

Voorwoord

Dit boek bevat het promotieonderzoek van mr. F.G.K. Overkleef. Prof. mr. L. Timmerman trad op als promotor.

Het proefschrift van Overkleef gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Centraal staan de ontwikkelingen in wetgeving, beleid, rechtspraak en zelfregulering met betrekking tot aandeelhouders in beursvennootschappen die zich in de periode tussen 1999 en 2004 hebben voltrokken. Voorbeelden van deze ontwikkelingen zijn de wetswijzigingen die met de Wet structuurregeling tot stand zijn gebracht, de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat), de rechtspraak van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad in zaken als *Gucci*, *RNA* en *HBG* en de voortdurende discussies over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies, onder andere tegen de achtergrond van de EU Overnamerichtlijn. Als geheel genomen leidden deze ontwikkelingen tot een versterking van de positie van aandeelhouders in het bestel van corporate governance binnen beursvennootschappen. Overkleef beschrijft de herkomst van deze ontwikkelingen en analyseert de gevolgen ervan, inclusief de correcties die in de jaren erna op deze ontwikkelingen zijn aangebracht. Aan het slot staat Overkleef stil bij de vraag welke lessen uit deze episode getrokken kunnen worden voor de verdere rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht voor beursvennootschappen.

Zoals de ondertitel van het boek aangeeft, behelst het door Overkleef verrichte onderzoek niet alleen een analyse van het recht, maar ook een analyse van gebeurtenissen en ideeën. Overkleef maakt de wisselwerking tussen de rechtsontwikkeling enerzijds en veranderingen in ideeën en feitelijke ontwikkelingen anderzijds inzichtelijk. Vanuit dit perspectief trekt Overkleef lange lijnen door de achterliggende ideeëngeschiedenis waarbij hij laat zien welke juridische, feitelijke en normatieve ontwikkelingen aan de rond de eeuwwisseling tot stand gebrachte versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen ten grondslag lagen. Als onderdeel van deze ideeëngeschiedenis geeft Overkleef onder meer een separate beschouwing over de ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht ('law & economics') waarbij hij ook de invloed van bepaalde daarin ontwikkelde ideeën en concepten op ondernemingsrechtelijke discussies in wetenschap en beleid probeert te duiden. Voorts bevat het proefschrift van Overkleef nog een hoofdstuk waarin bij wijze van functionele rechtsvergelijking bepaalde ontwikkelingen op het gebied van ondernemingsrecht voor beursvennootschappen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk worden beschreven.

VOORWOORD

Dit boek stelt de lezer in staat om de erfenis van de rechtsontwikkeling rond de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen tussen 1999 en 2004 te duiden en op waarde te schatten. Het boek bevat ook in algemene zin nuttige en vernieuwende perspectieven over het proces van rechtsontwikkeling in het ondernemingsrecht. Deze perspectieven zijn met name relevant voor de toekomst. Wij nemen dan ook met genoegen dit proefschrift op in de reeks van uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht.

M.J. Kroeze
J.B. Wezeman

Inhoud

Voorwoord	VII
Hoofdstuk 1. Inleiding	1
1.1 Introductie van het onderwerp	1
1.2 Onderzoeksvraag en doel van het onderzoek	8
1.3 Verantwoording onderzoeksmethode	12
1.4 Afbakening onderzoek, verklaring begripsgebruik	23
1.5 Plan van behandeling	27
Hoofdstuk 2. De N.V. in het klassieke ondernemingsrecht	29
2.1 Inleiding	29
2.2 Grondtrekken van de N.V. onder het WvK 1929	32
2.2.1 Karakter van de vennootschap	32
2.2.2 Taakopdracht en bevoegdheid bestuur	34
2.2.3 De N.V. als rechtspersoon	36
2.3 De tegenstelling tussen publieke N.V.'s en 'besloten vennootschappen' en de 'hoogste macht' gedachte	39
2.3.1 Grote N.V.'s en 'besloten' N.V.'s	39
2.3.2 Nieuwe interpretatie van artikel 47 WvK	43
2.4 De eerste ontwikkeling: het Doetinchemse Ijzergieterij-arrest (HR 1 april 1949)	45
2.4.1 Casus	46
2.4.2 Ontvangst en commentaar	47
2.5 De tweede ontwikkeling: het Forumbank-arrest (HR 21 januari 1955)	51
2.5.1 Casus	52
2.5.2 Ontvangst en commentaar	53
2.6 De derde ontwikkeling: de N.V. als instituut en het vennootschappelijk belang (1959-1964)	57
2.6.1 Dissertatie Löwensteyn	58
2.6.2 Gewijzigde opvatting Van der Grinten	61
2.6.3 Oratie Maeijer	64
2.7 Maatschappelijke ontwikkelingen en de discussie over belangenverbreding binnen de N.V. (1959-1965)	69
2.7.1 Naoorlogse aandacht voor functioneren van grote ondernemingen	70
2.7.2 Commissie Verdam	73
2.7.3 Structuurregeling	77
2.8 Uitleiding	78

INHOUD

Hoofdstuk 3.	Wegbereiders voor het nieuwe ondernemingsrecht in markt, politiek, beleid en wetenschap (1971-1999)	81
3.1	Inleiding	81
3.2	Ontwikkelingen in de Nederlandse politiek (1971-1995)	86
3.2.1	Het kabinet Den Uyl	86
3.2.2	Kabinetten Lubbers I en II: privatiserings- en dereguleringsbeleid	89
3.3	Ontwikkelingen op de Nederlandse kapitaalmarkt en de discussie over beschermingsconstructies (1980-1995)	94
3.3.1	Internationalisering van financiële markten	94
3.3.2	Modernisering Amsterdamse Effectenbeurs	96
3.3.3	De eerste discussies over beschermingsconstructies	100
3.4	Verschuivingen in het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen (1980-1995)	105
3.4.1	Veranderend profiel van aandeelhouders	105
3.4.2	Positie Nederlandse institutionele beleggers	109
3.5	Naar een bredere politieke discussie: het Wetsvoorstel betwiste overnames en de Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters (1996-1999)	114
3.5.1	Kabinetten Paars I en II	114
3.5.2	Privatiserings- en dereguleringsbeleid onder Paars I en II	118
3.5.3	Voortzetting discussie over beschermingsconstructies en het Wetsvoorstel betwiste overnames	121
3.5.4	De Veertig Aanbevelingen van de Commissie Peters	128
3.6	Ontwikkeling in de wetenschap	138
3.6.1	Eerste aanzetten uit de ondernemingsrechtspraktijk	138
3.6.2	Veranderingen in beoefening van ondernemingsrechtswetenschap	142
3.7	Uitleiding	145
Hoofdstuk 4.	De ontwikkeling van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht	147
4.1	Inleiding	147
4.2	De opkomst van law & economics en de Coase Theorem	153
4.2.1	Inleiding	153
4.2.2	Coase en de Coase Theorem	154
4.2.3	Overheidsregulering en marktwerking	157
4.2.4	Friedman	160
4.3	De verwetenschappelijking van 'finance' en de Efficient Market Hypothesis	163
4.3.1	Positive Economics	163
4.3.2	Arrow/Debreu en Fama	167
4.3.3	Verdere ontwikkeling in finance en econometrie	171
4.4	Law & economics en corporate governance: de Market for Corporate Control en de Agency Theory	173
4.4.1	Finance en corporate governance	173
4.4.2	Manne	173
4.4.3	Jensen/Meckling	178
4.4.4	Synthese	184

INHOUD

4.5	Verdere toepassing en popularisering: the Economic Structure of Corporate Law	185
4.5.1	Inleiding	185
4.5.2	De onderneming als ‘nexus of contracts’	187
4.5.3	Integratie EMH in corporate governance	190
4.5.4	De benadering van aandeelhouders als ‘residual claimants’	193
4.5.5	Incentives	196
4.6	Onvangst van de rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht in de Nederlandse rechtswetenschap	200
4.6.1	Inleiding	200
4.6.2	Vermeldingen in juridische tijdschriften	201
4.6.3	Slagter en De Kluiver	203
4.6.4	Indirecte doorwerking	206
4.7	Afronding	212
 Hoofdstuk 5. De omslag (1999-2004)		 215
5.1	Inleiding	215
5.2	Wetgeving en beleid in Nederland: de aanloopfase (1999-2001)	218
5.2.1	De kabinetsnota over corporate governance (1999)	218
5.2.2	De voorziene rol van institutionele beleggers	224
5.2.3	De concrete beleidsagenda uit de kabinetsnota over corporate governance	230
5.2.4	Het SER-rapport over de toekomst van de structuurregeling (2000-2001)	236
5.3	De Europese dimensie (2002-2003)	247
5.3.1	De rapporten van de High Level Group of Company Law Experts (2001-2002)	247
5.3.2	Het EU Action Plan (2003)	260
5.4	Uitwerking in rechtspraak	268
5.4.1	Ontwikkelingen in het enquêterecht en de rol van de Ondernemingskamer	268
5.4.2	Gucci (1999-2002)	272
5.4.3	RNA (2001-2003)	280
5.4.4	HBG (2001-2003)	287
5.4.5	Afrondende beschouwingen over de rol van de Ondernemingskamer	297
5.5	Uitwerking in zelfregulering	301
5.5.1	De Code Tabaksblat (2003)	301
5.5.2	De ontstaansgeschiedenis van de Code	306
5.5.3	Reacties op de Code vanuit institutionele beleggers	310
5.5.4	Kabinetsreactie op de Code en wettelijke verankering van de Code	315
5.6	Uitwerking in wetgeving	323
5.6.1	Het eerste Wetsvoorstel structuurregeling	323
5.6.2	Vergaande aanpassingen in het wetsvoorstel (2003)	330
5.7	Afronding	344

INHOUD

Hoofdstuk 6.	Breuklijnen, constanten en correcties (2005-heden)	347
6.1	Inleiding	347
6.2	Breuklijnen	355
6.2.1	Eerste breuklijn: terugtrekkende bewegingen van Nederlandse institutionele beleggers	355
6.2.2	Tweede breuklijn: leemtes in juridisch kader voor uitoefening aandeelhoudersrechten	364
6.2.3	Derde breuklijn: gefixeerde beleidsoriëntatie	383
6.3	Constanten: de rechtspraak van de Hoge Raad	397
6.3.1	Inleiding	397
6.3.2	HR ABN AMRO nader beschouwd	399
6.3.3	Verdere ontwikkelingen in jurisprudentie	406
6.3.4	Impact van de jurisprudentie	419
6.4	Verdere ontwikkelingen in wetgeving, beleid en zelfregulering	426
6.4.1	Verdere ontwikkelingen in Nederland	426
6.4.2	Europese ontwikkelingen	430
6.5	Beschouwingen en kanttekeningen	433
6.5.1	Het nieuwe raamwerk over aandeelhouders in beursvennootschappen	433
6.5.2	Het beoordelingskader voor handelen van aandeelhouders	434
6.5.3	De inbedding van de Code in het ondernemingsrecht	438
6.5.4	Bestuurszelfstandigheid en het vennootschappelijk belang als afweermiddel tegen aandeelhoudersactivisme	439
6.6	Afronding	440
Hoofdstuk 7.	Ervaringen in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk	445
7.1	Inleiding	445
7.2	Duitsland	449
7.2.1	Grondtrekken van het Duitse AG-recht	449
7.2.2	Hervormingen in het Duitse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen (1998-)	457
7.2.3	Analyse en vergelijking	474
7.3	Verenigd Koninkrijk	488
7.3.1	Grondtrekken van het Britse ondernemingsrecht voor beursvennootschappen	488
7.3.2	Herziening en internationale export (1998-2006)	498
7.3.3	Onzekerheid en onrust (2008-)	507
7.4	Afronding	516
Hoofdstuk 8.	Nadere beschouwingen, conclusies en aanbevelingen	521
8.1	Inleiding	521
8.2	Lessen uit het verleden voor een onzekere toekomst	522
8.3	Iets over ideeën in het ondernemingsrecht	530
8.4	Perspectieven voor een toekomstig ondernemingsrecht voor beursvennootschappen	535
8.5	Afronding	553

INHOUD

Samenvatting	555
Summary	577
Literatuurlijst	599
Overzicht rechtspraak	669
Overzicht overige bronnen	673
Dankwoord	679
Curriculum vitae	681

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1 Introductie van het onderwerp

Dit proefschrift gaat over de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. De keuze voor dit onderwerp is voornamelijk ingegeven door de crisis die zich vanaf medio 2007 op de wereldwijde financiële markten manifesteerde en die werd gevolgd door een diepe recessie in de reële economie.¹ In de loop van de crisis, met name rond het hoogtepunt in het najaar van 2008, bleken verschillende Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen zeer kwetsbaar te zijn geworden voor de verslechterde marktomstandigheden. De Nederlandse activiteiten van Fortis, dat in 2007 nog samen met The Royal Bank

-
1. In de beginfase openbaarde de financiële crisis zich in het feitelijk stilvallen van de markten voor bepaalde gestructureerde producten zoals hypotheekobligaties waardoor met name Amerikaanse financiële instellingen in de problemen kwamen met hun financiering. Daarna droogden ook andere financieringsbronnen voor financiële instellingen op. Verschillende financiële instellingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk maar ook in Nederland en België moesten uiteindelijk met kapitaalinjecties van de staat of via gedwongen fusies overeind gehouden worden. In enkele gevallen werd een instelling zelfs genationaliseerd. Met name in het najaar van 2008 zorgden deze ontwikkelingen voor heftige bewegingen op de financiële markten. Ook de reële economie werd hard geraakt. Over de financiële crisis – die in de eerste fase nog werd aangeduid als de kredietcrisis – zijn inmiddels vele boeken geschreven. Een toegankelijk overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen en de vermoede oorzaken vanuit Amerikaans perspectief wordt gegeven in N. Roubini & S. Mihm, *Crisis Economics: a crash course in the future of finance*, New York: Penguin Press 2010, R.G. Rajan, *Fault Lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton: Princeton University Press 2010, A.S. Blinder, *After the Music Stopped: the financial crisis, the response and the work ahead*, New York: Penguin Press 2013 en J.E. Stiglitz, *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York: W.W. Norton 2010. Een meer persoonlijk verslag vanuit het perspectief van de hoofdrolspelers in de Verenigde Staten is te vinden in A.R. Sorkin, *Too Big to Fail, inside the battle to save Wall Street*, New York: Allen Lane 2009 en H.M. Paulson Jr., *On the Brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, New York: Business Plus 2010. Een Europees perspectief biedt H. Davies, *The Financial Crisis: who is to blame?*, Cambridge: Polity Press 2010 en een Nederlands perspectief is te vinden in C. van Ewijk & C. Teulings, *De Grote Recessie: het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans 2009.

HOOFDSTUK 1

of Scotland en Santander het grote ABN AMRO voor EUR 72 miljard had overgenomen,² moesten in oktober 2008 worden genationaliseerd.³ Andere financiële instellingen zoals ING, Aegon en SNS REAAL kregen in dezelfde periode substantiële kapitaalinjecties van de staat. ING moest in het verlengde daarvan een grootscheepse herstructurering doorvoeren waarbij haar verzekeringsactiviteiten werden verzelfstandigd. Ook SNS REAAL moest herstructureren, maar zij slaagde er uiteindelijk niet in om dit proces op eigen kracht te voltooien. Haar financiële positie kwam door aanhoudende slechte marktomstandigheden (inmiddels speelde sinds 2010 de eurocrisis⁴) en een buitenproportionele blootstelling aan de vastgoedmarkt zodanig onder druk te staan dat zij in februari 2013 alsnog genationaliseerd werd.⁵

De gebeurtenissen rond de crisis geven aanleiding tot verschillende vragen. Zo is de “*conventional wisdom*”⁶ in de economische wetenschap over de werking van financiële markten, de mogelijkheden van risicobeheersing en de effecten van deregulering door de crisis danig op de proef gesteld.⁷ De gerezen vragen

-
2. Beschreven in P. Battes & P. Elshout, *De val van ABN AMRO: een reconstructie in zes aktes*, Amsterdam: Business Contact 2008 en J. Smit, *De Prooi: blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008.
 3. Zie voor een verslag van de gebeurtenissen o.m. P. Depuydt, *De Kloof: hoe de breuk tussen Belgen en Nederlanders Fortis fataal werd*, Amsterdam: Prometheus 2010, p. 297-343.
 4. Zie voor een overzicht vanuit Nederlands perspectief E. Kalse & D. van Lent, *Het Rampscenario: waarom een nieuwe crash onvermijdelijk is*, Amsterdam: Prometheus 2011 en M. Visser, *De Eurocrisis: onthullend verslag van politiek falen*, Amsterdam: Business Contact 2012.
 5. Hierover V. van der Boon et al., *De Val van SNS REAAL: het complete verhaal*, Amsterdam: Nieuw Amsterdam 2013.
 6. De term ‘conventional wisdom’ is afkomstig uit *The Affluent Society* van de Amerikaanse econoom J.K. Galbraith. Hij schreef hierover: “*The enemy of conventional wisdom is not ideas but the march of events. As I have noted, the conventional wisdom accommodates itself not to the world that it is meant to interpret, but to the audience’s view of the world. Since the latter remains with the comfortable and the familiar, while the world moves on, the conventional wisdom is always in danger of obsolescence. This is not immediately fatal. The fatal blow to the conventional wisdom comes when the conventional ideas fail signally to deal with some contingency to which obsolescence has made them palpably inapplicable. This, sooner or later, must be the fate of ideas which have lost their relation to the world.*” Zie J.K. Galbraith, *The Affluent Society*, 40th Anniversary Edition, London: Penguin Books 1998 (1e druk 1958), p. 11.
 7. Zie voor een korte en prikkelende inleiding over de impact van de crises op bepaalde elementen van ‘conventional wisdom’ in de economische wetenschap P.R. Krugman, ‘How did economists get it so wrong?’, *New York Times* 6 september 2009. Illustratief is ook de intellectuele zoektocht van de Amerikaanse rechter en rechtseconoom Posner die in twee opeenvolgende boeken zichtbaar was. Zie R.A. Posner, *A Failure of Capitalism, the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2009 en R.A. Posner, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge (Mass.): Harvard University Press 2010.

strekken zich ook uit tot het terrein van het ondernemingsrecht. Het ondernemingsrecht dicteert immers de formele scheiding en verdeling van macht en bevoegdheden binnen een onderneming. Voor het goed functioneren van een dergelijke scheiding en verdeling van macht en bevoegdheden is van belang dat het systeem voorziet in ‘checks & balances’.⁸ Voor ondernemingen is de kern hiervan gelegen in het vennootschapsrecht. Bij beursgenoteerde ondernemingen geven de toepasselijke beursregels, het financieel toezichtrecht en bepaalde gedragscodes die bij wijze van geconditioneerde zelfregulering van toepassing zijn hieraan nog een extra dimensie. Het stelsel van checks & balances dat uit al deze regels voortvloeit wordt ook wel aangeduid met de term ‘corporate governance’.⁹ Een belangrijk deel van de checks & balances binnen het bestel van corporate governance ziet direct of indirect op vormen van toezicht door private actoren. Het gaat hier met name om de commissarissen of niet-uitvoerend bestuurders enerzijds en de aandeelhouders anderzijds. De omvang van de tijdens de crisis gebleken problemen bij bepaalde instellingen roept de vraag op of dit intern toezicht bij de betreffende instellingen wel adequaat heeft gefunctioneerd. Voor ondernemingsrechtjuristen is daarom de grote vraag of en zo ja in hoeverre het Nederlandse bestel van checks & balances bij beursvennootschappen aan de in de crisis gebleken kwetsbaarheid van bepaalde beursgenoteerde financiële instellingen heeft bijgedragen.¹⁰

-
8. Zie voor de klassieke uitdrukking van dit idee *The Federalist Papers no. 51* (‘The Structure of the Government Must Furnish the Proper Checks and Balances Between the Different Departments’). In de woorden van James Madison: “*To what expedient, then, shall we finally resort, for maintaining in practice the necessary partition of power among the several departments as laid down in the Constitution? The only answer that can be given is that as all of these exterior provisions are found to be inadequate the defect must be supplied, by so contriving the interior structure of the government as that its several constituent parts may, by their mutual relations, be the means of keeping each other in their proper places.*” Zie Publius (Hamilton/Madison/Jay), *The Federalist Papers*, New York: Signet Classic 2003 (oorspronkelijk 1788), p. 317-318.
 9. In deze zin F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013 (voorheen Sanders/Westbroek/Buijn/Storm), p. 25. Er bestaat geen vastomlijnde definitie van het begrip corporate governance. Een andere bruikbare beschrijving is afkomstig van Cools: “*Corporate governance gaat over machtsevenwicht en het afleggen van verantwoording. Concreter kan goed ondernemingsbestuur worden omschreven als integer bestuur dat op een transparante manier verantwoording aflegt aan aandeelhouders en andere stakeholders over strategie, resultaten en risicobeheersing.*” Zie K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter: over bestuurders en corporate governance*, Assen: Kon. van Gorcum 2005, p. 1.
 10. Zie voor aanzetten tot deze discussie J.W. Winter, ‘The financial crisis: does good corporate governance matter and how to achieve it?’, Duisenberg School of Finance policy paper 2011, nr. 14, te raadplegen via: <<http://www.ssrn.com>> en voor een Nederlands perspectief M.J. Kroeze, L. Timmerman & E.C.H.J. Lokin, ‘The credit crisis and Dutch company law’, *Ondernemingsrecht* 2009, 135. Een interessant perspectief biedt de dissertatie van Masouros die een verband legt tussen wijzigingen in het ondernemingsrecht enerzijds en

HOOFDSTUK 1

De Commissie de Wit¹¹ beantwoordde deze vraag bevestigend in haar eerste rapport *Verloren Krediet* over de oorzaken van de crisis in de Nederlandse financiële sector.¹² De Commissie was van oordeel dat toegenomen druk van aandeelhouders op financiële instellingen om meer aandeelhouderswaarde te creëren en het toenemend gebruik van op aandeelhouderswaarde gebaseerde beloningscomponenten voor bestuurders van deze instellingen ertoe hadden geleid dat het systeem van corporate governance op het gebied van risico beheersing bij beursgenoteerde financiële instellingen niet goed had gefunctioneerd. De Commissie signaleerde voorts dat in de tien tot vijftien voorafgaande jaren het ‘Angelsaksische’ model van ondernemingsbestuur waarin “aan de belangen van aandeelhouders een belangrijke, zo niet de belangrijkste waarde [wordt] toegekend” ook in toenemende mate in Nederland in zwang was geraakt.¹³ Volgens de Commissie de Wit hadden al deze ontwikkelingen tot gevolg dat de rendementseisen vanuit de aandeelhouders voor financiële instellingen omhoog gingen en dat financiële instellingen mede vanwege (de dreiging van) aandeelhoudersactivisme onder grotere druk kwamen om deze rendementen te realiseren.¹⁴ De Commissie kwam op dit punt tot de volgende algemene conclusie: “Zo kon er een situatie ontstaan waarin sprake was van opwaartse druk op de rendementen van financiële instellingen die van twee kanten gevoed werd. Aan de ene kant waren beleggers op zoek naar meer rendement en kregen

economische stagnatie in bepaalde westerse landen, waaronder Nederland, anderzijds. Zie P.E. Masouros, *Corporate Law and Economic Stagnation, how shareholder value and short-termism contribute to the decline of the western economies*, diss. Leiden 2012, Den Haag: Eleven International Publishing 2013.

11. Officieel aangeduid als de Tijdelijke onderzoekscommissie financieel stelsel. De commissie was oorspronkelijk ingesteld als een parlementaire onderzoekscommissie. Het onderzoek kreeg een vervolg in de vorm van een parlementaire enquête waarbij de commissie werd omgevormd tot de Parlementaire enquêtecommissie financieel stelsel.
12. Tijdelijke onderzoekscommissie financieel stelsel, *Verloren Krediet*, rapport van 10 juni 2010, *Kamerstukken II* 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 72-76.
13. *Ibid*, p. 72.
14. *Ibid*, p. 73-74. In het rapport wordt op deze plaats de volgende verklaring van De Swaan, oud-bestuurder van ABN AMRO, geciteerd: “Als je de macht van de aandeelhouder vergroot, zal de aandeelhouder meer druk uitoefenen om aandeelhouderswaarde te creëren. Als je daar als aandeelhouder geen mogelijkheden toe hebt, zul je die druk niet uitoefenen als aandeelhouder. De governance-systematiek in Nederland leidde ertoe dat de aandeelhouders die druk konden uitoefenen (...) Daardoor zijn met name Angelsaksische aandeelhouders actief geworden binnen financiële instellingen. Zij legden een veel grotere druk op het management om op een relatief korte termijn resultaten te boeken. Dat vertaalde zich vanzelfsprekend ook in de cultuur van de instelling, omdat de leiding van het bedrijf in toenemende mate bereid was om aan die druk van Amerikaanse of Angelsaksische aandeelhouders tegemoet te komen door te eisen dat de winsten op korte termijn snel zouden toenemen. Dat heeft dus inderdaad onvermijdelijk geleid tot een cultuuromslag.”

zij ook instrumenten aangereikt om de onderneming en haar bestuur daar op aan te spreken. Aan de andere kant waren de beloningen van bestuurders, deels in de vorm van aandelen en/of aandelenopties, ook meer in lijn gebracht met de belangen van de aandeelhouders. Bestuurders van financiële instellingen waren daarmee persoonlijk gebaat bij hogere rendementen en resultaten op korte termijn, wat zich zou vertalen in een hogere prijs van het aandeel. Er was dus sprake van gelijkgerichte belangen waardoor de controlerende functie die aandeelhouders ook uit zouden moeten oefenen, bijvoorbeeld als teveel risico wordt genomen, naar de achtergrond verdween, of in ieder geval niet goed heeft gefunctioneerd.”¹⁵

In de hierboven beschreven analyse legde de Commissie de Wit een aantal interessante verbanden. Ten aanzien van de toegenomen druk vanuit aandeelhouders trok de Commissie een rechtstreeks lijn naar de versterking van de zeggenschapsspositie van aandeelhouders in beursvennootschappen die enkele jaren ervoor met onder meer de vaststelling van de eerste Nederlandse Corporate Governance Code in december 2003¹⁶ was bewerkstelligd.¹⁷ In dezelfde periode kregen de wijzigingen Boek 2 BW vorm die op 1 oktober 2004 in het kader van de herziening van de structuurregeling van kracht zijn geworden¹⁸ Met deze wijzigingen werden enkele nieuwe bevoegdheden voor aandeelhouders geïntroduceerd, zoals het goedkeuringsrecht voor bepaalde ingrijpende bestuursbesluiten (artikel 2:107a BW)¹⁹ en het agenderingsrecht (artikel 2:114a BW),²⁰ waardoor de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen de organen in (beurs)vennootschappen op belangrijke punten was aangepast. De Commissie wijst ook expliciet op het fenomeen van activistische aandeelhouders als een verklarende factor voor de toegenomen oriëntatie op aandeelhouders. Dit verband kan zowel in anticiperende zin (het effect dat van de dreiging van aandeelhoudersactivisme uitgaat) als in repressieve zin (daadwerkelijke voorvallen van aandeelhoudersactivisme zoals bij ABN AMRO) worden gelegd. Tot slot wijst de Commissie ook nog op een ontwikkeling die moeilijker te kwantificeren is: het ‘in zwang raken’ van bepaalde ideeën over aandeelhouders en aandeelhouderswaarde.

15. Ibid, p. 75.

16. Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code: beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practices bepalingen*, 9 december 2003, *Stcr.* 27 december 2004, nr. 250, p. 35 e.v., tevens te raadplegen via <<http://www.corpgov.nl>>.

17. Rapport Verloren Krediet, *Kamerstukken II* 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 72-73.

18. Wet aanpassing structuurregeling van 9 juli 2004, *Stb.* 2004, 370, in werking getreden op 1 oktober 2004, *Stb.* 2004, 405.

19. Hierover A.G.H. Klaassen, ‘Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief’, *Ondernemingsrecht* 2008, 171.

20. Zie F.G.K. Overkleef, ‘Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning’, *Ondernemingsrecht* 2009, 167.

HOOFDSTUK 1

De door de Commissie de Wit aangehaalde factoren zijn stuk voor stuk belangrijke ontwikkelingen. Zij hebben alle betrekking op een versterking van de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, zowel in formele zin via een uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden van aandeelhouders als in materiële zin via een toegenomen oriëntatie op aandeelhouderswaarde en aandeelhoudersbelangen in het krachtenveld van corporate governance bij beursvennootschappen. Bij nadere beschouwing blijken deze ontwikkelingen grotendeels terug te voeren te zijn op een periode van slechts vijf jaar tussen grofweg 1999 en 2004. Het gaat te ver om te stellen dat zich in deze periode een absolute paradigma-wisseling²¹ heeft voltrokken, maar er is in ieder geval veel gebeurd in die tijd.

Een gedetailleerde studie over de wijzigingen in het ondernemingsrecht met betrekking tot de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen in de periode tot 2004 was eerder nog niet beschikbaar.²² De meeste handboeken en artikelen wijden slechts een paar zinnen aan deze periode. Deze passages gaan dikwijls uit van een sterk vereenvoudigde voorstelling van oorzaken en gevolgen en laten veel vragen over het hoe, wat en waarom onbeantwoord. Zo volstaat het handboek van Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme met de volgende weergave van de discussie: “*In Nederland is in het kader van het corporate governance-debat veel aandacht besteed aan de wenselijk geachte versterking van de positie van kapitaalverschaffers. Dit heeft geleid tot de Wet van 9 juli 2004 tot aanpassing van de structuurregeling (Stb. 2004, 370; Kamerstuknr. 28 179) die ook voorziet in nieuwe rechten van kapitaalverschaffers van beursvennootschappen.*”²³ In deze weergave wordt in het geheel niet duidelijk gemaakt waarom het wenselijk werd geacht om de positie van aandeelhouders te versterken.²⁴ Ook wekt de verwijzing naar de wetwijzigingen in het kader van de aanpassing van de structuurregeling uit 2004 de indruk dat deze

21. De klassieke uitwerking van het begrip “*paradigm shift*” is te vinden in T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, 3rd revised edition (1^e druk 1962), Chicago: University of Chicago Press 1991. Kuhn beschreef hierin het proces waarin een set wetenschappelijke uitgangspunten, aannames en opvattingen zich ontwikkelt tot de ‘*dominant paradigm*’ in het betreffende wetenschapsgebied; een basis waarop verder wetenschappelijk voortbouwt. Pas wanneer er zich een ‘*crisis*’ zou voordoen ten aanzien van het dominante paradigma, zou een ‘*paradigm shift*’ kunnen plaatsvinden.
22. De meest uitgebreide beschouwing over de ontwikkeling van de aandeelhouderspositie in de eerste tien jaar van de 21^{ste} eeuw is van de hand van Assink. Zie B.F. Assink, ‘Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur’ in B.F. Assink & D.A.M. H.W. Strik, *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadviezen Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2009, p. 17-51.
23. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 28.
24. Elders wordt wel een beknopte feitelijke beschrijving van het fenomeen aandeelhoudersactivisme gegeven. Zie *ibid* nr. 18.

wijzigingen een *direct* gevolg zijn van ‘aandacht’ in het ‘corporate governance-debat’ en dat deze wijzigingen ook het *enige* gevolg zijn geweest van dit debat. Dit is een wel heel vereenvoudigde weergave van de dynamiek en het krachtenveld waarin de wetwijzigingen in 2004 tot stand zijn gekomen.

Een ander voorbeeld is te vinden in een artikel van de econoom Schenk: “*In 1999 kondigde de OECD aan [in de OECD Principles of Corporate Governance,²⁵ FO] dat ondernemingen zich vooral en in de eerste plaats moesten laten leiden door de belangen van de aandeelhouders. Het aandeelhouderskapitalisme had daarmee officiële status gekregen. In Europa bereidde dit de weg voor de totstandkoming van de reeds genoemde overnamerichtlijn.*”²⁶ Schenk legt hier een wel heel direct verband tussen de stellingname van de OECD in de OECD Principles enerzijds en de (uiteindelijke) Overnamerichtlijn²⁷ anderzijds. Het is de vraag wat het daadwerkelijke effect van de OECD Principles is geweest en in hoeverre deze aanbevelingen dermate rechtstreeks hebben doorgewerkt in de beraadslaging en besluitvorming over de Overnamerichtlijn zoals in bovenstaande passage wordt gesuggereerd.

Een laatste voorbeeld is het volgende citaat van Schilfgaarde: “*Sinds het Forumbank-arrest van 1955 speelt die autonomie in het Nederlandse vennootschapsrecht een belangrijke rol. Aanvankelijk om het ‘institutionele’ karakter van de vennootschap te benadrukken en om het bestuur een handvat te geven om het ‘vennootschapsbelang’ te verdedigen tegenover de op eigen belang gerichte aandeelhouders. Later, in de dagen van de opkomende medezeggenschap, om bij die verdediging ook te betrekken het belang van de onderneming en de daarbij betrokken personen, met of zonder duidelijk begrip van wat dat allemaal inhoudt. In de jaren negentig is in dat verband de term ‘stakeholders model’ in zwang gekomen. Een zekere kentering is ingetreden tegen het einde van de jaren negentig. Onder de invloed van het Anglo-Amerikaanse denken en de neo-liberale opvattingen van de toen nog invloedrijke VVD, heeft de gedachte postgevat dat de aandeelhouders meer te zeggen moesten krijgen.*”²⁸ Dit is een kernachtige samenvatting van meer dan veertig jaar rechtsontwikkeling waar inhoudelijk gezien weinig op aan te merken valt. Toch gaat achter deze paar zinnen, in het bijzonder de laatste zin waarin Van Schilfgaarde de verandering in

25. *OECD Principles of Corporate Governance* (1999). Bron: <<http://www.oecd.org>>. In 2004 is een herziene versie van deze Principles verschenen.

26. H. Schenk, ‘Sluit het publieke overnamebeleid aan bij de private overnamepraktijk?’, *O&F* 2010, p. 64.

27. Richtlijn 2004/25 EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEU* L 142/12-23.

28. P. van Schilfgaarde, ‘De Hoge Raad, ABN AMRO en LaSalle: de uitspraak van de ondernemingskamer en de vernietiging door de Hoge Raad’, *NJB* 2007, 1633, p. 1952.

HOOFDSTUK 1

opvattingen over de positie van aandeelhouders toeschrijft aan ‘Anglo-Amerikaans denken’ en ‘neo-liberale opvattingen’, een meer complex en grilliger verloop van gebeurtenissen en omstandigheden schuil. Door deze ontwikkelingen meer diepgaand te beschrijven en analyseren, kan een rijker en meer genuanceerd beeld van deze recente geschiedenis worden geschetst. Zo kan de door Van Schilfgaarde gegeven samenvatting van een bredere onderbouwing worden voorzien. Dat is wat met dit proefschrift is beoogd.

1.2 Onderzoeksvraag en doel van het onderzoek

Aan juridische proefschriften die direct of indirect betrekking hebben op aandeelhouders in beursvennootschappen heeft het ons de afgelopen jaren bepaald niet ontbroken.²⁹ Waarom dan nóg een onderzoek over dit onderwerp? Het antwoord op deze vraag is kort: de enkele constatering dat de maatschappelijke perceptie van het verschijnsel aandeelhouders in beursvennootschappen aan aanzienlijke schommelingen onderhevig is geweest rechtvaardigt nader onderzoek naar de oorzaken van die schommelingen. Dat deze ontwikkelingen zich in een (zeer) korte tijd hebben voorgedaan impliceert ook een zekere mate van tijdgebondenheid van onderzoek over aandeelhouders in beursvennootschappen. Zoals ik in de hiernavolgende hoofdstukken uiteen zal zetten is de stand van zaken over dit onderwerp anno 2017 wezenlijk anders dan die van bijvoorbeeld vijf jaar geleden. De rechtsontwikkeling is nog volop in beweging. Er is dus voldoende ruimte voor nieuw onderzoek om met betrekking tot deze ontwikkeling een tussenbalans op te maken.

29. Zie bijvoorbeeld (in chronologische volgorde) A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, diss. Groningen 2007, IVO-reeks nr. 60, Deventer: Kluwer 2007, A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, diss. Utrecht 2009, IVO-reeks nr. 64, Deventer: Kluwer 2009, B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, diss. Nijmegen 2010, Van der Heijden-reeks nr. 103, Deventer: Kluwer 2010, J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen*, diss. UvA 2010, IVO-reeks nr. 74, Deventer: Kluwer 2010, P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the U.S. and the EU*, diss. Tilburg 2011, CCL-reeks, Den Haag: Boom juridische uitgevers 2011, M.C. Schouten, *The decoupling of voting and economic ownership*, diss. UvA 2012, IVO-reeks nr. 88, Deventer: Kluwer 2012, A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, diss. Leiden 2012, IVO-reeks nr. 91, Deventer: Kluwer 2012, G.N.H. Kemperink, *Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen*, diss. Rotterdam 2013, IVO-reeks nr. 92, Deventer: Kluwer 2013, J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas: de beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, diss. Rotterdam 2014, IVO-reeks nr. 94, Deventer: Kluwer 2014. en B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, diss. Maastricht 2015, Van der Heijden-reeks nr. 129, Deventer: Kluwer 2015.

Het woord ‘tussenbalans’ is bewust gekozen: de hierboven gesignaleerde tijdgebondenheid geldt noodzakelijkerwijs ook voor deze studie. De rechtsontwikkeling over de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, in het bijzonder wat betreft hun (rechts)verhouding tot de vennootschap, het bestuur en de raad van commissarissen, zal door blijven gaan. Tijden en omstandigheden zullen ook in de toekomst veranderen op een wijze die thans nog niet voorzienbaar is. Ook de weerslag die deze veranderingen op het recht zullen hebben, of het nu via wetgeving of rechtspraak is, is niet op voorhand te voorspellen. Tegen deze achtergrond is het weinig zinvol om de lijn aan juridische ontwikkelingen en trends uit het verleden naar de toekomst toe te extrapoleren om hiermee aan te duiden hoe de rechtsontwikkeling in de toekomst zal lopen of zou moeten lopen. Dat de toekomst zich in één rechte lijn geredeneerd vanuit het verleden laat kennen, is niet onwaarschijnlijk.

Mijn kritische kanttekening is vooral gericht tegen de in de rechtswetenschap voorkomende opvatting waarin de actualiteit wordt gezien als iets wat afleidt van een zuivere en wetenschappelijk verantwoorde rechtsontwikkeling en dus als iets waaraan een wetenschapper per definitie voorbij kan gaan. Zo schreef Hopt, een sleutelfiguur in de versnelde ontwikkeling van het Europees ondernemingsrecht vanaf de eeuwwisseling, begin 2010 het volgende: *“The financial market crisis has opened a new era, not only of financial law, but more generally of rule-making. The problem is twofold: to find adequate rules, including European company law rules, for crisis situations, and to have them confined to these exceptional situations. From case law, we know that “hard cases make bad law.” This is also a danger for the present-day crisis legislation in all our member states. True, the state must intervene in such crises, but it must also step back when the crisis is over. There is a real danger that the progress we have made in curtailing golden shares, subsidies, protectionist measures, and other ways and means not compatible with the internal market may stay on. But sooner or later, the economy will recover and the market will continue to be the better regulator than the state. For normal times, we need less state and more market, and in the market we need less entrenchment of management and less tunnelling by controlling shareholders. The role of the company law academia and practice is not to forget this and to work together with the national and European legislators on the future of European company law.”*³⁰ Waar Hopt hier waarschuwt voor een reëel en terecht risico (doorschietende crisiswetgeving), miskent hij tegelijkertijd de mogelijkheid dat de financiële crisis wel

30. K.J. Hopt, ‘The European Company Law Action Plan Revisited: an Introduction’, ECGI Working Paper Series in Law No. 140/2010, te raadplegen via <<http://www.ssrn.com>>, p. 16-17.

HOOFDSTUK 1

eens een *game changer* zou kunnen zijn. Blijkens dit citaat beschouwt Hopt de financiële crisis als iets tijdelijks, een tijdelijke buitengewone situatie (“*exceptional situations*”) die vroeger of later over zal gaan, waarna we zullen terugkeren naar de “*normal times*”. Zijn aansporing aan “*company law academia and practice*” om dit toch vooral niet te vergeten mag getuigen van een standvastig en consequent standpunt, maar zij komt mij wetenschappelijk gezien in het licht van de veranderde omstandigheden onverantwoord voor: van de beloofde “*normal times*” op het gebied van het ondernemingsrecht is immers nog altijd geen sprake.³¹ Met het doen van dergelijke stellige beweringen over toekomstige ontwikkelingen zou mijn inziens dus met de nodige terughoudendheid moeten worden omgegaan.

Deze dissertatie ziet op de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Centraal staat de vraag welke veranderingen deze positie in de periode tussen 1999 en 2004 heeft doorgemaakt. Daartoe wordt tevens onderzocht wat de drijvende krachten van – en beweegredenen voor deze veranderingen waren, hoe deze veranderingen zich verhielden tot relevante ontwikkelingen op politiek, economisch en maatschappelijk gebied, welke rechtspolitieke keuzes in verband daarmee op nationaal en Europees niveau zijn gemaakt en waardoor deze keuzes telkens waren ingegeven. Het doel van dit onderzoek is om alle relevante ontwikkelingen op een deugdelijke wijze en in de juiste onderlinge samenhang in kaart te brengen om zo te komen tot een afgewogen weergave en verklaring van de veranderingen die zich in de relevante periode voor de positie van beursaandeelhouders hebben voorgedaan. Met andere woorden: inzichtelijk maken wat er is gebeurd en waarom het is gebeurd.

In dit onderzoek nemen de ontwikkelingen in de rechtswetenschap en rechtspraktijk een belangrijke plaats in. Als zodanig komen de relevante ontwikkelingen in wetgeving en jurisprudentie uiteraard aan bod. Daarnaast is in dit onderzoek veel aandacht besteed aan rechtspolitiek. Zowel op Europees- als ook op nationaal niveau hebben juristen afkomstig uit wetenschap en praktijk aan het begin van de 21^{ste} eeuw via verschillende gremia wezenlijke bijdragen geleverd aan de intellectuele ‘business case’ voor het versterken van de positie

31. Dit nog daargelaten dat vanwege verschillende ontwikkelingen ook buiten het ondernemingsrecht bepaald geen sprake is van ‘normal times’. Zie §8.2 hierna.