2011, p. 18.

⁴⁴⁷ Idem, p. 184.

⁴⁴⁸ Idem, p. 93. Zie ook hoofdstuk 1, paragraaf 2.6.

⁴⁴⁹ Idem, p. 92.

⁴⁵⁰ Idem, p. 93.

⁴⁵¹ Idem.

⁴⁵² Idem.

⁴⁵³ Van Schilfgaarde 2006, p. 635.

⁴⁵⁴ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 173.

⁴⁵⁵ Het voor Nederland kenmerkende enquêterecht maakte de beursvennootschap gevoeliger voor activistische aandeelhouders dan omringende landen wat de bevordering van het vestigingsklimaat niet ten goede is gekomen. Raaijmakers & Van der Schee, p. 186.

5.2.5. Investor relations als oplossing: een andere wending

Indien het bovenstaande nu verder geconcretiseerd wordt naar het eerder aangehaalde shareholder management – meer specifiek investor relations – dan dient daar een andere wending aan te worden gegeven dan Galle, Van der Nieuwenhuize & Soppe bepleiten.⁴⁵⁶ Vooropgesteld dient te worden dat een beursvennootschap er wel degelijk belang bij heeft om een goede relatie te onderhouden met haar aandeelhouders.⁴⁵⁷ Een blik op de website leert dat elke moderne beursvennootschap een investor relations beleid heeft, ongeacht of deze in Nederland of Amerika gevestigd is.⁴⁵⁸ Er zit echter een verschil tussen de benadering in beide landen. Waar investor relations in Amerika ‘slechts’ onderhevig zijn aan strikte effectenrechtelijke regels van de SEA’34 kent Nederland naast de WFT eveneens de Corporate Governance Code met haar principes en best practice bepalingen.⁴⁵⁹ Het conceptuele verschil tussen beide landen ligt in het feit dat in Nederland investor relations náást een manier om contacten te onderhouden met belangrijke aandeelhouders ook gezien wordt als een middel om de informatieasymmetrie tussen aandeelhouders en de RvB te verkleinen door - geheel in lijn met de richtlijn aandeelhoudersrechten en het wetsvoorstel Corporate Governance - ‘de dialoog’ met aandeelhouders aan te gaan.⁴⁶⁰ Het is mijns inziens echter een omgekeerde wereld om aan te nemen dat de RvB een gesprek met aandeelhouders dient aan te gaan ‘om aandeelhouders te overtuigen van de nadelige gevolgen met betrekking tot het afdwingen van kortetermijnaandeelhouderswaarde’.⁴⁶¹ Het staat de RvB vrij om in een gesprek met aandeelhouders uit te leggen waarom zij bepaalde beleidskeuzes prevaleert boven andere, maar zij hoeft de aandeelhouder niet te overtuigen wat het kost te overtuigen. Als deze het niet eens is met de gemaakte beleidskeuzes dan staat het de aandeelhouder namelijk nog altijd vrij om de aandelen te verkopen. Wordt op basis van bovenstaande rechtsvergelijking gekozen voor een Amerikaanse benadering dan wordt het woord ‘informatieasymmetrie’ een holle frase nu de WFT, net als de SA’33 en de SEA’34, voorziet in de initiële en periodieke disclosureverplichtingen. Door investor relations in deze context te plaatsen wordt een stukje macht terug gegeven aan de RvB. Macht die in het licht van de TCI brief en de daaropvolgende gang van zaken mijns inziens wenselijk is. Indien activistische aandeelhouders namelijk een verzoek tot een one-on-one indienen dan staat het de RvB vrij om dit verzoek af te wijzen indien zij dit in het belang van de beursvennootschap wenselijk acht. De roep om informatie dan wel een gesprek kan worden afgewend met de argumentatie dat de beursvennootschap aan haar disclosureverplichtingen heeft voldaan. Het afbreken of weigeren van de dialoog kan op deze manier niet aangemerkt worden als een inbreuk op aandeelhoudersrechten.⁴⁶² Ongewenste enquêteprocedures onder de noemer ‘opening van zaken’ kunnen op deze manier afgewend worden. Bij het aangaan van een one-on-one zou de RvB net als in Delaware de bevoegdheid moeten hebben om het gesprek af te breken met de conclusie dat partijen ‘respectfully agree or disagree’.⁴⁶³ Indien het laatste het geval is, dan staat het aandeelhouders vrij om om middels het systeem van proxy sollicitation/voting over

⁴⁵⁶ Zie J.G.C.M. Galle, S.J. van den Nieuwenhuize & A.B.M. Soppe, Shareholder management. Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2010, 1, p. 10-17.

⁴⁵⁷ Van der Schee 2011, p. 179.

⁴⁵⁸ Honeé 2007, p. 15.

⁴⁵⁹ Van der Schee 2011, p. 179.

⁴⁶⁰ Soppe, Van den Nieuwenhuize & Galle, p. 13.

⁴⁶¹ Idem.

⁴⁶² De aandeelhouder wordt bij onjuiste informatie beschermd door de in art.6:193a e.v. en art.6:162 Bw actie wegens misleidende informatie. Van der Schee 2011, p. 180. Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 175.

⁴⁶³ Van der Schee 2011, p. 180

te gaan tot het vervangen van de RvB en zo de strategie en het beleid van de beursvennootschap een nieuwe impuls te geven.⁴⁶⁴

Op grond van het bovenstaande is het - in tegenstelling tot wat Soppe, Nieuwenhuize & Galle bepleiten - mijns inziens niet verstandig om aan te sturen 'op een actievare rol' van beursvennootschappen bij het aangaan van zogenoemde one-on-one gesprekken.⁴⁶⁵ Zeker voor een beursvennootschap die in zwaar weer verkeerd kan het aangaan van de dialoog met aandeelhouders gevaarlijk zijn. De RvB kan voor het blok worden gezet en in een 'split second' voor voldongen feiten staan met alle nadelige gevolgen van dien. Of en hoe de RvB vorm geeft aan het investor relations beleid van de beursvennootschap en of zij een one-on-one aangaat blijft een beleidskeuze die tot de discretionaire ruimte van de RvB behoort.

5.2.6. Tussenconclusie

Op Europees en nationaal niveau wordt de oplossing tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme gezocht in het aangaan van de dialoog, waaronder het zogenoemde shareholder management. Rechtsvergelijkend onderzoek met de VS toont aan dat een constructievere oplossing ligt gelegen in het aanbrengen van een scherpere dichotomie tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht. Op deze manier worden de belangen van aandeelhouders beschermd door de tweetrap in het effectenrecht en het vennootschapsrecht, waarbij het accent ligt op bescherming middels strikte disclosureregels. Het vennootschapsrecht rest slechts nog de functie om de interne organisatie binnen de beursvennootschap te organiseren, waarbij het wenselijk is dat de bestuurszelfstandigheid en beleidsvrijheid van de RvB in beginsel beschermd wordt door de BJR. Het bovenstaande brengt met zich mee dat de gedachtegang van het verankeren van de dialoog in wet- en regelgeving voor eens en voor altijd moet worden losgelaten.

5.3. Bescherming tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme

Een scherpere dichotomie tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht zoals hierboven betoogd zal niet in alle gevallen kunnen voorkomen dat een beursvennootschap doelwit wordt van activistische aandeelhouders. Het eerder genoemde spanningsveld dat bestaat als gevolg van separation of ownership from control komt niet alleen naar voren bij vijandige overnamesituaties maar ook als aandeelhouders hebben aangegeven de strategie en het beleid van de beursvennootschap te willen beïnvloeden.⁴⁶⁶ Dit brengt de vraag met zich mee in hoeverre de RvB middels beschermingsconstructies de beursvennootschap mag beschermen tegen activistische aandeelhouders.

Beschermingsconstructies gaan al terug naar het einde van de 19^e eeuw toen Standard Oil probeerde Shell over te nemen.⁴⁶⁷ Shell activeerde destijds prioriteitsaandelen, een tactiek die in 1920 door Phillips werd aangewend om de controle over het bedrijf binnen de familie te houden.⁴⁶⁸ Door beschermingsconstructies te activeren tracht de RvB te voorkomen dat de belangen van de beursvennootschap en de daarbij betrokken belanghebbenden wordt geschaad door ongewenste invloed van kapitaalverschaffers.⁴⁶⁹ Beschermingsconstructies worden in beginsel primair aangewend om de beursvennootschap te beschermen tegen vijandige overnames waaromtrent geen overeenstemming bestaat tussen doelvennootschap en

⁴⁶⁴ Idem.

⁴⁶⁵ Soppe, Van den Nieuwenhuize & Galle, p. 13

⁴⁶⁶ Van Ginneken 2010, p. 2.

⁴⁶⁷ Kleyn 2009, p. 215.

⁴⁶⁸ Idem.

⁴⁶⁹ Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 793.

de mogelijke bidder op aandelen, maar worden de laatste jaren ook steeds vaker ingezet om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders.⁴⁷⁰

Al sinds de jaren '80 vormen beschermingsconstructies de aanleiding voor vele literaire discussies.⁴⁷¹ De implementatie van de dertiende richtlijn werd vooraf bestempeld als belangrijke rechtsontwikkeling die meer duidelijkheid zou geven over de toelaatbaarheid.⁴⁷² Het vraagstuk rondom de juiste rol van de RvB in combinatie met de mogelijke doorbraak van beschermingsconstructies stuitte echter op nationaal en Europees niveau op zoveel weerstand dat overeenstemming over de richtlijn jaren uitbleef.⁴⁷³ De richtlijn is een concessie geworden waarbij de belangrijkste bepalingen, waaronder de passiviteitsregel⁴⁷⁴, een facultatief karakter hebben gekregen.⁴⁷⁵

De discussie over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies richt zich al snel op vraagstukken rondom het belang van de vennootschap, de continuïteit van de onderneming en het belang van betrokkenen.⁴⁷⁶ In het licht van het beperken van ongewenst aandeelhoudersactivisme is het mijns inziens evenzo van belang om de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies te toetsen naar aanleiding van een melding van aandeelhouders dat zij het niet eens zijn met de gevoerde strategie en bereid zijn om verdere maatregelen te nemen.

5.3.2. Vraagstuk met betrekking tot de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies

Activistische aandeelhouders richten hun pijlen vaak op beursvennootschappen die over- of ondergewaardeerd zijn. Door onder andere twijfelachtige strategieën, onverantwoordelijke overnames en slechte corporate governance aan de kaak te stellen zijn activistische aandeelhouders in staat om (beurs) waarde te creëren.⁴⁷⁷ Een onderpresterende RvB wordt op deze wijze gedisciplineerd.⁴⁷⁸ Indien de RvB echter voorbijgaat aan deze ontevreden geluiden en persisteert bij haar eigen zienswijze kan de activistische aandeelhouder zich genoodzaakt voelen om dreiging om te zetten in actie en haar aandeelhoudersrechten uit te oefenen.⁴⁷⁹ De verhoudingen tussen de activistische aandeelhouder en de RvB komen op scherp te staan. De centrale vraag hierbij is wie een doorslaggevende stem in het geschil heeft; de aandeelhouder als kapitaalverschaffer of de RvB die belast is met de dagelijkse leiding van de beursvennootschap en zich verzet tegen machtsuitoefening op aandeelhoudersniveau.⁴⁸⁰

De reeds uitvoerig besproken zaken zoals die van ABN Amro hebben uitgewezen dat activistische aandeelhouders vaak eerst via de media⁴⁸¹ of via een Dear Board letter⁴⁸² hun

⁴⁷⁰ Bisschop 2008, p. 7.

⁴⁷¹ Zie ook paragraaf 3.3.2.1.

⁴⁷² Raaijmakers 2009, p. 365.

⁴⁷³ Van Ginneken 2010, p. 413.

⁴⁷⁴ De passiviteitsregel houdt in dat de vennootschapsleiding geen beschermingsmaatregelen mag nemen, tenzij dit specifiek door de aandeelhoudersvergadering is goedgekeurd. Nederland heeft ervoor gekozen de passiviteitsregel niet dwingend voor te schrijven en vast te houden aan het uitgangspunt dat de vennootschapsleiding de uitkomst van een vijandige overname mag beïnvloeden door het nemen van beschermingsmaatregelen. Ginneken 2010, p. 413.

⁴⁷⁵ Idem.

⁴⁷⁶ Kluiver 2009, p. 227.

⁴⁷⁷ Boot 2009, p. 121.

⁴⁷⁸ Idem.

⁴⁷⁹ Assink 2009, p. 37.

⁴⁸⁰ Bisschop 2008, p. 6.

⁴⁸¹ Zie ook meer recentelijk Alastair Sharp 'RIM investor urges fast shake-up; shares rise' <www.reuters.com>, waarbij activistische aandeelhouder Jaguar Financial Corporation RIM (maker van o.a. de Blackberry) aanspoort om naast de ontwikkeling van nieuwe strategieën en producten ook de verkoop van patenten en het bedrijf zelf te overwegen.

onvrede zullen uitspreken over de huidige gang van zaken alvorens over te gaan tot meer ‘drastische activistische handelingen’, zoals het agenderingsrecht.

Een antwoord op de vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden wordt al snel gezocht in de aandeelhoudersstructuur en de rechten en bevoegdheden van aandeelhouders en de RvB over en weer.⁴⁸³ Weinig aandacht is er daarnaast voor gedragsnormen in de fase tussen de eerste uitingen in de media of een Dear Board letter en het daadwerkelijk uitoefenen van aandeelhoudersrechten. Gedragsnormen dienen hierbij gezien te worden als eisen van verantwoord gedrag ‘die gelden voor bepaalde actoren en die voorschrijven welke gedragslijn deze actoren in het bepaalde situaties dienen te volgen’.⁴⁸⁴ Welke gedragsregels in de praktijk gelden bij ongewenst aandeelhoudersactivisme is tot nu toe nog onduidelijk en hier ligt een taak voor de Ondernemingskamer weggelegd om invulling te geven aan de rechtelijke toetsingsnormen.⁴⁸⁵ Is de RvB bij de minste dreiging gerechtigd om beschermingsconstructies te activeren? Heeft anderzijds de aandeelhouder vrij spel op grond van het argument dat zij in beginsel haar eigen belang mag nastreven? Mogen activistische aandeelhouders vrijelijk alle middelen inzetten die haar ter beschikking staan, zoals het bespelen van de media, het sluiten van geheime afspraken met andere aandeelhouders en het slimme gebruik van financiële instrumenten? Al deze vragen dienen – mede vanuit het perspectief van de redelijkheid en billijkheid – negatief te worden beantwoord, maar vragen om een verdere uiteenzetting.

5.3.3. Toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij ongewenst aandeelhoudersactivisme

Het bovenstaande brengt mij nu op het vraagstuk rondom de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij activistische omstandigheden. Zoals aangegeven spitst deze discussie zich al snel toe op argumenten over de continuïteit van de onderneming, het vennootschappelijk belang en het belang van de betrokkenen. Over de fase waarin activistische aandeelhouders het agenderingsrecht uitoefenen en tot stemming over gaan stelt Kleyn dat de ondernemingsleiding zich binnen de grenzen van de statuten, de wet en de jurisprudentie dient te richten naar het standpunt van de AvA en concludeert dat tijdelijke beschermingsmaatregelen ontoelaatbaar zijn, tenminste op basis van de continuïteit van de onderneming.⁴⁸⁶ Afgezien van het feit dat ik de mening ben toebedeeld dat een strategiewijziging niet via de AvA dient te worden afgedwongen⁴⁸⁷ miskent Kleyn mijns inziens dat feiten en omstandigheden in de fase voorafgaand aan de AvA uitermate bepalend kunnen zijn in het oordeel of een beschermingsconstructie bij activistische omstandigheden zijn toegestaan. Aan de ene kant zou de RvB gerechtigd moeten zijn om de beursvennootschap te beschermen en de ruimte te hebben om de strategie en het beleid op de lange termijn uit te voeren, zonder dat het gevaar bestaat dat ‘ze uit hun kantoor worden gegooid’ en aansprakelijk worden gesteld.⁴⁸⁸ Aan de andere kant dient de aandeelhouder beschermd te worden tegen een stugge RvB die zich achter beschermingsconstructies verschuilt en zo verantwoordelijk is voor een daling in aandeelhouderswaarde.⁴⁸⁹

⁴⁸² Zie paragraaf 4.3.

⁴⁸³ Raaijmakers 2010, p. 315. OK 10 januari 2008, RO 200/18, JOR 2008/39 (PCM)

⁴⁸⁴ Assink 2009, p.76.

⁴⁸⁵ Raaijmakers 2010, p.315.

⁴⁸⁶ Kleyn 2009, p.225.

⁴⁸⁷ Zie hoofdstuk 4, paragraaf 4.5.

⁴⁸⁸ Van der Schee 2011, p.139.

⁴⁸⁹ Idem.

Indien de RvB weigert te luisteren naar aanhoudende kritiek van de activistische aandeelhouder die met steekhoudende argumenten komt, voldoende transparant is over haar intenties en rekenschap geeft van de bij de beursvennootschap betrokken belangen, dan zal het activeren van een beschermingsconstructies minder snel gerechtvaardigd zijn. Het ligt in de lijn der verwachting dat een activistische aandeelhouder in een dergelijk geval de rechter zal verzoeken ex ante te beoordelen of het activeren van beschermingsconstructies gerechtvaardigd was. Ik voel er echter weinig voor om bij voorbaat te stellen dat de RvB geen beschermingsconstructies mag treffen.

Indien een activistische aandeelhouder met een summiere/niet steekhoudende argumentatie komt, niet duidelijk is over haar intenties of blijkt heeft gegeven van onvoldoende rekenschap met andere bij de beursvennootschap betrokken belangen dan ben ik van mening dat er wel degelijk een rechtvaardiging is voor de RvB om beschermingsconstructies te activeren. De beslissing van de RvB om al dan niet in te gaan op de kritiek van activistische aandeelhouders is een resultante van alle bij de beursvennootschap betrokken belangen. De RvB is nu eenmaal in vergelijking tot aandeelhouders beter gepositioneerd om belangrijke beslissingen te nemen en is aangesteld om, mede namens aandeelhouders, beslissingen te nemen over de strategie en het beleid van de beursvennootschap.⁴⁹⁰ Deze actieve rol vloeit voort uit de opzet en de systematiek van het vennootschapsrecht.⁴⁹¹ Ik volg hierbij de argumentatie van Van Ginneken dat het activeren van een beschermingsconstructie bij zowel een vijandige overname als activistische omstandigheden gerechtvaardigd wordt op grond van de bescherming van de (continuïteit) van het beleid, waarbij strategie gelijk staat aan het beleid. Er bestaat immers een verschil van mening over de strategie en het beleid en niet of de beursvennootschap in zijn huidige vorm dient voort te bestaan.

5.3.4. Beschermingsconstructies in het licht van preventie; onder welke omstandigheden

Uit het voorgaande blijkt dat ik het activeren van beschermingsconstructies bij de dreiging van ongewenst aandeelhoudersactivisme onder bepaalde omstandigheden toelaatbaar acht. Aandeelhouders worden beschermd doordat zij het besluit van de RvB kunnen aanvechten bij de rechter. Voor de Ondernemingskamer ligt de taak om de bestuursautonomie van de RvB te waarborgen, maar tegelijkertijd de aandeelhouder te beschermen tegen het ongerechtvaardigd activeren van beschermingsconstructies. Om de rechtszekerheid te waarborgen is het van belang dat er een duidelijke norm bestaat waaraan de Ondernemingskamer de rechtmatigheid van beschermingsconstructies bij activistische omstandigheden kan toetsen. Een dergelijke norm bestaat er thans wel voor de situatie indien de beursvennootschap onderwerp wordt van een vijandige overname. In Hoge Raad RNA⁴⁹² is bepaald dat beschermingsconstructie alleen gerechtvaardigd zijn indien deze een 'adequate en proportionele reactie vormen op het dreigende gevaar van een ongewenste overname'. Van Ginneken pleit in zijn proefschrift voor het ruimer trekken van de RNA-norm, zodat deze niet alleen van toepassing is bij vijandige overnames, maar ook bij activistische omstandigheden.⁴⁹³ Door de RNA-norm ruimer te trekken worden enerzijds de aandeelhouders beschermd doordat de RvB niet zonder meer mag overgaan tot het treffen van beschermingsmaatregelen - er moet immers sprake zijn van een reële dreiging- en anderzijds mag de RvB de beursvennootschap onder bepaalde

⁴⁹⁰ Van Ginneken 2010, p. 379.

⁴⁹¹ Idem.

⁴⁹² HR 18 april 2003, *JOR* 2003, 110 (RNA)

⁴⁹³ Van Ginneken 2010, p. 413.

omstandigheden beschermen tegen activistische aandeelhouders die puur gericht zijn op de realisatie van korte termijn rendement.

Van Ginneken brengt in zijn uitwerking van de RNA-norm een goed hanteerbare tweetrap aan waarbij de eerste stap inhoudt dat er sprake moet zijn van een reële bedreiging. De tweede stap bestaat uit het feit dat de desbetreffende beschermingsconstructie een adequate en proportionele reactie moet zijn op de bedreiging. Wat betekent dit nu concreet indien deze tweetrap wordt toegepast op de situatie dat de beursvennootschap wordt benaderd door activistische aandeelhouders?

5.3.4.1. Reële bedreiging

De eerste stap van de RNA-norm betreft de vraag in welke situaties de RvB beschermingsmaatregelen mag treffen om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders. Van Ginneken destilleert op grond van de RNA-norm twee situaties waartegen beschermd mag worden, bestaande uit de bedreiging van (de continuïteit) van het beleid en de bedreiging van de belangen van de beursvennootschap en de bij de beursvennootschap betrokken belanghebbende.⁴⁹⁴

Één van de gronden die voortvloeit uit de RNA-norm ter rechtvaardiging voor beschermingsconstructies is de bedreiging (van het beleid) van de beursvennootschap.⁴⁹⁵ Van Ginneken legt deze norm uit als ‘bescherming van de (continuïteit) van het beleid van de op dat moment zittende vennootschapsleiding’ en niet noodzakelijkerwijs de bescherming van de continuïteit van de vennootschap zelf.⁴⁹⁶ Immers, het verkopen van grote onderdelen van een beursvennootschap kan, mits goed gemotiveerd, gerechtvaardigd zijn indien dit past bij het realiseren van de strategie en het beleid op de lange termijn. Hetzelfde geldt voor een juridische fusie dan wel het opsplitsen van de beursvennootschap. Door de RNA-norm te interpreteren als bescherming van (de continuïteit) van het beleid van de op dat moment zittende RvB, mogen er beschermingsmaatregelen genomen worden om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders die bijvoorbeeld aandringen op de verkoop van onderdelen, dan wel die een dergelijke verkoop juist proberen te verbieden.

In Hoge Raad RNA is eveneens bepaald dat beschermingsconstructies gerechtvaardigd zijn ter handhaving van de status quo. Op deze manier kan de RvB voorkomen dat er zonder overleg wijzigingen worden doorgevoerd die niet in het belang van de beursvennootschap zijn of van degenen die bij de beursvennootschap zijn betrokken.⁴⁹⁷ Dit kan van belang zijn omdat activistische aandeelhouders in staat zijn om op korte termijn grote druk uit te oefenen op de RvB. Van Ginneken ziet dit dan ook als ‘een invulling van de gedachte dat de RvB het beleid en de strategie mag beschermen’.⁴⁹⁸

De tweede vraag is in hoeverre een bedreiging van de belangen van de bij de beursvennootschap betrokkenen een rechtvaardigingsgrond zouden kunnen vormen voor het nemen van beschermingsconstructies. Activistische aandeelhouders zullen in een enquêteprocedure veelal aanvoeren dat het nemen van beschermingsmaatregelen door de RvB een schending van het vennootschappelijk belang oplevert. De RvB zal zich op haar beurt verdedigen door vol te houden dat zij het vennootschappelijk belang dient, maar dat hiermee iets anders wordt bedoeld dan het enkel dienen van de belangen van aandeelhouders.⁴⁹⁹

⁴⁹⁴ Idem, p.421.

⁴⁹⁵ Zie voetnoot 97.

⁴⁹⁶ Van Ginneken 2010, p.421.

⁴⁹⁷ Raaijmakers 2010, p.364.

⁴⁹⁸ Van Ginneken 2010, p.422.

⁴⁹⁹ Winter 2007, p.132.

Het Nederlandse stakeholder model heeft er lange tijd voor gezorgd dat het vennootschappelijk belang gehanteerd werd als een rechtvaardiging om niet de belangen van de aandeelhouders voorop te stellen.⁵⁰⁰ In Hoge Raad Doetinchemse IJzergieterij⁵⁰¹ is bepaald dat bepaalde besluiten genomen mogen worden die ingaan tegen de belangen van de aandeelhouders, indien het vennootschappelijk belang dit vraagt. Van der Grinten stelt dat het vennootschap belang de resultante is van de afweging van belangen van hen die bij vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken, zoals aandeelhouders, leveranciers en afnemers.⁵⁰² De andere van oudsher gehanteerde opvatting is die van Maeyer, inhoudende dat het vennootschappelijk belang het belang is dat de vennootschap heeft bij haar gezonde bestaan, uitgaande van haar voortbestaan met het oog op het door de beursvennootschap te bereiken doel.⁵⁰³ Het toegenomen aandeelhoudersactivisme en de invloed van het Angelsaksische systeem hebben er langzaam voor gezorgd dat er ‘barsten’ kwamen in de wijze waarop de norm vennootschappelijk belang gehanteerd werd.⁵⁰⁴ Honée betoogde dan ook in zijn Rotterdamse Rede ‘Commissarissen, gezanten in Niemandsland’ dat er geen behoefte bestaat aan de norm vennootschappelijk belang.⁵⁰⁵ Andere dan aandeelhouders worden namelijk contractueel, in het faillissementsrecht en het medezeggenschapsrecht voldoende beschermd.⁵⁰⁶ Het begrip vennootschappelijk belang zou derhalve leeg geworden zijn en geen richting meer geven.⁵⁰⁷ Ik volg deze redenatie niet en voel meer voor de benadering van Van Ginneken die in zijn uitleg de benadering van Van der Grinten en Maeyer combineert. Van Ginneken stelt dat de beursvennootschap een juridische fictie is die geen inherent belang heeft dat geheel los kan worden gezien van de belangen van de bij de beursvennootschap betrokkenen.⁵⁰⁸ Om de gekozen strategie en het beleid te beschermen moeten er daarom verschillende belangen in acht worden genomen en afgewogen worden.⁵⁰⁹ Kluiver verdedigt eveneens dat het uitsluitende belang van de aandeelhouders niet bepalend kan zijn, ook niet als dit gekwalificeerd kan worden als een belang op de lange termijn.⁵¹⁰ Het voorgaande volgt ook uit de PCM beschikking van de Ondernemingskamer waarin meer duidelijkheid wordt gegeven over de vraag of aandeelhouders rekenschap dienen te geven van het vennootschappelijk belang.⁵¹¹ De Ondernemingskamer heeft deze vraag bevestigend beantwoord en gaat zelfs zo ver dat zowel aandeelhouders als toekomstige aandeelhouders, zoals private equity fondsen, in hun handelen niet alleen het eigen belang, maar ook het vennootschappelijk belang moeten betrekken naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid ingevolge art. 2:8 BW.

5.3.4.2. Adequate en proportionele reactie

Het feit dat beschermingsconstructies toelaatbaar zijn houdt niet in dat de RvB bij een reële dreiging de beursvennootschap vrij en onbeperkt mag beschermen. Uit de RNA-norm vloeit immers voort dat beschermingsconstructies alleen gerechtvaardigd zijn indien deze ‘een

⁵⁰⁰ Idem.

⁵⁰¹ HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 46 m.nr. PH.A.N.H.

⁵⁰² Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, p. 479.

⁵⁰³ Idem.

⁵⁰⁴ Winter 2007, p. 132.

⁵⁰⁵ Idem.

⁵⁰⁶ Kleyn 2009, p. 225.

⁵⁰⁷ Idem.

⁵⁰⁸ Van Ginneken 2010, p. 133.

⁵⁰⁹ Idem.

⁵¹⁰ Kluiver 2009, p. 230.

⁵¹¹ OK 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 m.nt. Stevens (PCM)

proportionele reactie vormen op het dreigende gevaar van een ongewenste overname'.⁵¹² De tweede stap in het model van Van Ginneken is dan ook de vraag of bescherming in het specifieke geval gerechtvaardigd is en limiteert de RvB in de maatregelen die zij mag nemen.⁵¹³ Een antwoord op de vraag wat toelaatbaar is zal veelal afhangen van de feiten en omstandigheden van het geval, waardoor een algemene regel niet eenvoudig te formuleren valt. Om desondanks een duidelijke richtlijn te geven is het volgens Van Ginneken van belang dat er een onderscheid wordt gemaakt tussen maatregelen voordat er sprake is van een bedreiging (pre-dreiging beschermingsmaatregelen) en maatregelen die worden genomen in reactie op een bedreiging (post-dreiging beschermingsmaatregelen). Bij activistische omstandigheden zal de RvB zich veelal genoodzaakt zien om beschermingsmaatregelen te treffen naar aanleiding van een melding van aandeelhouders dat zij het niet eens zijn met de gevoerde strategie en het beleid en bereid zijn verdere maatregelen tenemen (post-dreiging). Hierbij dient de opmerking geplaatst te worden dat de grens tussen pre-dreiging beschermingsmaatregelen en post-dreiging beschermingsmaatregelen niet altijd even zwart-wit is.⁵¹⁴

Volgens Van Ginneken kunnen alle post-dreiging beschermingsmaatregelen aan de RNA-norm getoetst worden, wat inhoudt dat deze bruikbaar zijn voor de rechterlijke toetsing van beschermingsconstructies onder activistische omstandigheden. Deze constatering brengt vervolgens de vraag met zich mee hoe de Ondernemingskamer per concreet geval dient te beoordelen of een beschermingsmaatregel adequaat en proportioneel is.

Wat als adequaat en proportioneel kan worden gezien is bij uitstek een waardeoordeel en vereist dan ook een marginale rechterlijke toetsing. Van belang is dat de Ondernemingskamer alle bij de beursvennootschap betrokken belangen afweegt en de vraag stelt of de RvB in alle redelijkheid heeft gehandeld. Dit houdt mede in dat de Ondernemingskamer tot de conclusie moet komen dat de RvB geen beter alternatief had.⁵¹⁵

Om tot een oordeel te komen of de beschermingsconstructie proportioneel en adequaat is dient de rechterlijke macht dus verschillende factoren tegen elkaar af te zetten die veelal afhankelijk zijn van de feiten en omstandigheden van het geval. Om desondanks toch inzicht te geven in de rechterlijke toetsing pleit Raaijmakers ervoor om een omstandighedencatalogus te introduceren, zoals die sinds het arrest *Saladin-HBU* gangbaar is geworden in het verbintenissenrecht. Alvorens tot een oordeel te komen 'inventariseert' de Ondernemingskamer welke relevante factoren er zijn, om vervolgens tot een weging te komen. Hierbij zal de ene factor de weegschaal naar de ene kant doet doorslaan, terwijl de andere factor meer gewicht in de schaal legt aan de ander kant.⁵¹⁶ In lijn met Raaijmakers beaam ik dat het vanuit het licht van de rechtszekerheid van belang is dat er een 'omstandigheden catalogus' wordt ontwikkeld die als handvat kan dienen bij de toetsing van de normen 'adequaat' en 'proportioneel' in geval van het activeren van beschermingsconstructies bij activistische omstandigheden.

5.4. Conclusie

De vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme een halt toe kan worden geroepen is er één die de gemoederen na de kredietcrisis flink heeft beziggehouden. De in de literatuur aangedragen oplossing van shareholder management is vooral op het punt van investor relations weinig bevredigend, nu het uitgaat van een actieve rol van de RvB om zogenoemde

⁵¹² Zie voetnoot 95.

⁵¹³ Van Ginneken 2010, p. 430.

⁵¹⁴ Idem, p.431.

⁵¹⁵ Idem.

⁵¹⁶ Raaijmakers 2010, p.364.

one-on-ones met aandeelhouders aan te gaan. Rechtsvergelijkend onderzoek met de VS wijst uit dat een concretere oplossing ligt gelegen in het aanbrengen van een scherpere scheiding tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht. Door het accent te leggen op strikte effectenrechtelijke disclosureregels wordt de autonomie van de RvB voldoende beschermd zonder dat de belangen van aandeelhouders in het geding komen. Het vennootschapsrecht wordt hierbij gereduceerd tot middel om de interne organisatie van de beursvennootschap te reguleren, waarbij de beleidsvrijheid van de RvB in beginsel beschermd wordt door de BJR. Op deze wijze krijgt de RvB ook op het gebied van investor relations een stukje gewenste macht terug.

Indien de beursvennootschap bedreigd wordt door activistische aandeelhouders dan is de RvB mijns inziens gerechtigd om onder bepaalde omstandigheden beschermingsconstructies te activeren. Het activeren van beschermingsconstructies dient dan uitgelegd te worden als bescherming van de (continuïteit) van het beleid en de strategie van de zittende RvB. De belangen van aandeelhouders worden hierbij beschermd doordat de Ondernemingskamer bij de toetsing van de rechtmatigheid gebruik kan maken van de RNA-norm.

Hoofdstuk VI Conclusies en aanbevelingen

5.1. Inleiding

Dit onderzoek richt zich primair op de vraag welke vennootschapsrechtelijke facetten ten grondslag hebben gelegen aan het toegenomen aandeelhoudersactivisme en de daarmee samenhangende vraag hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme in de toekomst beperkt kan worden. In de voorgaande hoofdstukken is getracht een duidelijk antwoord op de onderzoeksvraag en de daarmee samenhangende deelonderwerpen te formuleren. In hoofdstuk II is een overzicht gegeven van de maatschappelijke, economische en politieke factoren die vanaf de jaren '80 hebben geleid tot het toegenomen aandeelhoudersactivisme. In hoofdstuk III is besproken welke aspecten van het enquêterecht ertoe hebben geleid dat activistische aandeelhouders met succes de strategie en het beleid van de beursvennootschap ter discussie konden stellen. Eveneens is er uitvoerig ingegaan op de wenselijkheid van de BJR in Nederland. Het wetsvoorstel Corporate Governance kan aangemerkt worden als wetgevende reactie op het toegenomen aandeelhoudersactivisme en in hoofdstuk IV is daarom aandacht besteed aan de doeltreffendheid van het wetsvoorstel, waarbij ingegaan is op de praktische uitwerking van alle vier de onderdelen in relatie tot het beperken van ongewenst aandeelhoudersactivisme. In het laatste inhoudelijke hoofdstuk V is aan de hand van een rechtsvergelijking met de VS bepleit dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door een scherpere dichotomie aan te brengen tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht en de bescherming van beleggers primair te reguleren via het effectenrecht. In het licht van de bevoegdheid van de RvB om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische handelingen gaat hoofdstuk V tevens in op de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en de rechterlijke toetsing hiervan. Doordat ieder hoofdstuk is afgesloten met een (deel)conclusie wordt voor een gedetailleerde en uitvoerige uiteenzetting van onderstaande eindconclusie verwezen naar het reeds besprokene. Onderstaande conclusie richt zich dan ook op de kern van de discussie en leidt tot een overkoepelende nabespreking. Uiteindelijk leidt dat tot de beantwoording van de in dit onderzoek centraal staande vragen:

- **Welke facetten binnen het vennootschapsrecht hebben ertoe geleid dat activistische aandeelhouders in toenemende mate in staat bleken te zijn om invloed uit te oefenen op de beursvennootschap?**
- **Hoe kan ongewenst aandeelhoudersactivisme in de toekomst beperkt worden?**

5.2. Conclusie en nabespreking

De val van Lehman Brothers bleek een startsein te zijn voor een wereldwijde economische crisis die in verband werd gebracht met het sinds de jaren '80 toegenomen aandeelhoudersactivisme. De crisis ging gepaard met de vraag hoe het mogelijk was dat aandeelhouders in het licht van de meest optimale beurskoers in staat waren om met succes het beleid en de strategie van de beursvennootschap ter discussie te stellen. Illustratief voor de daadkracht van aandeelhouders is de brief van TCI die uiteindelijk leidde tot de val en overname van de ABN Amro. In dit onderzoek is naar voren gekomen dat een antwoord op voorstaande vraag bestaat uit meerdere facetten die allen verband met elkaar houden en in de juiste context geplaatst dienen te worden. Globaal zijn er twee hoofdfacetten aan te merken die hieronder besproken worden.

Ten eerste dient in deze nabespreking aandacht te worden besteed aan de kentering in de macht ten gunste van de aandeelhouder in de nasleep van het barsten van de dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen. Deze kentering dient geplaatst te worden in het

breder kader van de sinds de jaren '80 ingezette discussie over een uitbreiding van de rechten en bevoegdheden van aandeelhouders als gevolg van de steeds verdergaande globalisering van de financiële markten en de daarmee gepaard gaande groeiende zeggenschapsbelangen. Het barsten van de dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen, waarvan Enron de meest bekende, zorgde voor een 'roep om het vertrouwen in de aandelhoudersmarkt te herstellen'. In plaats van een rustige herbezinning op de meest evenwichtige oplossing zorgde de financiële misère voor een paniecreactie die resulteerde in een stortvloed van nieuwe wet- en regelgeving. Op Europees niveau werd de ingezette koers van een nieuw 'federaal' effectenrechtelijk disclosurestelsel losgelaten en werd er opnieuw gestalte gegeven aan de bescherming van aandeelhouders via vennootschapsrechtelijke 'governance' regels die naast het effectenrechtelijke systeem kwamen te staan. Het gebrek aan een duidelijke keuze heeft waarschijnlijk versterkend gewerkt op het gevoel van het Nederlandse kabinet om eveneens daadkrachtig op te treden en onder het motto 'het rechte trekken van scheefgegroeide verhoudingen' deed de eerste door best practices en principes gekenmerkte Nederlandse Corporate Governance Code zijn intrede. Dit alleen werd niet afdoende bevonden en de positie van de aandeelhouder werd daarnaast ook nog versterkt door een wijziging van de structuurregeling, die onder andere de invoering van het agenderingsrecht met zich mee bracht. Opvallend en misschien wel kenmerkend voor de paniecreactie is dat zowel op Europees en nationaal niveau niet voorzien was dat een cumulatieve van al deze wet- en regelgevende maatregelen juist zou leiden tot een doorgeslagen balans, ditmaal ten gunste van de aandeelhouder.

Het tweede facet dat kan worden aangemerkt als één van de oorzaken van het toegenomen aandeelhoudersactivisme is het voor Nederland kenmerkende enquêterecht. De zaken Versatel, HBG, ABN Amro en ASMI maakte op pijnlijke wijze duidelijk dat het voor activistische aandeelhouders relatief eenvoudig was om het beleid en de strategie van de beursvennootschap onder de noemer 'gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid' ter discussie te stellen. Een niet te onderkennen rol was hierbij weggelegd voor de Ondernemingskamer. Door de inconsistente motivering van de Ondernemingskamer was het voor de RvB lastig te voorspellen of gemaakte beleidskeuzes een enquêteprocedure tot gevolg kon hebben en dit leidde tot risicovermijdend gedrag. Daarnaast be- en veroordeelde de Ondernemingskamer in meerdere zaken het beleid van de RvB al voordat het daadwerkelijke enquêteonderzoek was ingesteld. De oorspronkelijke doeleinden van het enquêterecht verwaterde en resulteerde erin dat het rechtsmiddel meer dan eens onbedoeld veranderde in een quasi-aansprakelijkheidsprocedure. Hoewel de Hoge Raad inzake ASMI de aloude Forumbankregel in ere heeft hersteld blijven er desondanks nog veel vervolgvragen over. Zo ontbreekt thans nog steeds een normatief principe dat als wettelijk vertrekpunt voor de beleidsvrijheid en bestuurszelfstandigheid van de RvB kan functioneren.⁵¹⁷ In hoofdstuk II is daarom in lijn met verschillende schrijvers gepleit voor aansluiting met de in Delaware toegepaste BJR, maar het kabinet heeft in de MvT op een wijze die als zeer kort door de bocht is aan te merken aangegeven hier op korte termijn niks voor te voelen.

Tot slot dient in deze nabespreking van de eerste onderzoeksvraag nog aandacht te worden besteed aan het wetsvoorstel Corporate Governance. Hoewel het wetsvoorstel niet kan worden aangemerkt als facet dat heeft bijgedragen aan het toegenomen aandeelhoudersactivisme is het desondanks uiterst illustratief voor de wijze waarop het kabinet geheel in lijn met de Europese gedachtegang kiest voor een oplossing die gekenmerkt wordt door een cumulatieve van vennootschaps- en effectenrechtelijke wetgeving. Los van de kritische kanttekeningen die bij elk aspect van het wetsvoorstel geplaatst kunnen worden leidt

⁵¹⁷ Raaijmakers & Van der Schee 2010, p. 198.

een analyse van het wetsvoorstel in zijn geheel tot de overkoepelende conclusie dat het als middel tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme waarschijnlijk weinig verschil zal maken. Dit kan grotendeels worden toebedeeld aan de doelstelling 'het bereiken van een evenwichtige balans binnen de interne machtsverhouding middels het bevorderen van de dialoog tussen aandeelhouders en de RvB' die ten grondslag ligt aan het wetsvoorstel. Een dialoog kan immers niet geforceerd worden, is voor vele interpretaties vatbaar en moeilijk handhaafbaar. Globaal wekt het wetsvoorstel vooral de impressie op dat het een weinig doordachte poging is om effectenrechtelijke transparantie te combineren met vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten. Daarnaast illustreert de wijziging van het agenderingsrecht hoe de Nederlandse wetgever vast blijft houden aan de oorspronkelijke doeleinden van wet- en regelgeving en legt op deze wijze enigszins het onvermogen bloot om in te kunnen spelen op de snel veranderende financiële markten.

In beantwoording op de eerste onderzoeksvraag kan geconcludeerd worden dat er twee vennootschapsrechtelijke hoofdfacetten zijn aan te wijzen die aangemerkt kunnen worden als de oorzaak van het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Het eerste facet is verder op te splitsen in materiële wet- en regelgeving die heeft geleid tot een uitbreiding van de rechten en bevoegdheden van aandeelhouders in de nasleep van de dot.com bubble en de boekhoudkundige schandalen en de aard van de vormgeving van diezelfde wet- en regelgeving. Als tweede facet kan het voor Nederland kenmerkende enquêterecht worden aangewezen. De verwatering van de oorspronkelijke doeleinden van het enquêterecht alsmede de rol die de Ondernemingskamer heeft vervuld bij de uitleg van de rechtsregels hebben bijgedragen aan het eroderend systeem van bestuursautonomie en aldus ook aan het toegenomen aandeelhoudersactivisme.

In het vervolg van het voorstaande dient de vraag beantwoord te worden hoe ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden. Er dient hierbij aandacht besteed te worden aan twee aspecten.

Ten eerste dient er aandacht te worden besteed aan de vormgeving van wet- en regelgeving opdat een effectief rechtssysteem ontstaat dat bijdraagt aan het beperken van ongewenst aandeelhoudersactivisme. De eerste stap die hierbij gezet moet worden is dat op Europees en nationaal niveau de gedachtegang van de 'dialoog' losgelaten dient te worden. Het wetsvoorstel Corporate Governance heeft aangetoond dat hierdoor een weinig effectief rechtsmiddel ontstaat waarbij het vennootschapsrecht en het effectenrecht als een wirwar van draden in elkaar verstrikt zijn geraakt. Deze draden dienen uit elkaar te worden gehaald, wat concreet betekent dat er een scherpere dichotomie dient te worden aangebracht tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht. Er dient tegelijkertijd een accentverschuiving plaats te vinden van de vennootschapsrechtelijk aandeelhoudersrechten naar strikte effectenrechtelijke disclosureregels om de aandeelhouder te beschermen. Ter disciplineren van de RvB staat het de aandeelhouder vrij om haar aandelen te verkopen of gebruik te maken van het systeem van proxy sollicitation/voting. Het vennootschapsrecht wordt puur gezien als instrument om de interne organisatie van de beursvennootschap te reguleren. Vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten dienen dus niet langer instrumenten te zijn die activistische aandeelhouders in staat stellen om, de strategie en beleid van de beursvennootschap ter discussie te stellen. Dit brengt eveneens met zich mee dat de RvB in eventuele aansprakelijkheidsprocedures wordt beschermd door de BJR. Om vorm te geven aan het bovenstaande kan het federale Amerikaanse effectenrecht en het statelijke vennootschapsrecht van Delaware als inspiratiebron dienen.

Het tweede aspect bestaat uit de rol die de RvB dient in te nemen om de beursvennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders. Dit houdt concreet in dat zij in beginsel bevoegd is om bij activistische omstandigheden beschermingsconstructies te activeren indien de RvB dit in het belang van de beursvennootschap noodzakelijk acht. De rechtmatigheid hiervan kan getoetst worden door de RNA-norm.

In beantwoording op de tweede onderzoeksvraag kan geconcludeerd worden dat op zowel Europees als nationaal niveau de gedachtegang van de ‘dialogue’ los moet worden gelaten. Er dient een scherpere dichotomie aangebracht te worden tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht, wat met zich meebrengt dat er tegelijkertijd een accentverschuiving plaatsvindt van vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten naar strikte effectenrechtelijke disclosureregels om de aandeelhouder te beschermen. Daarnaast dient de RvB, indien zij dit in het belang van de beursvennootschap noodzakelijk acht, in beginsel vrij te zijn om onder activistische omstandigheden beschermingsconstructies te activeren.

5.3. Aanbevelingen

Gedurende het gehele onderzoek zijn er aanbevelingen/suggesties gedaan die verband houden met hetgeen in die paragraaf besproken is. Een opsomming van alle aanbevelingen/suggesties zou leiden tot een te ruime en gedetailleerde uiteenzetting. Om die reden is ervoor gekozen om de aanbevelingen te bespreken die rechtstreeks voortvloeien uit het hierboven besprokene. Op deze manier vormt het uitgevoerde onderzoek de aanleiding voor het doen van onderstaande concrete aanbevelingen.

5.3.1. Heroverweging van het enquêterecht en de invoering van de BJR

Het enquêterecht is bij uitstek een traditioneel vennootschapsrechtelijk middel dat niet tot weinig mee geëvalueerd is met de snelle ontwikkeling op de financiële markten. In dit onderzoek is aangetoond dat de oorspronkelijke doeleinden van het enquêterecht verwaterd zijn. Een herbezinning lijkt op zijn plaats, waarbij het schrappen van het enquêterecht zeker tot de mogelijkheden behoort.⁵¹⁸ Daarnaast heeft het kabinet mijns inziens onterecht en te kort door de bocht de BJR afgewezen. Het is begrijpelijk dat de BJR niet letterlijk één op één vertaald kan worden naar het Nederlandse rechtssysteem, maar het is meer dan wenselijk dat de bestuurszelfstandigheid en de beleidsvrijheid in de wet verankerd wordt en zo de RvB beschermd bij eventuele aansprakelijkheidsprocedures.

5.3.2. Heroverweging van wetsvoorstel Corporate Governance

Naast de praktische problemen die naar voren zijn gekomen bij de afzonderlijke regelingen van het wetsvoorstel, kan over het algemeen geconcludeerd worden dat het wetsvoorstel als middel tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme weinig verschil zal maken. Het wetsvoorstel zal door de recente aanname door de Tweede Kamer zijn doorgang vinden. Immers, de toetsingsbevoegdheid van de Eerste Kamer beperkt zich tot de beoordeling op technische deugdelijkheid en uitvoeringsproblemen, alsmede op inachtneming van de rechtstatelijke en andere rechtmatigheidsvereisten.⁵¹⁹ Het geniet de aanbeveling om na invoering van het wetsvoorstel onderzoek te doen naar de uitwerking, hoe dit zich verhoudt tot het aanbrengen van een scherpere dichotomie tussen het effectenrecht en het vennootschapsrecht en of de wet op bepaalde punten aangepast moet worden/anders vorm dient te worden gegeven.

⁵¹⁸ Raaijmakers & van der Schree pleiten voor een afschaffing van het enquêterecht. Raaijmakers & Van der Schree 2010, p. 200.

⁵¹⁹ Burkens 2006, p. 112.

5.3.3. Verder onderzoek naar het aanbrengen van een scherpere dichotomie van het effectenrecht en het vennootschapsrecht

In dit onderzoek is in lijn met het proefschrift van Van der Schee geconcludeerd dat ongewenst aandeelhoudersactivisme beperkt kan worden door een scherpere dichotomie aan te brengen tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht. Deze conclusie brengt nogal wat praktische problemen met zich mee nu effectenrechtelijke en vennootschapsrechtelijke wet- en regelgeving op zowel Europeesrechtelijk als nationaal niveau met elkaar verweven zijn. Het loslaten van de gedachtegang van ‘aandeelhoudersdemocratie’ en de ‘dialogoog’ die verweven zit in meerdere richtlijnen en inmiddels deels of geheel zijn geïmplementeerd in Nederlandse wetgeving brengt met zich mee dat er verder onderzoek gedaan dient te worden naar hoe een overgang plaats kan vinden en wat voor effect dit heeft op reeds bestaande wet- en regelgeving.

5.3.4. De RNA-norm overeenkomstig van toepassing verklaren op het activeren van beschermingsmaatregelen onder activistische omstandigheden

In dit onderzoek is expliciet aandacht besteed aan de bevoegdheid van de RvB om beschermingsmaatregelen te activeren indien zij dit in het belang van de beursvennootschap noodzakelijk acht. In het belang van de rechtszekerheid wordt aanbevolen om de RNA-norm, thans nog enkel van toepassing bij vijandige overnames, overeenkomstig van toepassing te verklaren op het activeren van beschermingsconstructies onder activistische omstandigheden.

Lijst van aangehaalde literatuur

I. Boeken

- Anema e.a. 2007
J.T. Anema, *Bouwen en bezinning: regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht), Deventer: Kluwer 2007.
- Asscher-Vonk e.a. (red.) 2007
I.P. Asscher-Vonk e.a. (red.), *Onderneming en Integriteit* (Onderzoekcentrum Onderneming en recht. Serie Onderneming en Recht), Deventer: Kluwer 2007.
- Asser, Maijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2009
C. Asser, J.M.M. Maijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *mr. C. Assers handleiding tot beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. Rechtspersonenrecht, de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.
- Beckman e.a. 2007
H. Beckman e.a., *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht), Deventer: Kluwer 2007.
- Burkens e.a. 2006
M.C. burkens e.a., *Beginselen van de democratische rechtsstaat. Inleiding tot de grondslagen van het Nederlandse staats- en bestuursrecht* (Uitgave vanwege het instituut voor staats- en bestuursrecht), Deventer: Kluwer 2006
- Boot 2009
A.W.A. Boot, *De onwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Koninklijke Van Gorcum 2009.
- Bruisten 2010
H.J. Bruisten e.a., *En na de crisis?* (publicatie ter gelegenheid van het 80-jarig bestaan van het Nederlands Genootschap van Bedrijfsjuristen 1930-2010), Kluwer: Deventer 2010.
- Essers e.a. 2009
P. Essers e.a., *Met Recht* (Liber Amicorum ter huldiging van Theo Raaijmakers bij zijn afscheid als hoogleraar Vennootschaps- en Ondernemingsrecht aan de Universiteit van Tilburg), Deventer: Kluwer 2009.
- Faber e.a. (red.) 2010
N.E.D. Faber e.a.(red.), *De kredietcrisis* (Onderzoekcentrum Onderneming & Recht. Serie Onderneming en Recht), Deventer: Kluwer 2010.
- Grundman-Van de Krol 2008
C.M. Grundman-Van de Krol, *Koersen door de Wet Financieel Toezicht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers 2008.
- Hassel & Nieuwe Weme 2010
Hassel & Nieuwe Weme 2010 (red.), *Willem's Wegen. Opstellen aangeboden aan prof.mr. J.H.M. Willems*, Deventer: Kluwer 2010.
- Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2010

M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut), Deventer: Kluwer 2010.

- Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2009
M.Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut), Deventer: Kluwer 2009.
- Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2008
M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut), Deventer: Kluwer 2008.
- Peij e.a. 2007
S.C. Peij e.a., *Handboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2007
- Raaijmakers 2006.
M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.
- Van Schilfgaarde 2009
P. van Schilfgaarde, van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2009.
- Solinge e.a. 2010
G. van Solinge e.a., *Geschillen in de vennootschap*, (Congresbundel 2009 Van der Heijden Instituut), Deventer: Kluwer 2010.
- Schwarz & Wessels (red.) 1992
C.A. Schwarz & B. Wessels (red), *Almanak voor de BV en de NV*, De Bussy Uitgeverij: Amsterdam 1992.

II. Preadviezen

- Assink & Strik 2009
B.F. Assink & D.A.M.H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheer op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse* (Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2009), Deventer: Kluwer 2009.
- Buijs & Wouters 1998
D.C. Buijs & J. Wouters, *Het wetsvoorstel beschermingsconstructies* (Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 1998), Deventer: Kluwer 1998.
- Josephus Jitta & Mok 2004
M.W. Josephus Jitta & M.R. Mok, *Het recht van enquête onderzocht* (Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2004), Deventer: Kluwer 2004.
- Raaijmakers & Abma 2007
G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2007), Deventer: Kluwer 2007.

III. Bijdragen in boeken

- Abma 2010
R. Abma, 'De verander(en)de rol van de private aandeelhouder binnen de beursvennootschap', in: Faber (red.) e.a., p. 93-120.

- Abma 2007
R. Abma, 'Het stemproces van institutionele beleggers', in: Raaijmakers & Abma 2007, p. 73-147.
- Buijs 1998
D.C. Buijs, 'Het wetsvoorstel beschermingsconstructies', in: Buijs & Wouters 1998, p. 2-64
- Assink 2009
B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: Strik & Assink 2009. p. 5-195.
- Brink 2009,
M. Brink, 'Van wie is de winst?', in: Essers e.a. 2009, p. 53-62.
- Assink & Kroeze 2010
B.F. Assink & M.J. Kroeze, 'Rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid in het enquêterecht. Hoe marginaal zou 'marginaal moeten zijn?', in: Hassel & Nieuwe Weme 2010, p. 11-32.
- Croiset van Uchelen 2010
A.R.J. Croiset van Uchelen, 'Onmiddellijke voorzieningen; in of uit de schaduw van wanbeleid', in: Solinge e.a. 2010, p. 203-216.
- Fleming 2009
J. Fleming, 'Het voorontwerp aanpassing enquêterecht', in: Holtzer, Leijten & Oranje (red) 2010, p. 111-126.
- Hendriks & Koelemeijer 2009
R.W.F. Hendriks & M. Koelemeijer, 'Loyaliteitsdividend: naar loyale aandeelhouders?', in Essers e.a. 2009, p. 181-189.
- Kluiver 2009
H.J. de Kluiver, 'De revival van bschermingsmaatregelen', in: Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2009, p. 227-237.
- Honée 2007
C. Honée, 'Investor relations en 'de kunst van het laveren'', in: Beckman e.a. 2007.
- Josephus Jitta 2004
M.W. Josephus Jitta & M.R. Mok, 'Enkele gedachten over het formele enquêterecht: is het efficiënt wanneer de dienstmaagd moeder wordt?' in: Jitta & Mok 2004, p. 1-42.
- Klaassen 2010
C.J.M. Klaassen, 'De Ondernemingskamer uitgelicht', in: Solinge e.a. 2010, p.101-164.
- Kleyn 2009
J.D. Kleyn, 'Weg met structurele beschermingsmaatregelen', in: Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2009, p. 215-226.
- Lemstra 2010
J.H. Lemstra, 'Enquête sans frontières', in: Hassel & Nieuwe Weme 2010, p. 271-280.
- Lemstra & Neering 2007,
J.H. Lemstra & V.M. Neering, 'Over het middel en de kwaal: nieuwe transparantieregels voor hedge funds?', in: Anema e.a. 2007, p. 209-222.

- R.H. Maatman, 'Integriteit van de Onderneming – Aandeelhouder en Integriteit', in: Asscher-Vonk e.a. (red.) 2007, p. 55-91.
- Mussche 2011
M.M. Mussche, 'het tegenstrijdig belang van de vennootschap in het handelsverkeer', in: Smeele & Verburgh (red.) 2011, p.125-138.
- Raaijmakers & Van der Schee 2010
M.J.G.C. Raaijmakers & P.A. van der Schee, 'bescherming van beleggers in beurs-NV's: het enquêterecht als actie en de "Business Judgement Rule" als afweermiddel', in: Bruisten e.a. 2010, p. 161-201.
- Raaijmakers 2009
G.T.M.J. Raaijmakers, 'De tijdelijkheid van beschermingsmaatregelen', in: Essers e.a. 2009, p. 361-371.
- Sijnja 2010
H.A. Sijnja, 'Wetsvoorstel Corporate Governance: meldingsplicht van aandeelhouders met betrekking tot de strategie', in: Holtzer, Leijten & Oranje (red.) 2010, p. 177-200.
- Slagter 2007
W.J. Slagter, 'Loyale aandeelhouders en hedgefonds', in: Anema e.a. 2007, p. 321-334.
- Van der Korst & Wassenaar 2010
P.J. van der Korst & I. Wassenaar, 'Maak van de enquêteprocedure een dagvaardingsprocedure', in: Hassel & Nieuwe Weme (red.) 2010, p. 249-256.
- Van Solinge en Nieuwe Weme 2010
G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, 'Onmiddellijke voorzieningen in de enquêteprocedure', in: Hassel & Nieuwe Weme (red.) 2010, p. 349-365.
- Verbunt 2008
B.E.L.J.C. Verbunt, 'De begrenzing van de discretionaire bevoegdheden van de ondernemingskamer in de eerste fase van de enquêteprocedure', in: Holtzer, Leijten & Oranje 2008, p.151-172.
- Verdam 2009
A.F. Verdam, 'Van verantwoording en verslag van commissarissen', in: Essers e.a. 2009, p. 507-518.
- Winter & Van Ginneken 2009
J. Winter & M. van Ginneken, 'Stemmen op afstand opnieuw bekeken', in: Essers e.a. 2009, p.139-152.
- Winter 2007
J. Winter, 'Level playing fields forever', in: Beckman e.a. 2007, p. 121-138.

IV. Oraties en dissertaties

- Assink 2007
B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss. Rotterdam), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2007
- Feenstra 2010

F. Feenstra, *impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht* (diss. Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2010.

▪ Van Ginneken 2010

M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. Amsterdam UvA), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2010.

▪ Van der Schee 2011

P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the US and EU. A transatlantic comparison of the basics of securities and corporate law*, (diss. Tilburg), uitgave vanwege het Schoordijk Instituut, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2011.

▪ Steins Bisschop 2008

B.T.M. Steins Bisschop, *bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme. Een politiek correcte en bedrijfmatige effectieve benadering* (oratie Maastricht), Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.

V. Artikelen

- R. Abma, 'De veranderende positie van de aandeelhouder; import van normen en waarden uit Angelsaksische landen', *Goed Bestuur, tijdschrift over Governance* 2006, 2, p. 9-18.
- M.M. van den Broek, 'Op weg naar grotere transparantieplichtingen voor aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen', *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk* 2008, 2, p. 55-61.
- J.G.C.M. Galle, S.J. van den Nieuwenhuize & A.B.M. Soppe, Shareholder management. Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2010, 1, p. 10-17.
- F.J. de Graaf & Z. Tali, 'Loyaliteitsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers: 'Vaste relatie of betaalde liefde?', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2007, 4, p. 139-141.
- M. de Jongh, 'Ondernemingsrecht reactie: Loyaal aan duurzame waardecreatie', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2010, 17, p. 706-709.
- E.D.G. Kiersch, 'De nieuwe structuurregeling (deel I 2001-2003)', *Ars Aequi*, (54) 2005, 6, p. 505-509.
- E.D.G. Kiersch, 'De nieuwe structuurregeling (deel II 2003-2004)', *Ars Aequi* (54) 2005, 9, p. 751-756.
- M.J. Kroeze & M.A. Verburgh, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *Nederlands Juristenblad*, (86) 2011, 15, p. 979-987.
- M.J. Kroeze, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *Nederlands Juristenblad*, (83) 2008, 34, p. 2153-2162.
- M.J. Kroeze, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *Nederlands Juristenblad*, (82) 2007, 35, p. 2219-2232.
- W.B. Kuijpers & M. Meinema, 'De nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code 2008', *Ars Aequi*, 2009, 3, p. 178-184.

- R.H. Maatman & M.J.G.C. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht*, 2006, 7, p. 252-262.
- L.M. Mantel & F.G.K. Overkleef, 'De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen', *Vennootschap & Onderneming*, 2009, 10, p. 193-2000.
- R.G.J. Nowak, 'Het rapport van de Commissie-Frijns over de actualisering van de Corporate Governance Code', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2008, 125, 2008, p. 428-432.
- G.T.M.J. Raaijmakers, 'Corporate Governance 2.0 voor banken en beursondernemingen: meer aandacht voor cultuur en gedrag', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2010, 7, p. 314-318.
- G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AvA', *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2005, 4, p. 106 -112.
- G.T.M.J. Raaijmakers, 'Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AvA', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2004, 1, p. 3-10.
- M.J.G.C. Raaijmakers, 'ASMI: zelfstandigheid en beleidsvrijheid van bestuur in een beurs-NV', *Ars Aequi*, 2010, 11, p. 799-807.
- M.J.G.C. Raaijmakers, 'Corporate governance en het enquêterecht: pleidooi voor een genuanceerder gebruik door de OK van het enquête-instrumentarium', *Nederlands Juristenblad*, (27) 2003, p. 1373-1379.
- M.C. Schouten, 'Loyaal aan het eigen belang', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2010, 17, p. 579-580/
- F.G.K. Overkleef, 'De behandeling in de Eerste Kamer van het wetsvoorstel ter implementatie van de E-G Richtlijn aandeelhoudersrechten (31 746)', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht* 2010, 8, p. 358-361.
- F.G.K. Overkleef, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning', *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht*, 2009, 17, p.714-723.
- A.J.P. Schild, 'Het loyaliteitsdividend van DSM en de onmiddellijke voorzieningen van de ondernemingskamer. HR 14 december 2007, RvdW 2008, 1 (DSM), *Maandblad voor Vermogensrecht* 2008, 30, p. 30-37.
- G.J.H. van der Sangen, 'Het enquêterecht als bron van nieuw ondernemingsrecht? (deel 1)', *Tijdschrift voor ondernemingsbestuur*, 2004, 1, p. 33-45.
- G.J.H. van der Sangen, 'Het enquêterecht als bron van nieuw ondernemingsrecht? (deel 2)', *Tijdschrift voor ondernemingsbestuur*, 2004, 2, p. 82-93.
- D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play, over preventie van aandeelhoudersactivisme', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2007, 6, p. 230-237.

VI. Adviezen & rapporten

- Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2007
Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code (advies van mei 2007), Den Haag: Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2007
- RSM Erasmus University 2007
Hedgefondsen en private equity in Nederland (advies van 4 oktober 2007), bijlage bij kamerstukken II 2007/08, 31 083, nr.5.
- SER-Advies 2008
Advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur (advies van 15 februari 2008, SER 08/01), Den Haag: SER 2008.

▪ SER-Advies 2001

Advies over het functioneren en de toekomst van de structuurregeling (advies van 19 januari 2001, SER 01/02), Den Haag: SER 2001.

▪ SER-Advies 1969

Advies inzake de herziening van het ondernemingsrecht (advies van 19 september 1969, SER 69/14), Den Haag: SER 1969.

VII. Jurisprudentie

- HR 9 juli 2010, *JOR* 2010,228 (ASMI).
- Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 m.nt. Stevens (PCM)
- HR 14 december 2007, *JOR* 2008,11 (DSM)
- HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 238 (Versatel Telecom International)
- HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 404 (ABN AMRO).
- HR 18 november 2005, *NJ* 2006, 173 (Unilever)
- HR 18 april 2003, *NJ* 2003/280 (Rodamco/North America).
- HR 27 september 2000, *NJ* 2001, 224 (Gucci).
- HR10 januari 2000, *NJ* 1990, 446 (Ogem).
- HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002, 92 (Skygate).
- HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden)
- HR 21 januari 1955, *NJ* 1959, 43 (Forumbank).
- HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 46 m.nr. PH.A.N.H. (Doetinchemse IJzergieterij)
- OK 27 mei 2010, *JOR* 2010, 189 (PCM)
- OK 5 augustus 2009, *LJN*: BJ4688 (ASMI).
- OK 17 januari 2007, *LJN*: AZ 6440 (Stork).
- OK 28 december 2006, *ARO* 2007,7 (KPN/Qwest).
- OK 21 december 2004, *JOR* 2005,5 (Unilever).
- OK 21 januari 2002. *JOR* 2002, 28 (HBG).
- OK 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71 (Batco).

VIII. Parlementaire stukken

a. Kamerstukken II

- Kamerstukken I 2011/12, nr. 32 014, nr. A herdruk.
- Kamerstukken II 2012/11, 32 014, nr. 33.
- Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr.24.
- Kamerstukken II 2011/12, 32 014, nr.15.
- Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr.14.
- Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr.11.
- Kamerstukken II 2010/2011, 32 887, nr.3 (MvT).
- Kamerstukken II 2010/11, 31 980, nr.48
- Kamerstukken II 2010/11, 31 980, nr. 28.
- Kamerstukken II 2008/09, 32 124, nr.3.
- Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr.8.

- Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr.3 (MvT).
- Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr.2.
- Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr.1.
- Kamerstukken II 2008/09, 31 971, nr.197.
- Kamerstukken II 2008/09, 29 752, nr. 8.
- Kamerstukken II 2007/08, 29 752, nr.2.
- Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr.1.
- Kamerstukken II 2003/04, 29 752, nr.2.
- Kamerstukken II 2000/01, 25 752, nr.7.

b. Kamerstukken I

- Kamerstukken I 2011/12, nr. 32 014, nr. A herdruk.

IX. Elektronische bronnen

- Autoriteit Financiële Markten: 'EU richtlijn: MiFID', <<http://www.afm.nl>>
- Alastair Sharp, 'RIM investor urges fast shake up; shares rise' <www.reuters.com>
- Eerste Kamer der Staten Generaal, 'Invoering aanbevelingen Monitoring Commissie Corporate Governance Code' <<http://www.eerstekamer.nl>>.
- Elsevier, 'Hedgafonds eist opsplitsing ABN Amro, <<http://www.elsevier.nl>>.
- Financieel Dagblad, *waarde beleggingen hedgefondsen naar \$ 2.000 mrd*'.
- Financieel Dagblad, *Phillips vraagt geduld van zijn beleggers*, <www.fd.nl>.
- Monitoring Commissie Corporate Governance, 'Monitoring Commissie doet voorstellen voor aanpassing Code Tabaksblad', <<http://www.commissiecorporategovernance.nl>>.
- Monitoring Commissie Corporate Governance, 'Monitoring commissie brengt advies uit aan het kabin. Nadere spelregels voor vennootschappen en aandeelhouders', <www.commissiecorporategovernance.nl>.
- Monitoring Commissie Corporate Governance: 'eerste commissie corporate governance: commissie Peters', <<http://commissiecorporategovernance.nl>>.
- NRC Handelsblad, 'Perverse fondsen schokken Kamer', <<http://vorige.nrc.nl>>.
- NOS Nieuws, 'Bos verbiedt ongedekte shortselling', <<http://www.nos.nl>>.
- NOS Nieuws, *verbod short selling vier EU- landen*, <<http://www.nos.nl>>.
- Phillips, *investor relations*, <www.phillips.nl>
- PvdA, *zes vragen voor de bankensector. Speech gehouden door Bos op Eumedion congres*, <www.pvda.nl>
- Reuters, *TCI's letter to ABN Amro seeking a breakup*, <www.uk.reuters.com>.
- Rijksoverheid, 'Senaat voor beperking toegang Ondernemingskamer', <<http://www.rijksoverheid.nl>>.
- U.S. Securities Exchange Commission: 'The Investor's Advocate: How the SEC protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation' <<http://www.sec.gov>>
- Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, 'welkom', <<http://www.veuo.nl/>>.
- VNO NCW, 'Verzoek tot actualisering Code Tabaksblad, brief namens zes organisaties aan voorzitter Frijns van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, <<http://www.nvno-ncw.nl>>.