

De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap

Verslag van het congres over De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap gehouden op 18 oktober 2018 op de Vrije Universiteit Amsterdam

Onder voorzitterschap van:

mr. P. Ingelse

en bijdragen van:

drs. Rients Abma

prof. mr. Harm-Jan de Kluiver

prof. mr. Bastiaan F. Assink

prof. mr. Sven Dumoulin

prof. mr. Albert Verdam



Wolters Kluwer

Deventer – 2019

Inhoudsopgave

Introductie	7
<i>Prof. mr. Sven Dumoulin en prof. mr. Albert Verdam</i>	
De fysieke aandeelhoudersvergadering moet behouden blijven (althans voorlopig)	11
<i>Drs. Rients Abma</i>	
De toekomst van de algemene vergadering bij de beursgenoteerde vennootschap	21
<i>Prof. mr. Harm-Jan de Kluiver</i>	
Aandeelhouders en strategie na <i>Boskalis/Fugro</i>	35
<i>Prof. mr. Bastiaan F. Assink</i>	
De toezegging aan de aandeelhoudersvergadering, een verkenning	71
<i>Prof. mr. Sven Dumoulin</i>	
Zorgen rond de kwaliteit en invloed van stemadviseurs; naar een andere dynamiek rond de aandeelhoudersvergadering?	79
<i>Prof. mr. Albert F. Verdam</i>	

Introductie

De algemene vergadering van aandeelhouders is in de klassieke benadering van de vennootschap het aangewezen forum voor dialoog tussen aandeelhouders en bestuur en raad van commissarissen. Inmiddels zijn tal van ontwikkelingen zichtbaar die hierop inwerken. Te denken valt aan de toenemende rol van stemadviseurs, het (voor)overleg met selecte aandeelhouders, het gebruik van het agenderingsrecht, elektronisch stemmen, alsook het fenomeen van toezeggingen aan aandeelhouders.

In oktober 2018 hield het ZIFO zijn jaarlijks congres, ditmaal met als onderwerp de aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap. Het congres werd voorgezeten door mr. P. Ingelse, advocaat en voorheen voorzitter van de Ondernemingskamer; sprekers waren drs. Rients Abma (Eumedion), prof. dr. Harm-Jan de Kluiver (Universiteit van Amsterdam/De Brauw Blackstone Westbroek), prof. mr. Bastiaan F. Assink (Erasmus Universiteit Rotterdam/NautaDutilh), prof. mr. Sven Dumoulin (Vrije Universiteit) en prof. mr. Albert Verdam (Vrije Universiteit/Philips).

De in deze bundel opgenomen bijdragen bouwen voort op de inleidingen gehouden op het congres, sommige met verwerking van de tijdens de plenaire discussie opgebrachte inhoudelijke punten.

Abma behandelt de vraag of de fysieke aandeelhoudersvergadering moet worden gehandhaafd. Hij gaat daarbij in op het overleg tussen (met name grote) aandeelhouders en bestuurders en commissarissen, in de vorm van een ‘Capitals Market Day’, ‘road shows’, ‘one on ones’ en een ‘Board Engagement Day’, alsook informele consultaties ver voor de vergaderdatum over ontwerpbesluiten die op de agenda van de algemene vergadering zullen worden geplaatst. Ook belicht hij het overleg dat veelal plaats vindt nadat de agenda met toelichting en achterliggende documenten zijn gepubliceerd. Hij komt tot de conclusie dat de besluitvorming bij grote beursvennootschappen wel degelijk tot stand komt als vrucht van onderling overleg, zij het dat dat overleg niet *tijdens*, maar *buiten* de fysieke vergadering plaats vindt. Dat brengt hem evenwel niet tot een pleidooi om de fysieke vergadering af te schaffen. Abma noemt een vijftal redenen om de fysieke vergadering voorlopig te behouden, en aan welke voorwaarden moet zijn voldaan voordat die kan worden afgeschaft.

De Kluiver schetst een toekomstbeeld van de algemene vergadering bij de beursvennootschap. Allereerst plaats hij relativerende kanttekeningen bij de rol van institutionele aandeelhouders en wijst erop dat die vooreerst geïnteresseerd zijn

in de financiële prestaties van de onderneming en in verhouding tot andere stakeholders niet het meeste risico lopen. Gelet op de toenemende verantwoordelijkheden van bestuur en commissarissen ten opzichte van een brede groep van stakeholders kan de algemene vergadering steeds minder beantwoorden aan haar doeleinden: besluitvorming, toelichting en discussie over de agendapunten en het afleggen van verantwoording. De Kluiver belicht enige alternatieven. Hij ziet geen heil in een ‘virtuele’ algemene vergadering; evenmin biedt de ‘hybride’ algemene vergadering zijns inziens een oplossing voor het werkelijke probleem. De Kluiver komt tot een pleidooi voor een schriftelijke algemene vergadering – niet als verplichting maar als optie – met een voorafgaande schriftelijke uitwisseling van vragen en antwoorden.

Assink schrijft over Aandeelhouders en strategie na *Boskalis/Fugro*. Daarin gaat hij niet alleen in op de conclusies en lessen die uit dit arrest kunnen worden getrokken. Hij behandelt uitvoerig een aantal vervolgvragen die zich opdringen. Allereerst die inzake de betekenis van de gehanteerde termen ‘strategie’ en ‘beleid’. Vervolgens de vraag naar de verhouding van beleid tot de norm van het vennootschappelijk belang. Diepgaand wordt ingegaan op de mogelijkheid van uitzonderingen op het bestuursprimaat met betrekking tot de strategiebepaling, waarbij voorbeelden daarvan zowel bij de beursvennootschap, als bij meer besloten verhoudingen worden gegeven. Daarbij wordt zowel ingegaan op de mogelijkheid van een bevoegdheidsverschuiving, als op een inperking van de bestuursautonomie via goedkeurings- of aanwijzingsregelingen ten faveure van de algemene vergadering. Tenslotte wordt betoogd dat in die situaties, maar ook voor besluiten die in art. 2:107a BW aan de goedkeuring van de algemene vergadering zijn onderworpen, bij de uitoefening van stemrechten het vennootschappelijk belang ook voor aandeelhouders het eerste richtsnoer is.

Dumoulin belicht het fenomeen van toezeggingen die worden gedaan in de algemene vergadering, een onderwerp waarvan de juridische aspecten tot nu toe niet of nauwelijks in literatuur en rechtspraak zijn belicht. Na verschillende omstandigheden te hebben geschetst waarin toezeggingen worden gedaan, behandelt hij de redenen voor het doen van toezeggingen en de daaraan verbonden risico’s. Hij geeft een overzicht van vragen die in dit verband rijzen, zoals: wie zijn bevoegd een toezegging te doen, wat is de duur van een toezegging, kan op een toezegging worden teruggekomen, en wat is rechtens als een toezegging niet gestand wordt gedaan? Tot besluit bespreekt hij enkele vereisten van goede corporate governance die zijns inziens voorafgaand aan en bij het doen van toezeggingen in acht dienen te worden genomen; deze blijken in de praktijk lang niet altijd gevolgd te worden. De verhandeling van Dumoulin maakt duidelijk dat over dit onderwerp het laatste woord nog niet is gezegd.

Verdam schrijft over de zorgen rond de kwaliteit en invloed van stemadviesbureaus, en hoe hun rol tot een andere dynamiek rond de aandeelhoudersvergadering leidt. Hij gaat daarbij in op de onderwerpen van debat in de Verenigde Staten. Opvallend is de zeer grote invloed van de ‘guidelines’ van de grote proxy advisors op de

inhoud van – met name – de remuneratie voorstellen die aan de algemene vergadering worden voorgelegd. Een belangwekkende ontwikkeling is de wet die in december 2017 door het Huis van Afgevaardigden is aangenomen – en nu bij de Senaat voorligt – die stemadviesbureaus onder het toezicht van de beurswaakhond SEC plaatst, en een aantal waarborgen voor de kwaliteit van de werkwijze (onder andere ‘sufficient staffing’) en advisering introduceert. De verhandeling bevat voorts de uitkomsten van een onderzoek onder AEX-ondernemingen naar hun ervaringen met proxy advisors. Opvallend is dat meer en meer ondernemingen een professionele adviseur blijken in te schakelen in geval van een mogelijk contentieus agendaonderwerp, om stemmen van grote beleggers te werven.

Daarmee bevat deze bundel bijdragen die ieder ingaan op een ander aspect dat van belang is in het oog te houden bij de huidige en komende ontwikkelingen rondom de aandeelhoudersvergadering van beursvennootschappen.

Prof. mr. Sven Dumoulin

Prof. mr. Albert Verdam

De fysieke aandeelhoudersvergadering moet behouden blijven (althans voorlopig)

Drs. Riens Abma

1. Inleiding

De algemene vergadering kent van oudsher drie functies.¹ In de eerste plaats is het een verantwoordingsorgaan. Het bestuur en de raad van commissarissen dienen ten minste jaarlijks verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid respectievelijk het gevoerde toezicht.² Het bestuur en de raad van commissarissen dienen de algemene vergadering in dat kader alle verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.³ De algemene vergadering is in de tweede plaats een overlegorgaan. Bestuurders, commissarissen en aandeelhouders kunnen tijdens de algemene vergadering discussiëren over diverse vennootschappelijke onderwerpen en over eventuele ontwerpbesluiten die op de agenda van de algemene vergadering staan. De algemene vergadering is in de derde plaats een besluitvormend orgaan. Zaken waarover het bestuur en de raad van commissarissen niet zelfstandig beslissingsbevoegd zijn, vereisen de goedkeuring van de algemene vergadering. Daartoe kunnen aandeelhouders ter vergadering stemmen over de ontwerpbesluiten die door het bestuur, de raad van commissarissen en eventueel medeaandeelhouders⁴ zijn opgebracht en aan de algemene vergadering zijn voorgelegd. De jurisprudentie gaat ervan uit dat de besluitvorming ter algemene vergadering tot stand komt ‘*als vrucht van onderling overleg*’⁵, met andere woorden: de tweede en derde functie van de algemene vergadering zijn met elkaar verknoopt. In deze bijdrage wordt geanalyseerd of hier bij de grootste Nederlandse beursvennootschappen⁶ in de praktijk nog wel sprake van is en of het bij deze vennootschappen nog wel nodig is om in de toekomst een fysieke algemene vergadering te blijven houden.

1 Zie ook Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (R&P nr. ONR9)* 2017, p. 213.

2 Voortvloeiend uit art. 2:101 lid 3 BW.

3 Art. 2:107 lid 2 BW.

4 Aandeelhouders die gebruik maken van het in art. 2:114a BW opgenomen agenderingsrecht.

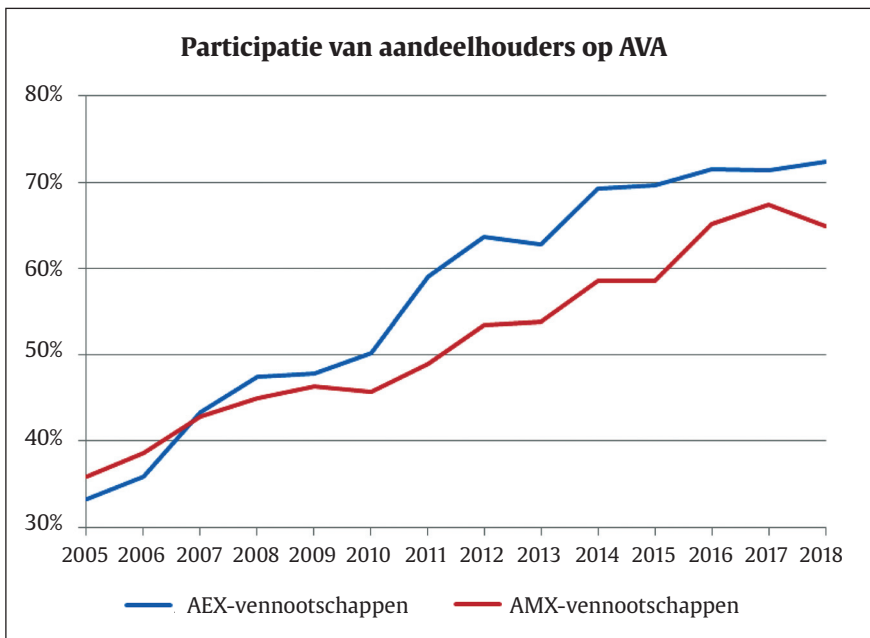
5 HR 15 juni 1968, *NJ* 1969, 101 (*Wijsmuller*) en HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 (*Janssen Pers*), herhaald door de Raad van State (*Kamerstukken II* 2004/05, 30019, 5, p. 2) en door de Minister van Justitie (*Kamerstukken II* 2005/06, 30019, 7, p. 10).

6 Vennootschappen met zetel in Nederland waarvan de aandelen zijn opgenomen in de AEX- of AMX-index van Euronext Amsterdam.

2. **Besluitvorming op de algemene vergadering is representatief te noemen, maar komt in de regel niet tot stand als vrucht van onderling overleg**

Zoals blijkt uit figuur 1 is het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen door aandeelhouders bij de Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen in de afgelopen dertien jaar sterk toegenomen.

Figuur 1: Aantal uitgebrachte stemmen op algemene vergaderingen van de Nederlandse vennootschappen waarvan aandelen zijn opgenomen in de AEX- en AMX-index (percentage van het totaal; exclusief de door administratiekantoren uitgebrachte stemmen)



Bron: R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2018', *Ondernemingsrecht* 2018/111

Met een participatiegraad van gemiddeld ruim 72% op de algemene vergaderingen van de Nederlandse AEX-vennootschappen in 2018 en bijna 65% op die van de Nederlandse AMX-vennootschappen, doet de 'opkomst' niet meer onder voor menig landelijke verkiezing.⁷ Met deze cijfers kan moeilijk worden volgehouden dat er onder aandeelhouders anno 2018 nog steeds sprake is van een grote mate van

⁷ De stemmen die zijn uitgebracht door administratiekantoren zijn niet meegeteld. Zie voor een uitgebreide uiteenzetting over de sterke stijging van het aantal ter algemene vergadering uitgebrachte stemmen R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2014', *Ondernemingsrecht* 2014/120, p. 218-220.

absenteïsme en dat de besluitvorming op de algemene vergadering niet representatief zou zijn.

Dat wil niet zeggen dat de besluitvorming ter vergadering ook tot stand komt als vrucht van onderling overleg tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen. Aandeelhouders van de grootste Nederlandse beursvennootschappen, die vooral afkomstig zijn uit het buitenland,⁸ bepalen in de regel tien tot vijftien dagen voorafgaande aan de algemene vergadering al hun stemgedrag. Zij geven de notaris of een andere onafhankelijke derde een steminstructie of -volmacht. Zo vertegenwoordigde een notaris tijdens de in 2018 gehouden algemene vergaderingen van ING Groep, NN Group en Wereldhave 99,3%, 99,1% respectievelijk 97,1% van de ter vergadering uitgebrachte stemmen. Dat wil zeggen dat bij deze vennootschappen slechts 0,7% tot 2,9% van het geplaatst kapitaal dat deelnam aan de stemming op de algemene vergadering ook fysiek aanwezig was. Alleen als een grote beursvennootschap één of meerdere grootaandeelhouders heeft, wordt nog een substantieel deel van de stemmen uitgebracht door aandeelhouders die fysiek aanwezig zijn in de vergadering, zoals bijvoorbeeld bij KPN en Vopak. Op de in 2018 gehouden algemene vergaderingen van deze vennootschappen werd 24,9% respectievelijk 59,9% van de stemmen uitgebracht door ter vergadering fysiek aanwezige aandeelhouders. Maar dan nog is het de vraag of deze grootaandeelhouders ook actief meedoen aan het overleg op de algemene vergadering. Zo is de grootaandeelhouder van KPN (América Móvil) en van Vopak (HAL Trust) ook vertegenwoordigd in de raad van commissarissen. De representanten van de hiervoor genoemde grootaandeelhouders weten zich blijkbaar voldoende gehoord in de raad van commissarissen, want zij laten zelden iets van zich horen tijdens de algemene vergadering.

3. Besluitvorming op de algemene vergadering komt in de regel tot stand op basis van overleg met aandeelhouders ver voorafgaand aan de algemene vergadering

3.1 Overleg ver voorafgaand aan de algemene vergadering

De besluitvorming op de algemene vergadering van de grootste Nederlandse beursvennootschappen komt in de regel tot stand op basis van overleg met aandeelhouders ver voorafgaand aan de algemene vergadering. Er zijn namelijk veel momenten in het jaar waarop bestuurders van beursvennootschappen (representanten van) aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, ontmoeten. Soms ontmoeten deze bestuurders de portefeuillemanagers en financieel analisten en soms de specialisten op het terrein van *corporate governance* en duurzaamheid. Zo organiseren de grote Nederlandse beursvennootschappen veelal

⁸ In 2014 werd 87% van de aandelen van de Nederlandse AEX-vennootschappen gehouden door buitenlandse, meestal institutionele, beleggers (Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (R&P nr. ONR9) 2017, p. 8-9.

één keer per jaar een zogenoemde *Investor of Capital Markets Day*.⁹ Dit is een speciale dag voor institutionele beleggers en financieel analisten waarop het bestuur een toelichting geeft op de strategie en de financiële gang van zaken en waarop informatie op detailniveau kan worden gegeven. Het belang van een dergelijke dag is inmiddels ook in de jurisprudentie onderkend. Zo stelde de Ondernemingskamer in 2016 dat “een Investor Day zich beter leent voor gedetailleerde (cijfermatige) beantwoording van vragen dan een algemene vergadering”.¹⁰ Als het bestuur van mening is dat tijdens de Investor of Capital Markets Day koersgevoelige informatie zal worden verschaft, dan wordt voorbeurs een persbericht gepubliceerd. Veelal maakt de vennootschap het mogelijk dat alle aandeelhouders live op afstand (via web- of audiocast) de presentaties van de bestuurders en vragen van aandeelhouders kunnen volgen. De presentaties, de web- of audiocast en/of het transcript van hetgeen die dag is besproken, kunnen daarna via de website worden geraadpleegd. Op deze wijze kunnen ook de aandeelhouders die niet aan de Investor of Capital Markets Day konden deelnemen, kennismaken van hetgeen daar is besproken.

Daarnaast geven bestuurders (veelal de bestuursvoorzitter en de bestuurder verantwoordelijk voor de financiën) via een *conference call* of een audio- of webcast een toelichting op de financiële halfjaar-, jaar- en/of kwartaalcijfers, waarbij aandeelhouders en analisten vervolgens de mogelijkheid hebben om vragen te stellen aan deze bestuurders. Veelal gaan de bestuurders vervolgens op *road show* waarbij aan aandeelhouders uit de belangrijkste financiële centra ter wereld de mogelijkheid wordt geboden om – veelal op een *one on one* basis – met deze bestuurders van gedachten te wisselen over de financiële situatie, de strategie en het beleid. Ook organiseert een aantal beursvennootschappen een speciale dag voor institutionele beleggers waarop de strategie, de *governance*structuur en/of het duurzaamheidsbeleid wordt toegelicht; zogenoemde *Responsible Investor Briefings* of *Board Engagement Days*. Andere beursvennootschappen organiseren zogenoemde *stakeholder*dialogen waarin niet alleen aandeelhouders maar veelal ook klanten, toeleveranciers, werknemers, niet-gouvernementele organisaties (NGO's), de media, duurzaamheidsbureaus en vertegenwoordigers van de overheid en toezichthouders worden bijgepraat over de missie, de waarden, de strategie, het beleid en de vooruitzichten van de vennootschap. Aan de hand van deze dialogen worden deze soms getoetst of aangescherpt. Voorts wordt tijdens deze dialogen getoetst welke onderwerpen materieel zijn voor de desbetreffende vennootschap en haar *stakeholders*.¹¹ Voorts zijn er beursvennootschappen die speciale dagen of dagdelen organiseren voor specifiek particuliere aandeelhouders om hen bij te praten over de strategie en het beleid. Een dergelijk(e) dag(deel) wordt veelal afgesloten met een bezoek aan een werkmaatschappij van de vennootschap.¹²

9 Eind 2018 hielden bijvoorbeeld ASML, Philips, Ahold Delhaize, Fugro, ABN AMRO, Vopak, KPN, Aegon en ASR Nederland een dergelijke dag.

10 OK 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.16.

11 Voorbeelden van vennootschappen die dergelijke *stakeholders*dialogen organiseren zijn NN Group, Van Lanschot Kempen, BAM Groep, ABN AMRO, Aegon, Arcadis, TKH Group, Beter Bed Holding, Holland Colours, ASR Nederland en ING Groep.

12 Voorbeelden zijn Aalberts Industries, Ordina, Neways, TKH Group en SnowWorld.

Naast deze ‘reguliere contactmomenten’ tussen bestuurders en aandeelhouders van beursvennootschappen, is het steeds gebruikelijker dat er ver voorafgaand aan de algemene vergadering informele consultaties plaatsvinden over ontwerpbesluiten die op de agenda van de algemene vergadering zullen worden geplaatst.¹³ Het gaat dan in de regel om ontwerpbesluiten tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur en/of voor de raad van commissarissen en om ontwerpbesluiten tot statutenwijziging. Dit zijn ontwerpbesluiten die in de regel niet koersgevoelig zijn. Daarnaast kunnen er gedurende het jaar zaken opkomen waarbij aandeelhouders zelf vragen om een gesprek met het bestuur en/of de raad van commissarissen. Dat kan bijvoorbeeld naar aanleiding van specifieke speerpunten of thema’s van beleggers of bepaalde incidenten. In dat laatste geval komt het ook voor dat de vennootschap zelf het initiatief neemt om aandeelhouders over deze incidenten bij te praten.

3.2 *Overleg nadat de vennootschap alle vergaderstukken voor de algemene vergadering heeft gepubliceerd*

Ook nadat de vennootschap de agenda, de toelichting op de agenda en achterliggende documenten (zoals het bestuursverslag en de jaarrekening) heeft gepubliceerd, komt het regelmatig voor dat aandeelhouders contact zoeken met de vennootschap. Soms om verduidelijking te vragen over een document of ontwerpbesluit, soms om nader te overleggen over het document of ontwerpbesluit, soms om het stemgedrag alvast aan te kondigen.

Vragen van en gesprekken met aandeelhouders naar aanleiding van de ontwerpbesluiten die voor een algemene vergadering zijn geagendeerd, leiden soms nog tot kleine aanpassingen in die ontwerpbesluiten, een verdergaande toelichting daarop, bepaalde toezeggingen of zelfs tot intrekking. In de praktijk komt het ook voor dat hiertoe wordt overgegaan nadat de vennootschap kennis heeft genomen van de (concept)analyse en/of het (concept)stemadvies van invloedrijke stemadviesbureaus of aandeelhoudersorganisaties. Zo leidden opmerkingen van aandeelhouders er bijvoorbeeld toe dat Steinhoff International Holdings een voor de algemene vergadering 2018 geagendeerd ontwerpbesluit (om de commissarissen alvast extra te vergoeden voor mogelijk extra vergaderingen in 2018) nog voor de algemene vergadering introk. Datzelfde gebeurde met een ontwerpbesluit tot wijziging van de statuten van Vastned Retail.¹⁴ Zeker als een institutionele belegger ernstige problemen heeft met een ontwerpbesluit dat op de agenda van een algemene vergadering staat, dan wordt dit door deze belegger in de regel in een gesprek met de vennootschap voorafgaand aan de algemene vergadering medegedeeld. De vennootschap weet daardoor vaak voor aanvang van de algemene vergadering al

13 Zie R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van algemene vergaderingen 2015’, *Ondernemingsrecht* 2015/105, p. 535-541.

14 Voorbeelden ontleend aan R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse vergaderingen 2018, *Ondernemingsrecht* 2018/111, p. 642-643.

waar de pijnpunten zitten. Het komt de laatste tijd ook voor dat institutionele beleggers al voorafgaand aan de algemene vergadering hun stemgedrag openbaren, al dan niet met het doel om andere aandeelhouders mee te krijgen met dit stemgedrag.¹⁵ Berucht voorbeeld was de gang van zaken rond de voor eind oktober 2018 belegde buitengewone algemene vergaderingen van Unilever NV en PLC. Aan aandeelhouders werd voorgesteld om de beide Unilever-entiteiten samen te voegen en om de statutaire zetel en het hoofdkantoor daarvan in Nederland te plaatsen. Een aantal grote Britse institutionele beleggers maakte voorafgaande aan de buitengewone algemene vergadering bekend dat zij tegen het voorstel zouden stemmen, waarna Unilever het ontwerpbesluit ongeveer drie weken voor de datum van de algemene vergadering introk.¹⁶

4. **Moet de fysieke algemene vergadering nog wel behouden blijven?**

Uit paragraaf 3 volgt dat de besluitvorming op de algemene vergaderingen van de grootste Nederlandse beursvennootschappen wel degelijk tot stand komt als vrucht van onderling overleg tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, zij het niet *tijdens* de algemene vergadering zelf maar *daarbuiten*. De vraag die tegen deze achtergrond gesteld kan worden is of de fysieke algemene vergadering voor die vennootschappen nog wel behouden moet blijven. Om een aantal redenen moet die vraag bevestigend worden beantwoord.

Ten eerste omdat de algemene vergadering in juridische zin de enige plek is waar het bestuur en de raad van commissarissen in beginsel¹⁷ verplicht zijn alle door aandeelhouders verlangde inlichtingen te verschaffen. Zoals de Hoge Raad het in zijn ASMI-arrest kernachtig uitdrukte: “Iedere aandeelhouder heeft [...] ter vergadering zelfstandig het recht vragen te stellen [...] en de vennootschap dient die vragen te beantwoorden [...]. Daarbuiten hebben aandeelhouders geen recht op het verstrekken van door hen afzonderlijk verlangde informatie”.¹⁸

Uit deze uitspraak mag worden afgeleid dat een individuele aandeelhouder buiten de algemene vergadering wel om inlichtingen mag vragen, maar dat bestuurders en commissarissen dan niet verplicht zijn om die inlichtingen te verschaffen. Dat begint wel enigszins te wringen, nu de (Europese) wetgever van institutionele beleggers verwacht dat zij een zogenoemd betrokkenheidsbeleid ontwikkelen

15 Het Noorse staatfonds Norges Bank Investment Management en het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS doen dit bijvoorbeeld bij sommige belangrijke stempunten. Zie <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/governance/proxy-voting/key-decisions> en <https://www.nbim.no/en/responsibility/our-voting-records/voting-intentions-published-ahead-of-general-meetings/support-for-remuneration-policy-at-the-weir-group/>. Andere institutionele beleggers doen dit meer op ad hoc basis, aldus “combining private engagement and public messaging” (*Financial Times*, ‘Unilever U-turn shows how angry shareholders are securing change’, 15 oktober 2018).

16 Zie hierover uitgebreid R. Abma, ‘De mislukte unificatie van Unilever, te verschijnen in *MvO* 2018/2.

17 De verplichting tot het geven van inlichtingen aan de algemene vergadering geldt niet indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet (art. 2:107 lid 2 BW).

18 Hoge Raad 9 juli 2010, *NJ* 2010/544 (*ASMI*), r.o. 4.6.

waarin onder meer wordt beschreven hoe zij een dialoog voeren met de vennootschappen waarin is belegd.¹⁹ Een dialoog kan alleen worden gevoerd als de partij waarmee deze wordt gevoerd ook bereid is om inlichtingen tijdens die dialoog te verschaffen. Echter, zolang niet wettelijk is geregeld dat de vennootschap ook buiten de algemene vergadering antwoord moet geven op vragen van aandeelhouders, kan de fysieke algemene vergadering niet worden afgeschaft.

Ten tweede hechten sommige rechters nog veel belang aan verantwoording en gedachtewisseling *tijdens* de algemene vergadering. Zo bepaalde de voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam in de AkzoNobel-zaak recentelijk nog dat “een besluit over een sanctie [in deze casus het ontslag van de president-commissaris] wordt in stemming gebracht nadat verantwoording is afgelegd en daarover gedachtewisseling heeft plaatsgevonden tijdens de (b)ava”.²⁰ Die uitspraak staat enigszins op gespannen voet met de eerder aangehaalde uitspraak van de Ondernemingskamer in de Delta Lloyd-zaak dat “een Investor Day zich beter leent voor gedetailleerde (cijfermatige) beantwoording van vragen dan een algemene vergadering”.²¹ Zolang rechters verschillend denken over de waarde van het overleg en de verantwoording tijdens de algemene vergadering, is het prematuur om de wettelijke plicht tot het houden van een fysieke algemene vergadering te schrappen.

Ook om een meer praktische reden is het nog te vroeg om deze plicht tot het houden van een fysiek algemene vergadering te schrappen. Institutionele beleggers die ‘op afstand’ (dus zonder dat zij zelf fysiek aanwezig zijn) willen deelnemen aan de stemming op de algemene vergadering moeten in de regel hun steminstructies al tien tot twaalf dagen voor de datum van de algemene vergadering ‘inleggen’ op stemplatforms en bij bewaarbanken. In die tien tot twaalf dagen kunnen zich echter nog ontwikkelingen voordoen die zouden kunnen leiden tot een wijziging van het stemgedrag. Een ‘berucht’ voorbeeld in dezen is de gang van zaken rond de algemene vergadering van PostNL in 2012. Op de agenda van de algemene vergadering stond onder meer het ontwerpbesluit om de president-commissaris te herbenoemen. Vlak voor de algemene vergadering werden de aandeelhouders van PostNL opgeschrikt door het vertrek van de bestuursvoorzitter in verband met zijn verstoorde werkverhouding met de raad van commissarissen. Volgens de vertrekkende bestuursvoorzitter in een persbericht van 19 april 2012 ging dit “onder andere [...] over hoe je de diverse stakeholdersbelangen het best kan dienen”. Voor een substantieel aantal aandeelhouders, vertegenwoordigende ruim 21% van de uitgebrachte stemmen, was het vertrek van de bestuursvoorzitter reden om tijdens de algemene vergadering tegen de herbenoeming van de president-commissaris te stemmen. Veel buitenlandse institutionele beleggers die op afstand stemden en hun steminstructie al voorafgaand aan de algemene vergadering aan een volmachtneer

19 Zie art. 3 octies richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (*PbEU* 2017, L 132). Dit artikel wordt geïmplementeerd in het voorgestelde art. 5:87c van de Wet op het financieel toezicht (*Kamerstukken II* 2018/19, 35 058, nr. 2).

20 Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260 (*AkzoNobel*), r.o. 4.7.

21 OK 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.16.