

Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van aandeelhouders daarin

Oratie van prof. mr. B. Kemp

Prof. mr. B. Kemp *

In zijn oratie gaat Kemp in op de spanning die binnen de vennootschap bestaat tussen de vennootschapsleiding die het belang van de vennootschap moet behartigen en de aandeelhouders die – volgens de heersende leer – hun eigen belang mogen behartigen. Mede op grond van rechtseconomische gedachten doet hij een aanzet tot hoe de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap verder kan worden vormgegeven.

“The law does not say that there are to be no cakes and ale, but there are to be no cakes and ale except such as are required for the benefit of the company.”¹

“But one must not think ill of the paradox, for the paradox is the passion of thought, and the thinker without the paradox is like the lover without passion: a mediocre fellow.”²

1 Inleiding

Aangenomen wordt dat de vennootschap³ er is om sociale welvaart te creëren voor degenen die bij de vennootschap zijn betrokken. Zij ontleent hieraan haar bestaansrecht en de aan haar door de wet toegekende voorrechten. Er bestaat echter een fundamenteel verschil van inzicht over met welke juridische uitgangspunten die sociale welvaart zo goed mogelijk kan worden gerealiseerd. In sommige jurisdicties wordt aangenomen dat het creëren van sociale welvaart het beste wordt gerealiseerd door het belang van de aandeelhouders voorop te stellen (het *shareholder model*). In andere jurisdicties, zoals in Nederland, wordt juist aangenomen dat de vennootschap, en in het verlengde daarvan de vennootschapsleiding,⁴ zich moet richten op de belangen van alle betrokkenen bij de vennootschap om zo goed mogelijk sociale welvaart te creëren. Dit wordt het stakeholder- of Rijnlandse model genoemd; ik duid dit in navolging van internationale literatuur ook wel aan als *pluralistic stakeholderism*.

De toepassing van het *stakeholder model* bij het vormgeven van de corporate governance van een vennootschap (*stakeholder governance*) levert serieuze uitdagingen op, waaronder de vraag hoe om te gaan met de aandeelhouders. Ook in stakeholderjurisdicties hebben de aandeelhouders, vanuit traditie en bij gebrek aan een beter alternatief, belangrijke zeggenschapsrechten, zoals het benoemen en ontslaan van bestuurders, het wijzigen van de statuten, het uitkeren van dividend en tot op zekere hoogte het geven van instructies. De aandeelhouders hebben daarmee serieuze invloed op de vennootschap en haar leiding en als gevolg hiervan kan de vennootschapsleiding in het bijzonder geneigd zijn de belangen van aandeelhouders te bevorderen. Daarbij komt nog dat de heersende opvatting in

* Prof. mr. B. Kemp is advocaat te Amsterdam en hoogleraar Corporate Governance and Corporate Regulation aan Maastricht University. Deze bijdrage is een bewerking van zijn oratie zoals die oorspronkelijk op 3 december 2021 zou worden uitgesproken te Maastricht. Omdat de oratie vanwege maatregelen rondom COVID-19 is verzet, is besloten deze schriftelijke bijdrage reeds te laten verschijnen in het *Maandblad voor Ondernemingsrecht*. De auteur wil Jaap Barneveld, Mijke Sinnighe Damsté, Romy Menasalvas Garrones, Philippe Hezer, Ties Hogenboom, Gerda de Jong, Manuel Lokin, Koen van Middelaar, Mieke Olaerts, Frans Overkleef, Niels Philipsen, Sebastian Renshof en Kid Schwarz danken voor hun waardevolle input in en discussies over eerdere concepten van de bijdrage. De in deze bijdrage opgenomen opvattingen en eventuele fouten kunnen alleen aan de auteur worden tegengeworpen. Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven en de auteur is bij een aantal van de aangehaalde gerechtelijke uitspraken als advocaat betrokken geweest.

1 Court of Appeal of England and Wales (Verenigd Koninkrijk) 1883, *Hutton v West Cork Ry. Co* [1883] 23 Ch.D. 654, 672-673.

2 S. Kierkegaard, E. Hong & H. Hong, *Kierkegaard's writings*, VII, Vol. 7: *Philosophical fragments, or a fragment of philosophy/Johannes Climacus, or De omnibus dubitandum est*, Princeton: Princeton University Press 2013, p. 37.

3 Hierna wordt met vennootschap steeds verwezen naar de naamloze en besloten vennootschap, tenzij expliciet anders aangegeven.

4 Met de vennootschapsleiding wordt bedoeld het bestuur en – indien aanwezig – de raad van commissarissen. Tot de vennootschapsleiding kan ook behoren de door het bestuur of de raad van commissarissen aangewezen/benoemde secretaris, omdat – in uitzonderlijke omstandigheden – ook aan de secretaris bepaalde bevoegdheden worden toegekend.

Nederland is dat aandeelhouders en de algemene vergadering zich – in tegenstelling tot de vennootschapsleiding – niet hoeven te richten op het vennootschappelijk belang, maar zich in beginsel mogen richten op hun eigen belang. Deze paradoxale verhouding tussen deze vennootschapsorganen leidt tot een situatie waarin de vennootschap en haar leiding zich moeten richten op het vennootschappelijk belang en de aandeelhouders andere belangen mogen nastreven, terwijl al deze betrokkenen binnen de vennootschap in het bestaande *governance model* wel mét elkaar moeten functioneren en elkaar met hun handelen kunnen beïnvloeden.

In deze bijdrage sta ik stil bij de discussie over het doel van de vennootschap, het *stakeholder model* en *shareholder model*, en de wijze waarop onder Nederlands recht het juridische uitgangspunt voor de vennootschap en bevoegdheidsverdeling is vormgegeven. Daarbij wordt ook aandacht gegeven aan rechts-economische theorieën, in het bijzonder rondom de *principal-agent* relatie en de *principal costs theory*. Die uiteenzetting zal voor lezers die op de hoogte zijn van de internationale corporate-governancediscussie als bekend worden ervaren, maar is voor de daarmee minder bekende lezer belangrijk als introductie op het onderwerp. Vervolgens wordt gekeken welke inzichten die rechtseconomische theorieën – die primair aansluiten bij het *shareholder model* – kunnen opleveren voor een werkbaar en realistisch model van *stakeholder governance*, en de rol van de aandeelhouder daarbij, in een poging de voornoemde paradox te ontwarren. Daarbij wordt in het bijzonder gekeken naar (1) afdwingbare gedragsnormen tegenover controlerechten en (2) gedwongen samenwerking tussen de organen van de vennootschap. Er wordt slechts een eerste aanzet voor deze gezichtspunten gedaan; ze verdienen nader onderzoek en een verdere uitwerking. Het doel is niet om het pleit tussen voor- en tegenstanders van *stakeholder governance* te beslechten, maar om een bijdrage te leveren aan mogelijke vergezichten voor een werkbaar *governance model*, waarin voor zover mogelijk de maatschappelijke behoefte (of de noodzaak) aan de toepassing van het *stakeholder model* en – op hoofdlijnen – de huidige bevoegdheidsverdeling tussen aandeelhouders en vennootschapsleiding worden verenigd.

De beursvennootschap die te maken heeft met veel betrokkenen en meerdere aandeelhouders is tot uitgangspunt genomen. In de eerste plaats wordt dan ook hoofdzakelijk verwezen naar de NV-regeling, die op de meeste beursvennootschappen van toepassing is, tenzij de afwijkende BV-regeling specifiek relevant is. Niettemin zijn veel gedachten ook relevant voor andere vennootschappen die een bredere maatschappelijke impact hebben.

2 Het stakeholder- en purposedebat

2.1 Internationale ontwikkelingen

Zowel op nationaal als op internationaal niveau is de discussie over welke belangen de vennootschap moet dienen, en in het verlengde daarvan hoe het ondernemingsrecht als *legal frame-*

work moet worden ingericht, volop gaande. Op internationaal niveau lijkt de afgelopen jaren het *stakeholder model* ten opzichte van het *shareholder model* aan populariteit te hebben gewonnen.⁵ Zo haalde de Business Round Table (BRT), een vereniging van CEO's van toonaangevende Amerikaanse ondernemingen, in augustus 2019 het nieuws toen zij haar eerdere verklaring voor aandeelhouderswaarde⁶ verving door een nieuwe 'Statement on the Purpose of the Corporation', getekend door 187 CEO's, onder meer van Amazon, Apple, Bank of America, GM, IBM en JP Morgan Chase. In deze hernieuwde verklaring wordt betoogd dat vennootschappen moeten worden bestuurd in het belang van alle stakeholders.⁷

Op deze verklaring is wisselend gereageerd. Sommige commentatoren waren enthousiast,⁸ maar tegelijkertijd was er kritiek vanuit bijvoorbeeld de Council of Institutional Investors, die vreest voor een gevaarlijke machtsgreep.⁹ Ook in academi-

5 Zie voor een overzicht van deze ontwikkelingen o.a. L.A. Bebchuk & R. Tallarita, *The illusory promise of stakeholder governance*, Cornell Law Review (106) 2020, p. 9 e.v.; J.E. Fisch & S. Davidoff Solomon, *Should corporations have a purpose?*, Texas Law Review (99) 2021, p. 1309.

6 In de verklaring uit 1997 stond: '[i]n [t]he Business Roundtable's view, the paramount duty of management and of boards of directors is to the corporation's stockholders; the interests of other stakeholders are relevant as a derivative of the duty to stockholders. The notion that the board must somehow balance the interests of stockholders against the interests of other stakeholders fundamentally misconstrues the role of directors. It is, moreover, an unworkable notion because it would leave the board with no criterion for resolving conflicts between interests of stockholders and of other stakeholders or among different groups of stakeholders' (Business Roundtable, *Statement on Corporate Governance 3-4* (september 1997), www.ralphgomory.com/wp-content/uploads/2018/05/Business-Roundtable-1997.pdf).

7 Business Roundtable, *Statement on the purpose of corporation* (19 augustus 2019): 'While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to:

– Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations.

– Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect.

– Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions.

– Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses.

– Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders.

Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.'

8 M. Lipton, *Wachtell Lipton discusses stakeholder corporate governance: Business Roundtable and CII*, CLS Blue Sky Blog (26 augustus 2019); M. Spence, *The end of shareholder primacy?*, Project Syndicate (26 augustus 2019); A.R. Sorkin, *How shareholder democracy failed the people*, N.Y. Times Dealbook (21 augustus 2019).

9 Council of Institutional Investors, *Council of Institutional Investors responds to Business Roundtable Statement on corporate purpose* (19 augustus 2019).

sche kringen werd soms sceptisch gereageerd, waarbij woorden als ‘leeg’ en ‘oude retoriek’ niet werden geschuwd.¹⁰ Bebchuk en Tallarita zijn nog een stap verder gegaan en hebben op basis van een enquête onder meer gekeken naar de vraag in hoeverre de ondertekenaars van de verklaring dit überhaupt hebben voorgelegd aan de rest van hun bestuur. Het antwoord was dat slechts één van de 48 vennootschappen dit had gedaan.¹¹ In de andere gevallen had de CEO dit zelfstandig goedgekeurd. Bebchuk en Tallarita geven aan dat de meest waarschijnlijke reden hiervoor is dat deze CEO's vonden dat deze verklaring geen wezenlijke wijziging zou betekenen van de manier waarop stakeholders worden behandeld.¹² Vervolgens hebben zij nog een vervolgonderzoek verricht, waarin zij onder meer nagingen in hoeverre de ondernemingen die de BRT-verklaring hadden ondertekend bij het aanpassen van hun *corporate documents* meer aandacht hebben gegeven aan de positie van stakeholders. Zij concludeerden dat hiervan in het algemeen geen sprake was.¹³ Hierop is weer kritisch gereageerd door onder meer Martin Lipton onder de tekst ‘more myths of Lucian Bebchuk’,¹⁴ waar hij erop wijst dat kijken naar de *high level corporate documents* niet de juiste manier is, maar dat moet worden gekeken naar de initiatieven die ondernemingen daadwerkelijk hebben genomen.

Ondanks de kritiek staat de verklaring van de BRT niet op zichzelf. Eerder in 2018 had Larry Fink, CEO van Blackrock, al gezegd dat vennootschappen niet alleen financieel moeten presteren, maar ook een positieve bijdrage aan de maatschappij moeten leveren. En ook in de Amerikaanse politiek is de afgelopen jaren veel aandacht geweest voor de rol van de vennootschap. Zo stelde de Amerikaanse senator Elizabeth Warren de Accountable Capitalism Act voor, op basis waarvan er een *Federal Charter* zou komen voor alle ondernemingen met een omzet van meer dan USD 1 miljard. Bij ondernemingen die onder deze charter vallen, zou ten minste 40% van de bestuurders van die vennootschappen moeten worden verkozen door werknemers. Daarnaast zou er een wettelijke plicht worden geïntroduceerd op basis waarvan rekening moet worden gehouden met de belangen van alle werknemers, en zouden de

mogelijkheden voor bestuurders om aandelen te verkopen moeten worden beperkt.¹⁵

Ook andere Amerikaanse politici, zoals senatoren Bernie Sanders (Democraat) en Marco Rubio (Republikein), hebben om vergelijkbare redenen gelijksoortige voorstellen gedaan.¹⁶ Daarnaast heeft het World Economic Forum een verklaring uitgegeven dat het doel van de vennootschap zou moeten zijn om te verbinden met alle stakeholders en het creëren van waarde niet alleen aandeelhouders, maar alle stakeholders moet dienen.¹⁷ Ook bij het door het toonaangevende American Law Institute gestarte project ‘Restatement of Corporate Governance Law’ werd de vraag gesteld of meer stakeholderelementen moeten worden geïntroduceerd.¹⁸

Aan deze zijde van de Atlantische Oceaan zijn er vergelijkbare ontwikkelingen. Zoals het project van de British Academy genaamd de ‘Future of the Corporation’. In dit project, dat wordt geleid door Colin Mayer, staan *corporate purpose* en een hernieuwd contract tussen ondernemingen en de maatschappij centraal.¹⁹ Daarnaast is er in juli 2020 door de Europese Commissie een rapport gepubliceerd genaamd *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance* van accountantskantoor EY.²⁰ In dit rapport wordt gewezen op de negatieve kortetermijnfocus in Europese *corporate governance*. Uit de door EY verzamelde en geanalyseerde data zou blijken dat uitkeringen aan aandeelhouders zijn toegenomen, terwijl de CAPEX en R&D-investeringen in verhouding tot de omzet zijn afgenomen. Dit zou betekenen dat bij ondernemingen sprake is van kortetermijnfocus. Vervolgens worden in het rapport verschillende *drivers* geïdentificeerd voor deze kortetermijnfocus, waaronder dat de verplichtingen van bestuurders en het belang van de vennootschap te eng worden uitgelegd en er een groeiende druk van aandeelhouders met een kortetermijnfocus bestaat, waardoor bestuurders zich ook daarop gaan richten. Om deze *drivers* tegen te gaan worden verschillende oplossingsmogelijkheden gepresenteerd, waaronder een

- 10 J. Fried, The Roundtable’s stakeholderism rhetoric is empty, thankfully, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (22 november 2019); L. Enriques, The Business Roundtable CEOs’ statement: Same old, same old, Promarket (9 september 2019).
- 11 Bebchuk & Tallarita 2020, p. 34. Zie verder hierover ook L.A. Bebchuk, K. Kastiel & R. Tallarita, For whom corporate leaders bargain, Southern California Law Review (93) 2021, p. 101-199, waarin de auteurs onderzoeken in hoeverre de vennootschapsleiding in Amerikaanse vennootschappen met een *constituency model* in het kader van openbare biedingen de belangen van stakeholders behartigen. Uit hun onderzoek volgt dat de vennootschapsleiding vooral haar eigen belang en dat van aandeelhouders behartigt, en slechts minimalistisch de belangen van andere belanghebbenden.
- 12 Bebchuk & Tallarita 2020, p. 35.
- 13 L.A. Bebchuk & R. Tallarita, Will corporations deliver value to all stakeholders?, Vanderbilt Law Review (75) 2022 (nog niet gepubliceerd).
- 14 M. Lipton, More myths from Lucian Bebchuk, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (24 augustus 2021).

- 15 S. 3348, Accountable Capitalism Act, 115th Cong. (2018), par. 4. Zie voor een toelichting van Warren ook Empowering workers through accountable capitalism, elizabethwarren.com (2020), <https://elizabethwarren.com/plans/accountable-capitalism>.
- 16 Corporate accountability and democracy, berniesanders.com, <https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/>; M. Rubio, American investment in the 21st century: Project for strong labor markets and national development 22 (15 mei 2019), www.rubio.senate.gov/public/_cache/files/94fcb79e-eedd-4496-a262-7091647563e6/B68DE3EF858700E482305C9ED26AEC72.5.14.2019.-final-project-report-american-investment.pdf.
- 17 Davos Manifesto 2020: World Economic Forum, The universal purpose of a company in the Fourth Industrial Revolution (2 december 2019).
- 18 Zoals vermeld in: Bebchuk & Tallarita 2020, p. 2.
- 19 Zie hierover www.thebritishacademy.ac.uk/programmes/future-of-the-corporation/.
- 20 Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, juli 2020, op.europa.eu. Zie hierover in de Nederlandse literatuur S.B. Garcia Nelen, Een Europees initiatief voor duurzame corporate governance, Ondernemingsrecht 2021/32 (hierna: Garcia Nelen 2021a); B.J. de Jong, Duurzame corporate governance, Europese en Nederlandse ontwikkelingen, Ondernemingsrecht 2021/33.

breder belangenafweging voor de vennootschapsleiding en het verbeteren van langetermijnaandeelhouderschap. In het rapport wordt dus sterk voor een stakeholderbenadering gekozen.

Dit rapport is kritisch ontvangen.²¹ Daarbij is onder meer aangevoerd dat het rapport onvoldoende onderscheid maakt tussen de horizon (korte en lange termijn) en het doel (aandeelhouderwaarde en stakeholderwaarde). Ook wordt gewezen op de nadelen die verbonden zijn aan het *stakeholder model* en gepleit voor *enlightened shareholder value* of *shareholder welfare* als oplossing.²² Verder wordt erop gewezen dat het rapport gebaseerd is op onvoldoende brede data, de uitgevoerde survey te klein was, en dat ten onrechte geen rekening werd gehouden met aandelenuitgiften en andere vormen van investeringen in ondernemingen.

Na het verschijnen van het rapport heeft de Europese Commissie in juli 2020 hier kort op gereageerd met een Inception Impact Statement, waarin zij de bevindingen uit het rapport grotendeels steunt.²³ Ook het Europees Parlement heeft zich ondanks de kritiek op het rapport in vergelijkbare bewoordingen bij resolutie van 17 december 2020 uitgelaten over het onderwerp, waarin onder meer is overwogen dat ‘the duty of care of directors towards their company should be defined not only in relation to short-term profit maximisation by way of shares, but also sustainability concerns’ en ‘directors’ duties cannot be misconstrued as amounting solely to the short-term maximisation of shareholder value, but must instead include the long-term interest of the company and wider societal interests, as well as that of employees and other relevant stakeholders’.²⁴ Vervolgens heeft de Europese Commissie begin 2021 een consultatie gehouden over het initiatief ‘duurzame corporate governance’,²⁵ waarbij weer sterk lijkt te worden geleund op het voornoemde rapport van EY.

Ten slotte kan worden gewezen op de nieuwe wetgeving in Frankrijk, waar de wetgever met de invoering van de Loi PACTE een stap heeft gezet om het *contrat social* tussen on-

derneming, overheid en maatschappij te vernieuwen en de maatschappelijke rol van de onderneming te herpositioneren.²⁶ Onderdeel van deze wetgeving is de introductie van wettelijk belangenpluralisme,²⁷ verplichtingen voor de vennootschapsleiding om de maatschappij en het milieu in haar afwegingen mee te nemen,²⁸ en de uitnodiging voor vennootschappen om een *purpose (raison d’être)* in haar statuten op te nemen.²⁹

Internationaal is er dus volop beweging in voornamelijk de richting van het *stakeholder model* of ‘*stakeholderism*’,³⁰ maar is er tegelijkertijd verzet vanuit een groep academici en belangenverenigingen voor aandeelhouders. Mijn indruk is dat een belangrijk deel van die groep zich vooral richt op *enlightened shareholder value* als de te verkiezen vorm.³¹

2.2 Nederlandse ontwikkelingen

Deze internationale ontwikkelingen gaan Nederland niet voorbij; ook hier is er een levendige discussie over het doel van de vennootschap, of die zich voldoende (of misschien zelfs te veel) richt op stakeholders en of verdere wetgevingsinitiatieven noodzakelijk zijn. Een voorbeeld hiervan is het voorstel van 25 hoogleraren, onder wie ondergetekende, over hoe de vennootschapswetgeving kan worden gewijzigd om vennootschappen wettelijk een bredere verantwoordelijkheid in de samenleving te geven dan slechts de verantwoordelijkheid voor hun eigen financiële succes ten behoeve van aandeelhouders.³² Daarvoor worden in het voorstel drie suggesties gedaan, namelijk (1) de introductie van *responsible corporate citizenship* in de wettelijke opdracht van bestuurders en commissarissen, (2) het creëren van de vrijwillige mogelijkheid voor vennootschappen om

21 J.M. Fried & C.C.Y. Wang, Short-termism, shareholder payouts, and investment in the EU (ECGI Law Working Paper, nr. 544/2020), oktober 2020; M.J. Roe e.a., The European Commission’s Sustainable Corporate Governance Report: A critique (ECGI Law Working Paper, nr. 553/2020), november 2020; M.J. Roe e.a., The EY Sustainable Corporate Governance Report’s major flaws: Discussion and analysis, 2020, <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640>; The European Law Experts Group, A critique of the study on directors’ duties and sustainable corporate governance prepared by Ernst & Young for the European Commission, Oxford Business Law Blog, 9 december 2020. Zie voor een goed overzicht van het rapport en de kritiek daarop De Jong 2021.

22 Zie hierover nader par. 3.2.1.3 van deze bijdrage.

23 Inception Impact Statement, 30 juli 2020, <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance>.

24 European Parliament resolution of 17 December 2020 on sustainable corporate governance (2020/2137(INI)).

25 Zie hierover Garcia Nelen 2021a.

26 Zie hierover J.M. de Jongh, Onderneming en maatschappij: naar een nieuw sociaal contract?, Ondernemingsrecht 2020/80.

27 Daarbij moet wel worden aangemerkt dat het Franse recht uitgaat van *enlightened shareholder value* en niet volledig *stakeholderism* omarmt (A. Bartolacelli, Sustainability and company law: A long path to walk, European Company Law 2021, afl. 1, p. 5). Dit geldt overigens vergelijkbaar voor Portugal (zie Bartolacelli 2021, p. 5), Italië (zie G. Ferrarini, Corporate purpose and sustainability (ECGI Law Working Paper 559/2020), december 2020, p. 31 e.v.) en België (zie Cass., 28 november 2013, R.D.C., 2014, 854, note D. Willermain).

28 Art. 1835 van het Franse Burgerlijk Wetboek.

29 Art. 1835 van het Franse Burgerlijk Wetboek.

30 In de woorden van Wachtell-advocaten Lipton, Rosenblum & Cain: ‘In hindsight, 2019 may come to be viewed as a watershed year in the evolution of corporate governance. After years of growing alarm about endemic short-termism, the sustainability and competitiveness of businesses over a long-term horizon, and the role of corporate policies in contributing to socioeconomic inequality, there has been an emerging consensus that the prevailing corporate governance system is broken’ (M. Lipton, S.A. Rosenblum & K.L. Cain, Thoughts for boards of directors in 2020, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (10 december 2019)).

31 Zie hierover ook K.J. Hopt, Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation, in: A.M. Fleckner & K.J. Hopt, Comparative corporate governance. A functional and international analysis, Cambridge: Cambridge University Press 2013, p. 42-43; Ferrarini 2020, p. 42.

32 J.W. Winter e.a., Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen ter verantwoordelijke deelname aan het maatschappelijk verkeer, Ondernemingsrecht 2020/86.

hun statutaire bestaansgrond vast te leggen, en (3) – voor de grootste ondernemingen – het in de jaarrekening afleggen van verantwoording over hoe het bestuur en de raad van commissarissen invulling hebben gegeven aan de *responsible corporate citizenship*. Door anderen is op dit voorstel gereageerd, waarbij onder meer is aangevoerd dat de noodzaak tot het aanpassen van de bestuurstaak onvoldoende is onderbouwd en het risico bestaat dat het aanpassen van de bestuurstaak leidt tot verdere juridisering en meer procedures tegen de besturen van ondernemingen.³³ Hierop is vervolgens weer een reactie gekomen van een selecte groep van de 25 hoogleraren,³⁴ waarbij ondergetekende niet betrokken was, waarin in het verlengde van het eerdere voorstel is gepleit voor de invoering van een maatschappelijke raad bestaande uit vertegenwoordigers van diverse stakeholders. Ook door de wetgever is een verdergaande maatschappelijke zorgplicht overwogen. Nadat bij moties van de Kamerleden Sneller en Slootweg werd verzocht te onderzoeken op welke wijze bedrijven kunnen worden bestuurd in een vorm waarbij alle belanghebbenden evenwichtig worden betrokken, is een expertgroep samengesteld die bij meerderheid – samengevat – adviseerde dat het niet voor de hand ligt de taak van het bestuur uit te breiden met gedragsnormen op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen.³⁵ Ook werd aangevoerd dat het niet opportuun is nu wetgeving op dit punt voor te bereiden, omdat er op Europees niveau initiatieven worden ontplooid over hetzelfde onderwerp. De Minister voor Rechtsbescherming neemt deze adviezen grotendeels over, waarbij hij onder verwijzing naar de Europese initiatieven vooral de ongunstige timing benadrukt.³⁶ Eerder werd in 2016 ook in de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) een belangrijke wijziging doorgevoerd. Waar de Code uit 2008 nog bepaalde dat de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn,³⁷ is dit in de Code 2016 vervangen door de

tekst dat de vennootschap streeft naar het creëren van waarde op de lange termijn.³⁸

2.3 Opvallende punten

Bij het bestuderen van deze ontwikkelingen vallen in ieder geval twee punten op. Ten eerste dat de in Nederland ondertussen breedgedragen opvatting van belangenpluralisme en de vennootschap als instituut zich in de internationale discussie relatief gezien aan een uiterste zijde van het *stakeholder model* lijkt te bevinden. Wat in het Nederlandse ondernemingsrecht als vanzelfsprekend wordt beschouwd en waarover weinig discussie is, wordt in de internationale academische literatuur en praktijk volgens mij beschouwd als een positie op de flanken van het *stakeholderism*.³⁹ Met die kennis is de institutionele benadering van het vennootschappelijk belang van de Hoge Raad zoals verwoord in de Cancun-beschikking,⁴⁰ dat het vennootschapsbelang ‘in de regel vooral’ wordt bepaald door het bevorderen van het bestendig succes van deze (eigen) onderneming en het bestuur op grond van de redelijkheid en billijkheid zorgvuldigheid dient te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken (waarmee de Hoge Raad in essentie de aandeelhouders naast de andere belanghebbenden plaatst, en niet erboven of eronder⁴¹), vooruitstrevend te noemen. Het biedt een voedingsbodem om door middel van het vennootschapsrecht ondernemingen met publieke taken te belasten.⁴² Het tweede is dat er, ondanks dat Nederland dus *pluralistic stakeholderism* tot uitgangspunt neemt, relatief weinig dogmatische discussie over de rol en positie van aandeelhouders binnen ons corporate-governancesysteem is, zeker op het ni-

33 H.J. de Kluiver, Over de verantwoordelijke onderneming. Naar een Paradise by the dashboard light?, *Ondernemingsrecht* 2020/126; W.A. Westebroek, Een maatschappelijke verantwoordelijkheid voor ondernemingen en (bange?) bestuurders of coronawetenschap in crisistijd?, *Ondernemingsrecht* 2021/3; A.J. Kaarls, Vage praatjes vullen geen gaatjes, *Ondernemingsrecht* 2021/4; G.N.H. Kemperink, De positie van de kapitaalvennootschap bij overnames en bij strategische samenwerking in geopolitieke context (preadvies Vereniging Handelsrecht), Zutphen: Uitgeverij Paris 2020, p. 54 e.v.

34 J.W. Winter e.a., Naar een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders en commissarissen: een antwoord op reacties, *Ondernemingsrecht* 2021/6, p. 32-34.

35 Advies modernisering NV-recht, 30 maart 2021.

36 Kamerstukken II 2020/21, 29752, nr. 14, p. 3.

37 Preambule nr. 7, Nederlandse Corporate Governance Code 2008: ‘De Code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.’

38 Preambule onder ‘Uitgangspunten’, Nederlandse Corporate Governance Code 2016: ‘(...) Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen en zijn doorgaans gericht op de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van waarde op de lange termijn. Stakeholders moeten erop kunnen vertrouwen dat hun belangen op zorgvuldige wijze worden meegewogen, omdat dit een voorwaarde is voor hen om binnen en met de vennootschap samen te werken. (...)’

39 De in Nederland aangehangen vorm, waarbij binnen corporate governance de behartiging van de belangen van stakeholders als het doel wordt gezien, wordt door Bebchuk en Tallarita als *pluralistic stakeholderism* aangemerkt (Bebchuk & Tallarita 2020, p. 91-178). Zij zijn hierover erg kritisch, al zijn zij dat ook over het *enlightened shareholder model*, maar ook breder in de internationale literatuur lijkt er weinig aanhang te zijn voor deze vorm van *stakeholderism* en gaat de discussie meer over de verschillen tussen *shareholder value maximization*, *shareholder welfare* en *enlightened shareholder value*. Zie over deze visies nader par. 3 e.v. van deze bijdrage.

40 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun).

41 Ook zo: B.F. Assink & L. Timmerman, Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders, *Ondernemingsrecht* 2019/157.

42 Dit is in essentie ook de breed waarneembare beweging, waarvan hierboven een aantal voorbeelden is genoemd. Zie ook L. Timmerman, Uitdagingen voor het ondernemingsrecht; op weg naar een echt ondernemingsrecht?, *MvO* 2020, 5-6, p. 139.

veau van de wetgever.⁴³ Bovendien staat de Nederlandse benadering van aandeelhoudersbetrokkenheid bij beursvennootschappen haaks op de Europese benadering. In Europees verband wordt een verdergaande betrokkenheid van (vooral institutionele) aandeelhouders gepreikt,⁴⁴ terwijl in Nederland bij beursvennootschappen de mogelijkheid voor alle aandeelhouders om hun rechten uit te oefenen juist wordt beperkt.⁴⁵ Denk aan het invoeren van de wettelijke bedenktijd,⁴⁶ het verhogen van de agenderingsdrempel naar 3%⁴⁷ en de uitspraken van de Hoge Raad, Ondernemingskamer en voorzieningenrechter in respectievelijk AkzoNobel en Fugro/Boskalis.⁴⁸ De beweging in Nederland is – vooralsnog – dus niet om de aandeelhouder meer verantwoordelijkheid te geven en te stimuleren om meer betrokken te zijn, maar juist andersom. De positie van de vennootschapsleiding wordt verstevigd ten koste

van, en ook ter bescherming tegen, aandeelhouders.⁴⁹ Hoewel er goede gronden zijn voor die beweging, is een belangrijk nadeel dat de vennootschapsleiding in steeds mindere mate wordt gemonitord door de aandeelhouders.⁵⁰ Hoe met aandeelhouders moet worden omgegaan en welke beweging meer gewenst is, is in mijn ogen een van de grotere uitdagingen waar het Nederlandse ondernemingsrecht en *pluralistic stakeholderism* voor staan.

3 De raison d'être van de vennootschap

De enthousiast gevoerde discussie over welke belangen de vennootschap moet dienen, moet worden gezien tegen de achtergrond van het doel dat de vennootschap heeft. Daarbij moet denk ik een onderscheid worden gemaakt tussen twee vragen:

1. Door wie en met welk doel wordt het juridische instrument van de vennootschap wettelijk mogelijk gemaakt?
2. Hoe moet het ondernemingsrecht worden ingericht om ervoor te zorgen dat vennootschappen dit doel zo goed mogelijk verwezenlijken?

Door bij de in paragraaf 2 beschreven discussie deze twee vragen van elkaar te onderscheiden wordt duidelijker waarover de discussie eigenlijk gaat, althans zou moeten gaan.

3.1 Het doel van de vennootschap als juridisch instrument

De onderneming en in het verlengde daarvan de vennootschap spelen een belangrijke rol in de economie. Over de historie en opkomst van de 'uitvinding' van de vennootschap als juridisch instrument om ondernemerschap te bevorderen is veel geschreven.⁵¹ Voor deze bijdrage zijn twee punten in het bijzonder van belang, waarbij ik mij vooral baseer op de Engelse en Amerikaanse theoretische literatuur. De eerste gaat over

43 Zie vergelijkbaar onder verwijzing naar de Wennex-leer Assink & Timmerman 2019. Zie verder ook overigens wel, maar vooral met een signaleeringsfunctie Assink & Timmerman 2019; M. Olaerts, Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?, Ondernemingsrecht 2017/113; H.M. Vletter-van Dort, De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?, Ondernemingsrecht 2018/45. Verder gaat Garcia Nelen, die tot een volwaardig andere stakeholdergovernance komt op basis van een consequente toepassing van het *stakeholder model* (S.B. Garcia Nelen, De beursvennootschap, corporate governance en strategie, Deventer: Wolters Kluwer 2020).

44 In dit verband kan in het bijzonder worden gewezen op de herziening van de Aandeelhoudersrichtlijn (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). Daarin wordt o.m. de rol van de aandeelhouders bij het bezoldigingsbeleid vergroot. Het belang van aandeelhouders wordt ook in de considerans onder 14 van deze richtlijn benadrukt: 'Effective and sustainable shareholder engagement is one of the cornerstones of the corporate governance model of listed companies, which depends on checks and balances between the different organs and different stakeholders. Greater involvement of shareholders in corporate governance is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of companies, including as regards environmental, social and governance factors, in particular as referred to in the Principals for Responsible Investment, supported by the United Nations.'

45 Zie over deze tegengestelde bewegingen ook B. Elion, De herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Nederland, MvO 2018, afl. 1-2, p. 10-19. Het verdient daarbij overigens opmerking dat deze tegengestelde beweging niet zozeer speelt bij besloten samenwerkingsverbanden binnen kapitaalvennootschappen, getuige ook de flexibilisering van de BV in 2012, maar vooral bij beursvennootschappen.

46 Zoals thans neergelegd in art. 2:114b BW.

47 Art. 2:114a BW. Per 1 juli 2013 werd de drempel voor het agenderingsrecht verhoogd van 1% naar 3% of een beurswaarde van ten minste EUR 50 miljoen. De reden die hiervoor werd gegeven, is dat met het agenderingsrecht een grote stempel op de algemene vergadering kan worden gedrukt en dat dit slechts gerechtvaardigd is als de aandeelhouder 3% van de aandelen houdt.

48 HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 m.nt. P. van Schilfgaarde (Boskalis/Fugro); Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel); Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, JOR 2017/260 m.nt. R.G.J. Nowak (AkzoNobel).

49 Dit kan mede verband houden met het feit dat de aandeelhouders onder Nederlands recht hun eigen belang mogen behartigen, waardoor het vennootschappelijk belang – en in het verlengde daarvan het beleid en de strategie van de vennootschap – niet veilig is bij de aandeelhouders. Zie vergelijkbaar M.J. Kroeze, De functies van het vennootschappelijk belang, RMThemis 2019, afl. 5, p. 178 (hierna: Kroeze: 2019a); M.J. Kroeze, De functies van het vennootschappelijk belang, in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz (red.), De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 3.

50 Dit is een nadeel dat vooral door (rechts)economen veelvuldig wordt benadrukt als het gaat over *pluralistic stakeholderism*. Zie o.m. Bebchuk & Tallarita 2020, p. 26-27; A.A. Berle, For whom are managers trustees? A note, Harvard Law Review (45) 1932, p. 1365-1372; M. Jensen, Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, Business Ethics Quarterly (12) 2002, afl. 2, p. 235-256; H. Hansmann & R.H. Kraakman, The end of history of corporate law, Georgetown Law Journal 2001, afl. 2, p. 448; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, The economic structure of corporate law, Cambridge, MA: Harvard University Press 1991, p. 38. Ik ga hier in par. 3.2.2.1 nader op in.

51 Zie bijv. voor een grondig overzicht J.M. de Jongh, Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief (IVOR nr. 94; diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2014; A.M. Fleckner, Antike Kapitalvereinigungen: ein Beitrag zu den konzeptionellen und historischen Grundlagen der Aktiengesellschaft, Köln/Weimar/Wien: Böhlau 2010; H. Wells (red.), Research Handbook on the History of Corporate and Company Law, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2018.

de bewustwording dat de vennootschap een instrument is dat door de maatschappij aan de gebruikers van de vennootschap ter beschikking wordt gesteld. De heersende opvatting is dat de moderne vennootschap vijf kernkarakteristieken heeft, zijnde:

1. rechtspersoonlijkheid;
2. beperkte aansprakelijkheid;
3. overdraagbaarheid van aandelen;
4. een gedelegeerd management met een bestuursstructuur; en
5. economisch eigendom door de aandeelhouder.⁵²

Deze karakteristieken spelen een belangrijke rol bij het succes van de vennootschap als juridisch instrument. Doordat de vennootschap rechtspersoonlijkheid heeft, wordt zij in veel opzichten beschouwd als een echte persoon.⁵³ Zo kan de rechtspersoon evenals natuurlijke personen rechtshandelingen verrichten. Daarnaast maakt de beperkte aansprakelijkheid het beter mogelijk voor aandeelhouders om risicodragend kapitaal te investeren⁵⁴ en aandelen over te dragen.⁵⁵ De vennootschap kan dit, ook vanwege het systeem van vertegenwoordiging en het feit dat vennootschappen aandelen in elkaar kunnen houden en daarmee groepen kunnen vormen, bovendien op grote schaal uitvoeren. Dit maakt het mogelijk om met vennootschappen omvangrijke ondernemingen te creëren en in stand te houden. Zonder de door de maatschappij gefaciliteerde rechtspersoonlijkheid zou dat – denk ik – moeilijk op dezelfde schaal te verwezenlijken zijn. Daarnaast zorgt de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders ervoor dat het aantrekkelijk wordt om te investeren en dat aandelen eenvoudiger verhandelbaar zijn, en de beperkte aansprakelijkheid van bestuurders ervoor dat zij verantwoorde risico's durven te nemen. Beide aspecten zijn essentieel voor het goed functioneren van de vennootschap binnen de (mondiale) economie. Dit wordt ook al lange tijd erkend, getuige een artikel in de *Economist* uit 1926:

‘Economic historians of the future may assign to the nameless inventor of the principle of limited liability, as applied to trading corporations, a place of honor with Watt and

Stephenson, and other pioneers of the industrial revolution. The genius of these men produced the means by which man's command of natural resources has multiplied many times over; the limited liability company the means by which huger aggregations of capital required to give effect to their discoveries were collected, organized and efficiently administered.⁵⁶

Deze karakteristieken heeft de vennootschap echter niet zomaar; ze bestaan omdat de wetgever – en in het verlengde daarvan de maatschappij – aan vennootschappen die karakteristieken toekent door middel van een rechtssysteem en als onderdeel daarvan een wettelijke regeling. Daarnaast profiteren vennootschappen van sociale middelen die door de maatschappij beschikbaar worden gesteld, zoals goed opgeleide werknemers en infrastructuur.⁵⁷ Deze voorrechten krijgt de vennootschap logischerwijs alleen als dit ook dienstig is aan de maatschappij en niet alleen aan degenen die het instrument van de vennootschap hanteren. Met andere woorden, de maatschappij geeft de ondernemer het juridische instrument en de middelen voor een efficiënte welvaartsvoorziening voor zowel de maatschappij als de ondernemer.⁵⁸ Hier komt de gedachte van de *license to operate* vandaan; de maatschappij geeft de ondernemer een ‘vergunning’ om met de vennootschap te ondernemen.⁵⁹ Hieruit volgt dat alle betrokkenen bij de vennootschap belang hebben bij de vennootschap als juridisch instrument voor het genereren van sociale welvaart. Economen – met een utilitaristische achtergrond⁶⁰ – zetten dit om in de gedachte dat vennootschappen onder aan de streep welvaart moeten creëren, zo nodig door de welvaartsstijging voor bepaalde belanghebbenden bij de vennootschap af te zetten te

⁵⁶ *Economist*, 18 december 1926.

⁵⁷ Zie N. Hsieh e.a., *The social purpose of corporations*, *Journal of the British Academy* (6) 2018, afl. s1, p. 58.

⁵⁸ A.J.A.J. Eijsbouts & B. Kemp, *Over maatschappelijk verantwoord ondernemen, waardecreatie, ondernemingsrecht en vennootschappelijk belang*, *TvOB* 2012, afl. 5, p. 122. Als het goed gaat, realiseert de onderneming ook die welvaart, hetgeen juist weer goed is voor de maatschappij. Dat dit al lange tijd wordt geaccepteerd, blijkt ook uit een uitspraak uit 1809 van de Supreme Court van Virginia, waarin door Judge Spencer Roane werd overwogen: ‘If the business applicants’ object is merely private or selfish; if it is detrimental to, or not promotive of, the public good, they have no adequate claim upon the legislature for the privileges [of chartering].’ Zie J. Mender & E. Goldsmith, *The case against the global economy*, San Francisco, CA: Sierra Club 1996, p. 378-379; M. Horwitz, *The transformation of American law, 1780-1860*, Cambridge, MA: Harvard University Press 1977, p. 112, met verwijzing naar: *Currie's Admin. v Mutual Ass. Soc.*, 4 H & M 315, 347-48 (Va. 1809).

⁵⁹ Zie hierover ook T. Donaldson, *Corporations and morality*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall Inc. 1982; T. Donaldson & T. Dunfee, *Ties that bind. A social contracts approach to business ethics*, Cambridge, MA: Harvard Business Press 1999. Zie verder ook SER 2000/11, *De winst van waarden*, p. 31: ‘De onderneming zoekt in de samenleving bevestiging voor de uitoefening van haar kernfuncties; de samenleving verstaat de onderneming ruimte en erkenning – de licentie to operate – wanneer in bevredigende mate aan de maatschappelijke verwachtingen wordt voldaan.’

⁶⁰ Clark 1986, p. 677.

⁵² J. Armour e.a., *What is corporate law?*, in: R.H. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 5 e.v. Zie eerder ook al vergelijkbaar R.C. Clark, *Corporate law*, Boston: Little, Brown and Company 1986, p. 2 e.v.

⁵³ Een interessante vraag die in deze bijdrage verder niet aan de orde komt, is of rechtspersonen op dezelfde manier als natuurlijke personen een beroep kunnen doen op grondrechten. Vooral in de Verenigde Staten wordt hierover geprocedeerd. Dit leidt soms tot controversiële uitkomsten, zoals in de Hobby Lobby-zaak, waar de US Supreme Court – samenvattend – bepaalde dat een vennootschap kon worden vrijgesteld van wetgeving omdat haar aandeelhouders een bepaalde geloofsovertuiging hadden (*Burwell v Hobby Lobby*, 573 U.S. 682 (2014)). Zie voor een interessante uiteenzetting over de lange historie van deze discussie A. Winkler, *We the corporations. How American businesses won their civil rights*, Londen/New York: Liveright Publishing Corporation 2018.

⁵⁴ E. Posner, *Economic analysis of the law*, New York: Aspen Law & Business 2014, p. 432.

⁵⁵ S.M. Bainbridge & M.T. Henderson, *Limited liability: A legal and economic analysis*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2016, p. 44 e.v.

gen het welvaartsverlies van andere belanghebbenden.⁶¹ Zie ik het goed, dan is internationaal vrij algemeen aanvaard dat de vennootschap sociale welvaart voor de maatschappij als geheel moet creëren.⁶² Een andere – en lastigere – vraag is hoe de governance van een vennootschap moet worden ingericht om die welvaart zo goed mogelijk te realiseren. Daarop ga ik in paragraaf 3.2 in.

Lange tijd – en dit is het tweede punt – was die *license to operate* ook in materieelrechtelijke zin prominent aanwezig. Zo werden de eerste kapitaalvennootschappen,⁶³ zoals de Verenigde Oostindische Compagnie (VOC) en haar Britse evenknie de East India Company, bij octrooi/*charter* opgericht.⁶⁴ Zij kregen letterlijk van de overheid het recht toegekend om op een bepaald terrein te ondernemen. Deze vorm van een concessiesysteem werd ook ingevoerd bij de Code Napoléon en in navolging daarvan in het Wetboek van Koophandel 1838 en het Burgerlijk Wetboek (1976).⁶⁵ De oorspronkelijke gedachte daarachter was het waarborgen van concurrentie en bescherming van aandeelhouders.⁶⁶ Een vennootschap kon pas worden opgericht nadat de keizer, later de koning en nog later het Ministerie van Justitie een bewilliging (later verklaring van geen bezwaar) had afgegeven, totdat dit uiteindelijk in 2001 werd afgeschaft.⁶⁷ Gaandeweg is in dit concessiesysteem de band tussen de vennootschap en de maatschappij ver-

slapt. Waar eerst de oprichting van vennootschappen nog sterk gerelateerd was aan het bereiken van bepaalde maatschappelijke doelen,⁶⁸ is dit in de loop van de negentiende en twintigste eeuw sterk verminderd.⁶⁹ Op dit moment worden er in het materiële recht bij oprichting eigenlijk geen noemenswaardige eisen gesteld aan het maatschappelijke doel van de vennootschap⁷⁰ en vanuit de maatschappij komen er geluiden op dat de balans tussen de toegevoegde waarde van ondernemingen voor de maatschappij ten opzichte van de waarderealitatie voor aandeelhouders en de vennootschapsleiding te ver naar de laatstgenoemden is doorgeslagen.⁷¹ Onvrede hierover en over het functioneren van grote multinationale ondernemingen in het algemeen heeft het idee gevoed dat het sociale contract tussen ondernemingen en de maatschappij moet worden hernieuwd. Dit komt onder meer terug in de hierboven aangehaalde Franse wetgeving (de Loi PACTE) en het voorstel van de 25 hoogleraren ondernemingsrecht, waarin vennootschappen worden uitgenodigd hun maatschappelijke doel te verankeren. Ook speelt het een rol bij de ‘purpose’-beweging, zoals gepreikt door onder meer de eerdergenoemde Colin Mayer. Hij betoogt in een aantal publicaties, waaronder de boeken *Firm commitment* en *Prosperity*,⁷² dat het doel van de vennootschap (de ‘purpose’) weer meer centraal moet komen te staan en dat dit doel gericht moet zijn op het realiseren/producteren van winstgevendende oplossingen voor proble-

61 P. Bolton, M. Becht & A. Roell, Corporate governance and control, in: G.M. Constantinides, M. Harris & R. Stulz, Handbook of the economics of finance, Amsterdam: Elsevier 2003, vol. 1, p. 1-109; M. Magill, M. Quinzil & J. Rochet, A theory of the stakeholder corporation, *Econometrica* (83) 2015, p. 1685. Zie verder ook R.J. Gilson, From corporate law to corporate governance, in: J.N. Gordon & W.F. Ringe, Oxford handbook of corporate law and governance, Oxford: Oxford University Press 2018, p. 17 en 24. Het gaat dan dus, volledigheidshalve, om een Kaldor-Hicks-efficiëntie, waarbij ten minste één belanghebbende in zodanige mate meer welvaart geniet dat hij met die welvaartsstroom het welvaartsverlies van anderen kan compenseren. Zie hierover verder B.C.J. van Velthoven & P.W. van Wijck, Recht en efficiëntie, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 14-25.

62 Zie ook nog J.E. Parkinson, Corporate power and responsibility. Issues in the theory of company law, Oxford: Clarendon Press 1993, p. 41 e.v.

63 De VOC gaf volgens Van der Heijden voor het eerst duidelijk gestalte aan de rechtsfiguur die later de NV is geworden (E.J.J. van der Heijden, de ontwikkeling van de n.v. in Nederland voor de codificatie, Utrecht: Van der Vecht 1908). Hij wees daarbij mede naar: K. Lehmann, De geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de commerce, Berlin: Julius Sittenfeld 1895. Van Brakel, die in hetzelfde jaar als Van der Heijden promoveerde op een vergelijkbaar onderwerp, gaat nog iets verder terug en wijst naar de in 1594 opgerichte Compagnie van Verre als de eerste NV (S. van Brakel, Bijdrage tot de geschiedenis der naamloze vennootschap, Rechtsgeleerd Magazijn 1912, p. 261).

64 Zie over beide rechtsvormen o.m. E. Gepken-Jager, G. van Solinge & L. Timmerman (red.), VOC 1602-2002, 400 years of company law, Deventer: Kluwer 2005.

65 Wat overigens niet betekende dat er geen discussie over was. Op verschillende momenten, waaronder rond de introductie van het Wetboek van Koophandel 1838 en de wijziging van de wettelijke regeling voor de naamloze vennootschap, is uitgebreid discussie gevoerd over het nut en de noodzaak van preventief toezicht. Zie hierover De Jongh 2014, p. 186 e.v.

66 J.M. de Jongh, Twee eeuwen tegenstrijdig belang (oratie Rotterdam), Den Haag: Boom juridisch 2019, p. 17.

67 Zie hierover Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/29; W. Bosse e.a., Statuten zonder bezwaar, Den Haag: Sdu Uitgevers 2002.

68 Zo werden in de periode 1780 tot 1801 in de Verenigde Staten 317 vennootschappen opgericht, waarbij ongeveer twee derde betrekking had op transport, 20% banken of verzekeraars waren, 10% zich richtte op lokale openbare diensten en slechts minder dan 4% op algemene ondernemingsactiviteiten (J. Hurst, The legitimacy of the business corporation in the law of the United States, 1780-1970, Charlottesville: The University Press of Virginia 1970).

69 Zie hierover L. Timmerman, De toekomst van corporate governance, in: C.D.J. Bulten e.a., Corporate governance en de rol van het vennootschappelijk belang, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 163. Verder ook L. Davoudi, C. McKenna & R. Olegario, The historical role of the corporation in society, *Journal of the British Academy* (6) 2018, afl. s1, p. 17-47. Zij wijzen op twee interessante ontwikkelingen. Ten eerste op de ontwikkeling in de negentiende eeuw waarbij jurisdicties hun wetgeving aanpassen om de vennootschap meer algemeen toegankelijk te maken voor ondernemers, waarbij de nadruk op de maatschappelijke toegevoegde waarde verder wordt losgelaten. Ten tweede wijzen zij op uitspraken van Engelse en Amerikaanse rechters die op grond van de *ultra vires*-leer het moeilijker maken voor vennootschappen om een sociaal-maatschappelijke rol te spelen, bijv. door goede doelen te steunen. Zie bijv. *Hutton v West Cork Railway Co* (1883) 23 Ch D 654; *Dodge v Ford Motor Company* 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (Mich. 1919); *Steinway v Steinway and Sons* (1896), *Worthington v Worthington* (1905); *Brinson Railroad v Exchange Bank et al.* (1915).

70 De vraag in hoeverre – in het bijzonder voor multinationals – sprake is van een maatschappelijke zorgplicht komt in deze bijdrage verder niet aan de orde. Op dit vlak zijn echter wel allerlei interessante ontwikkelingen gaande, zoals de veelbesproken Shell-uitspraak van de rechtbank Den Haag (Rb. Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337).

71 In dit kader is het aardig te wijzen op de Veracity Index, waarin het vertrouwen van (Britse) mensen in bepaalde beroepen wordt getoetst. *Business leaders* scoorden daar slechts 33%, net boven makelaars en professionele voetballers. Gelukkig scoren hoogleraren aanzienlijk hoger. Zie www.ipsos.com/ipsos-mori/en-uk/ipsos-mori-veracity-index-2020-trust-in-professions.

72 C. Mayer, *Firm commitment*, Oxford: Oxford University Press 2015; C. Mayer, *Prosperity: Better business makes the greater good*, Oxford: Oxford University Press 2018.

men van personen en de maatschappij. De belangen van aandeelhouders zijn daarbij ondergeschikt aan het realiseren van het door de vennootschap gestelde doel. Mayer stelt daarbij dat het niet wenselijk is om de rechten en bevoegdheden van aandeelhouders meer te beschermen, maar stelt voor om het onderscheid tussen (economisch) ‘eigendom’ en bestuurderscontrole (*management control*) verder te versterken en meer focus te leggen op de zorgplicht van bestuurders ten opzichte van aandeelhouders. Dit lijkt enigszins op het in de van oorsprong Amerikaanse literatuur gesignaleerde ‘trustee model’.⁷³

3.2 Een goede inrichting van de governance van de vennootschap

Een opvolgende vraag is hoe de governance van een vennootschap moet worden ingericht om die welvaart zo goed mogelijk te realiseren. Zie ik het goed, dan beginnen hier de opvattingen echt verder uiteen te lopen. Samenvattend zijn er twee hoofdstromen⁷⁴ en daarbinnen een aantal substromen. De hoofdstromen zijn (a) het *shareholder model* en (b) het *stakeholder model/stakeholderism*.⁷⁵ Een groot deel van de aanhangers van beide stromen gaat ervan uit dat de vennootschap er is om sociale waarde te creëren, maar zij verschillen van mening over welke governancestructuur die waarde zo goed mogelijk kan realiseren.

3.2.1 Het *shareholder model*

Aanhangers van het *shareholder model* verdedigen dat deze sociale waarde voor de maatschappij het beste kan worden gecreëerd door in het vennootschapsrecht te bepalen dat de vennootschap en in het verlengde daarvan het bestuur zich dienen te richten op het belang van de aandeelhouders. Daarbij wordt geleund op het feit dat de aandeelhouders degenen zijn die voor waardemaximalisatie van hun belang het meest afhankelijk zijn van het functioneren van de vennootschap; de aandeelhouder is de *residual claimant*. Om dit argument goed te begrijpen is het nodig kort stil te staan bij de rechtseconomische gedachten achter dit argument.⁷⁶

De theorie van de aandeelhouder als *residual claimant* ligt in het verlengde van de gedachte dat de vennootschap moet worden beschouwd als een *nexus of contracts*, een web van contracten.⁷⁷ Het idee van de vennootschap als een web van contracten heeft tot doel een normatief kader te creëren om de verhoudingen tussen de verschillende actoren verder uit te werken, het gaat niet om een overeenkomst in privaatrechtelijke zin. Het uitgangspunt in dit normatief kader is contractsvrijheid; partijen mogen zelf uitonderhandelen hoe de samenwerking wordt vormgegeven. Het ondernemingsrecht biedt daarbij een standaardovereenkomst, het ‘model’, waar partijen vervolgens aanpassingen op kunnen maken.⁷⁸ Deze contracten zijn echter nooit compleet, omdat het niet praktisch uitvoerbaar is om voor alle mogelijke omstandigheden afspraken te maken. Een partij moet de bevoegdheid (de *residual power*) hebben om in situaties waarin het contract niet voorziet te beslissen.

Op het concept van de vennootschap als *nexus of contracts* is de theorie van de aandeelhouder als *residual claimant* vormgegeven. De gedachte is dat de aandeelhouder in een bijzondere (normatieve) contractuele relatie tot de vennootschap staat, die afwijkt van de relatie van de vennootschap met andere contractspartijen, zoals werknemers, obligatiehouders en leveranciers.⁷⁹ Het contract van de aandeelhouder is een minder ‘vaste’ overeenkomst, er is geen sprake van een afdwingbare verdeling tegenover de prestatie van het inbrengen van kapitaal. Feitelijk betekent dit dat aandeelhouders recht hebben op de winst van de vennootschap, althans mogen bepalen wat daarmee gebeurt. De keerzijde hiervan voor de aandeelhouder is het risico dat de vennootschap slecht presteert; gaat de vennootschap failliet, dan staan de aandeelhouders achteraan in de rij. De implicatie van dit bijzondere contract tussen de aandeelhouders en de vennootschap is dat de aandeelhouders het meest afhankelijk zijn van de prestaties van de aan de vennootschap verbonden onderneming.⁸⁰

⁷³ Hansmann & Kraakman 2001.

⁷⁴ Overigens zijn er in de internationale literatuur ook nog verschillende andere modellen geïdentificeerd, zoals het managergeoriënteerde model, het arbeidgeoriënteerde model en het staatgeoriënteerde model (zie Hansmann & Kraakman 2001), maar ik beperk mij tot de twee voornoemde modellen, die op dit moment in de discussie dominant zijn.

⁷⁵ Ik realiseer mij daarbij dat verschillende auteurs ook verschillende gedachten hebben over wat die stromingen precies inhouden, en er dus in zoverre niet zoiets is als ‘het’ *shareholder model* en ‘het’ *stakeholder model*. Niettemin behandel ik deze stromingen voor het doel van deze bijdrage enigszins generiek, waarbij ik als uitgangspunt neem dat het *shareholder model* veronderstelt dat de vennootschap zich moet richten op het belang van de gezamenlijke aandeelhouders bij hun aandelenbelang en het *stakeholder model* veronderstelt dat de vennootschap zich moet richten op het belang van alle belanghebbenden bij de vennootschap.

⁷⁶ Zie hierover in de Nederlandse literatuur o.m. De Jongh 2014, par. 9.1; E.C.H.J. Lokin, De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 7.1; en het meest gedetailleerd: F. Overkleef, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, hoofdstuk 4.

⁷⁷ Zie hiervoor M.C. Jensen & W.H. Meckling, The theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 1976, p. 305-360. Zij bouwden voort op o.m. het werk van Coase (R.H. Coase, The nature of the firm, *Economica* (4) 1937, afl. 16, p. 386-405) en Alchian en Demsetz (A.A. Alchian & H. Demsetz, Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review* (62) 1972, p. 777-795).

⁷⁸ Overkleef 2017, p. 189.

⁷⁹ Easterbrook & Fischel 1991, p. 67-68.

⁸⁰ Easterbrook en Fischel vatten dit in hun standaardwerk *The economic structure of corporate law* als volgt samen: ‘Shareholders are the residual claimants to the firm’s income. Creditors have fixed claims and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders whose claims stand last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. (...) [M]anagers’ knowledge that they are being monitored by those who have the right incentives (...) leads managers to act in shareholders’ interests in order to advance their own careers and to avoid being ousted’ (Easterbrook & Fischel 1991, p. 67-68).

Dat aandeelhouders *residual claimants* zijn, maakt het op zichzelf overigens nog niet efficiënt voor de vennootschap om zich op het belang van de aandeelhouders te richten en hun zeggenschap te geven. Anders gezegd, het aandeelhoudersbelang op zichzelf zou niet het uiteindelijke doel moeten zijn. Dat begrijpen ook voorstanders van de *residual claimant*-theorie. Zij betogen dat, omdat de aandeelhouder *residual claimant* is, maximalisatie van aandeelhouderswaarde het meest efficiënt is voor de maatschappij.⁸¹ De hiervoor aangevoerde argumentatie is tweeledig. Ten eerste zijn de andere contractanten binnen de vennootschap ook gebaat bij maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Aandeelhouders krijgen immers pas iets nadat iedereen voor hen in de rij (werknemers, leveranciers, crediteuren enzovoort) is voldaan. Dit sluit aan bij de gedachte dat een succesvolle onderneming goed is voor alle betrokkenen.⁸² Het tweede punt heeft te maken met verantwoordelijkheid. De vennootschap is er weliswaar om de gezamenlijke welvaart te maximaliseren, maar het is lastig – zo niet onmogelijk – om bestuurders ter verantwoording te roepen wanneer zij meerdere belangen mogen behartigen.⁸³ Dit probleem kan worden verkleind door het aandeelhoudersbelang centraal te stellen. Dan dient het bestuur zich maar op één belang te richten en kan het op basis van dat ene belang verantwoordelijk worden gehouden door degenen wier belang het bestuur moet behartigen.

3.2.1.1 Een optimale bevoegdheidsverdeling op grond van het shareholder model

Onder het *shareholder model* wordt ervan uitgegaan dat aandeelhouders de meeste baat hebben bij het maximaliseren van de waarde van de vennootschap en dus kwalificeren als de *residual claimants*. Op grond hiervan wordt betoogd dat het goed is om aandeelhouders de beslissingsmacht binnen de vennootschap te geven: zij moeten de *residual power* hebben die voortvloeit uit de incomplete contracten.⁸⁴ Het is echter niet werkbaar om aandeelhouders alles te laten beslissen. Ten eerste zijn aandeelhouders vaak onvoldoende competent, hetgeen juist de reden is dat zij bestuurders benoemen die de vennootschap en de met haar verbonden onderneming gaan besturen voor de aandeelhouders.⁸⁵ Ten tweede is het veelal te kostbaar als aandeelhouders iedere beslissing binnen de ven-

nootschap moeten nemen. Er moet dan immers een aandeelhoudersvergadering worden bijeengeroepen en aandeelhouders moeten zich laten informeren over de onderwerpen waarover gestemd moet worden. Om deze kosten te verlagen delegeren de aandeelhouders bepaalde bevoegdheden aan de vennootschapsleiding.⁸⁶ De aandeelhouders behouden alleen de belangrijkste bevoegdheden, zoals het stemmen over benoeming en ontslag van bestuurders, het wijzigen van de statuten en het vaststellen van de jaarrekening. Die bevoegdheden zijn een middel voor de aandeelhouders om toezicht te houden op het bestuur en ervoor te zorgen dat het bestuur in het belang van de aandeelhouders blijft handelen, in plaats van in het belang van de bestuurders zelf.⁸⁷

3.2.1.2 Principal costs theory

Een visie op deze kostenverdeling – de zogenoemde *principal costs theory*⁸⁸ – is dat de corporate governance van een specifieke onderneming zo moet worden ingericht dat de vennootschap haar totale *control costs* minimaliseert. De *control costs* zijn de kosten verbonden aan het uitvoeren van controle over de vennootschap door de *principals* (de aandeelhouders) en de *agents* (de bestuurders). Aan beide kanten, dus de aandeelhouders en de bestuurders, kunnen deze kosten worden opgedeeld in zogenoemde *competence costs*, zijnde *agent competence costs* en *principal competence costs*, en *conflict costs*, zijnde *agent conflict costs* en *principal conflict costs*. *Competence costs* zijn de kosten verbonden aan het maken van oprechte fouten. Deze kosten zijn hoger wanneer degene die de controle uitoefent minder expertise en informatie heeft, en zullen dalen als diegene zich (beter) laat voorlichten en/of zijn expertise verbetert. De kosten kunnen ook dalen door de controle over te dragen aan iemand die meer expertise heeft. Dat is de reden dat aandeelhouders controle over de vennootschap voor een groot deel delegeren aan bestuurders.⁸⁹ Zij hebben meer expertise en zijn beter geïnformeerd over het functioneren van de vennootschap. Het delegeren van controle door aandeelhouders aan bestuurders verlaagt dus in principe de *competence costs* als onderdeel van de *control costs*. Echter, tegelijkertijd leidt het delegeren van controle tot de klassieke *agency costs*. Doordat de aandeelhouders bevoegdheden delegeren aan een beter geïnformeerde vennootschapsleiding, heeft de bestuurder een prikkel om opportunistisch in zijn eigen belang te handelen in plaats van in het belang van de aandeelhouders, terwijl het met

81 J.E. Fisch, Measuring efficiency in corporate law: The role of shareholder primacy, *Journal of Corporation Law* (31) 2005, p. 637 en 656-658; M.J. Roe, The shareholder wealth maximization norm and industrial organization, *University of Pennsylvania Law Review* (149) 2000, p. 2063; Hansmann & Kraakman 2001, p. 441.

82 Easterbrook & Fischel 1991, p. 38.

83 Berle 1932; Jensen 2001; Hansmann & Kraakman 2001, p. 448. Easterbrook en Fischel leggen dit als volgt uit: '(...) a manager told to serve two masters (a little for the equity holders, a little for the community) has been freed of both and is answerable to neither. Faced with a demand from either group, the manager can appeal to the interest of the other. Agency costs rise and social wealth falls. Far better to alter incentives by establishing rules that attach prices to acts (such as pollution and layoffs) while leaving managers free to maximize the wealth of the residual claimants subject to the social constraints' (Easterbrook & Fischel 1991, p. 38).

84 F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, Voting in corporate law, *Journal of Law & Economics* (26) 1983, p. 395 en 410.

85 Clark 1986, p. 23.

86 Clark 1986, p. 23-24.

87 Zie hierover R.H. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 11-12 en 49 e.v.

88 Z. Goshen & R. Squire, Principal costs: A new theory for corporate law and governance, *Columbia Law Review* (117) 2017, p. 767. Zij merken op dat zij hun theorie mede baseren op het onderzoek van anderen. De toegevoegde waarde van hun publicatie zit in het feit dat zij de verschillende onderzoeken/theorieën bij elkaar brengen en tot een compleet overzicht komen van de componenten die onderdeel zijn van *control costs* (zie p. 772).

89 Goshen & Squire 2017, p. 786; L. Stout, The economic nature of the corporation, in: F. Parisi (red.), *The Oxford handbook of law and economics. Volume II: Private and commercial law*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 341.

het oog op waardemaximalisatie wenselijk is dat bestuurders zich volledig richten op het aandeelhoudersbelang. Over deze *principal-agent costs*, door Goshen en Squire aangeduid als *agent conflict costs*,⁹⁰ is veel geschreven. Naast *agent conflict costs* bestaan er ook *principal conflict costs*. Deze kosten zijn het gevolg van aandeelhouders die hun eigen privébelang boven het objectieve belang van de gezamenlijke aandeelhouders stellen.⁹¹ Dit kan onder meer het gevolg zijn van een andere investeringshorizon,⁹² *empty voting*⁹³ en concurrerende andere belangen van de aandeelhouder.⁹⁴ Het verlagen van *principal costs* verhoogt de *agent costs* en andersom. Ervan uitgaande dat partijen minimale kosten belangrijk vinden, ligt de optimale governance voor een specifieke vennootschap op het punt waar de som van de *principal costs* en *agent costs* zo laag mogelijk is.⁹⁵ Dit is een argument voor een flexibel vennootschapsrecht, waar de betrokkenen bij de vennootschap zelf de bevoegdheidsverdeling kunnen vormgeven.

3.2.1.3 Geven aanhangers van het shareholder model niets om andere stakeholders?

De gedachten beschreven in paragraaf 3.2.1 en 3.2.1.1 verklaren waarom in het *shareholder model* de vennootschapsleiding zich moet richten op het belang van de aandeelhouders en waarom aandeelhouders belangrijke zeggenschapsrechten hebben.⁹⁶ Maar hoe zit het dan met de belangen van andere stakeholders van de vennootschap? Zijn de aanhangers van het *shareholder model* harteloze mensen die niets geven om de belangen van bijvoorbeeld werknemers en het milieu, en vinden zij dat alle waarde naar de aandeelhouders moet? Het antwoord hierop is – in algemene zin – ‘nee’ en het hierboven gemaakte onderscheid tussen het doel van de vennootschap en de beste governance om dat doel te verwezenlijken helpen hierbij. Veel aanhangers van het *shareholder model* wijzen erop dat het belangrijk is om de belangen van stakeholders te beschermen,⁹⁷ maar dat dit niet door middel van het vennoot-

schapsrecht zou moeten plaatsvinden.⁹⁸ De belangen van stakeholders zouden moeten worden beschermd door middel van andere publiek- en privaatrechtelijke regelgeving, zoals arbeidsrecht, faillissementsrecht en milieurecht. Binnen de vennootschap zou de vennootschapsleiding zich moeten richten op het belang van de aandeelhouders, omdat daarmee de meeste sociale welvaart wordt gerealiseerd. Het ondernemingsrecht zou in het verlengde hiervan erop gericht moeten zijn om ervoor te zorgen dat de vennootschapsleiding zich volledig richt op het creëren van aandeelhouderswaarde, zolang zij zich maar aan de wettelijke regels houdt die andere belanghebbenden beschermen. Daarbij past ook het toekennen van belangrijke zeggenschapsrechten aan aandeelhouders, die daarmee hun *residual claim* kunnen beschermen en ervoor kunnen zorgen dat de vennootschapsleiding zich maximaal inzet voor de aandeelhouders.

3.2.1.4 Schuivende panelen in het shareholder model

Het *shareholder model* was lange tijd de internationaal dominante stroming.⁹⁹ Dit betekent echter niet dat deze stroming in die periode niet aan ontwikkeling en kritiek onderhevig was. Zo is er kritiek op de vraag of de aandeelhouder werkelijk de *residual claimant* is, of dat er ook andere partijen zijn die – tot op zekere hoogte – als zodanig te identificeren zijn.¹⁰⁰ Ook wordt erop gewezen dat aandeelhouders – zeker bij beursvennootschappen – soms helemaal geen *residual claimant* zijn,¹⁰¹ waarbij gedacht kan worden aan *securities lending*¹⁰² en aan situaties waarin de vennootschap in financieel zwaar weer zware verkeert.¹⁰³ Naast deze meer technische kri-

90 Goshen & Squire 2017, p. 793-794.

91 Goshen & Squire 2017, p. 791-792. Op het idee dat er zoiets is als een objectieverd aandeelhoudersbelang is ook wel kritiek. Zie bijv. S.M. Bainbridge, Director primacy and shareholder disempowerment, *Harvard Law Review* (119) 2006, p. 1745, noot 54; L. Stout, The shareholder value myth, San Francisco: Berrett-Koehler Publishers 2012, p. 9. Goshen & Squire 2017 gaan in hun model uit van het *shareholder model*, maar deze *principal conflict costs* zijn nog belangrijker in een *stakeholder model*. Dit licht ik in par. 5.3 nader toe.

92 J.-M. Gaspar, M. Massa & P. Matos, Shareholder investment horizons and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* (76) 2005, p. 135 en 138.

93 H.T.C. Hu & B. Black, The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Southern California Law Review* (79) 2006, p. 811, 816-817 en 894.

94 Denk hierbij aan de aandeelhouder die tevens crediteur of werknemer van de vennootschap is.

95 Goshen & Squire 2017, p. 796.

96 J. Armour e.a., The basic governance structure: The interests of the shareholders as a class, in: R.H. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, par. 3.2.1.

97 Zie bijv. Bebchuk & Tallarita 2020, p. 3; Hansmann & Kraakman 2001, p. 3; Clark 1986, p. 18.

98 Zie ook L. Enriques e.a., The basic governance structure: Minority shareholders and non-shareholder constituencies, in: R.H. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 93.

99 Zie in dit verband het ondertussen beroemde artikel van Hansmann (Yale) en Kraakman (Harvard), waarin zij de suprematie van het *standard shareholder-oriented model* verkondigen (Hansmann & Kraakman 2001). Zie hierover verder ook Overkleef 2017, p. 199. Deze opvatting is niet alleen in de Verenigde Staten populair. Ook in het rapport *A modern regulatory framework for company law in Europe* van de High Level Group of Company Law Experts uit 2002 wordt bijv. verwezen naar de aandeelhouders als *residual claimants* (zie G. Ferrarini e.a., *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford: Oxford University Press 2004, annex 3, p. 935 en 975).

100 Zie K. Greenfield, *The failure of corporate law: Fundamental flaws and progressive possibilities*, Chicago: The University of Chicago Press 2006; T. Belinfanti & L. Stout, Contested visions: The value of systems theory for corporate law, *University of Pennsylvania Law Review* (166) 2018, p. 591 e.v.; Stout 2012, p. 39 e.v.; B.S. Black, *Corporate law and residual claimants*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 217, 2001; M.M. Blair, *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington, DC: The Brookings Institution 1995.

101 Zie hierover uitgebreid M.C. Schouten, *The decoupling of voting and economic ownership*, Deventer: Kluwer 2012.

102 Een ander voorbeeld betreft *repurchase agreements* (repo's). Zie voor een uitgebreide beschouwing van beide soorten overeenkomsten Asser/De Serière 2-IV 2017/632 en 636.

103 B. Kemp, De rol en positie van de aandeelhouder bij een kapitaalvennootschap in financiële problemen, *TvOB* 2015, afl. 6, p. 219; M. Olaerts, *Vennootschappelijke beleidsbepaling in geval van financiële moeilijkheden; de positie van bestuurders en aandeelhouders*, Antwerpen/Oxford: Intersentia 2007, p. 38.

tiek op de aandeelhouder als *residual claimant*, is er de kritiek dat het volgen van het *shareholder model* een te scherpe afweging tussen materiële welvaart en sociale orde met zich brengt. De gedachte hierbij is dat naast materiële welvaart door mensen ook veel belang wordt gehecht aan sociale orde. Wil iemand bijvoorbeeld zo goedkoop mogelijk een mobiele telefoon kunnen aanschaffen, dan kan die keuze meebrengen dat ondernemingen stelselmatig op zoek gaan naar de goedkoopste manier om die telefoon te produceren en dus productiefaciliteiten massaal verplaatsen naar landen waar die productie tegen lage kosten kan worden gefaciliteerd.¹⁰⁴ Dit heeft gevolgen voor de werknemers in de landen waar deze telefoon eerst werd geproduceerd. Die werknemer kan zijn baan verliezen of gedwongen worden om te verhuizen naar een ander land, terwijl die werknemer meer waarde hecht aan de mogelijkheid om in zijn goed onderhouden middeleeuwse geboortestad naar zijn werk te kunnen lopen dan zo goedkoop mogelijk een mobiele telefoon te kunnen kopen.¹⁰⁵ Om deze kritiek te ondervangen zijn door sommige auteurs nuances aangebracht op het traditionele *shareholder model*.¹⁰⁶ De bekendste is misschien wel die van het *enlightened shareholder value model*,¹⁰⁷ zoals wettelijk verankerd in Section 172 (1) van de 2006 UK Companies Act¹⁰⁸ en opgenomen in de Italiaanse Corporate Governance Code.¹⁰⁹ Onder dit model moet aandeelhouderswaarde op de lange termijn worden nagestreefd en wordt expliciet erkend dat het daarvoor van belang is om ook de belangen van andere belanghebbenden bij de vennootschap te behartigen. De relatie tussen de vennootschap en haar belanghebbenden is tot op zekere hoogte wederzijds voordelig. Een andere invloedrijke opvatting is die van Hart en Zingales over *shareholder 'welfare' maximization*.¹¹⁰ Zij beargumenteren dat vennootschappen zich weliswaar moeten richten op het be-

lang van de aandeelhouders, maar dat die vennootschappen *shareholder welfare* zouden moeten maximaliseren in plaats van de marktwaarde.¹¹¹ Daarmee doelen de auteurs op het feit dat aandeelhouders niet alleen de geldelijke waarde van hun aandelen van belang zullen vinden, maar ook sociale en ethische zorgen hebben die geadresseerd kunnen (en moeten) worden.

3.2.2 Stakeholder model/stakeholderism

Tegenover het *shareholder model* staat het *stakeholder model*. Hoewel er veel verschillende opvattingen zijn over wat dit model precies inhoudt, houd ik het erop dat in dit model de vennootschap – en in het verlengde daarvan de vennootschapsleiding – zich niet richt op een enkele belanghebbende, zoals de aandeelhouder, maar op de belangen van meerdere belanghebbenden bij de vennootschap. Dit wordt ook wel aangeduid als *pluralistic stakeholderism*.¹¹² Het is aan de vennootschapsleiding om bij haar taakuitoefening de belangen van deze betrokkenen af te wegen. Het aantrekkelijke van het *stakeholder model* is dat het dicht staat bij de gedachte dat de vennootschap er is om de sociale welvaart te verhogen door de belangen van belanghebbenden te verbeteren. Het past ook bij de gedachte dat het rechtvaardig is om de belangen van alle belanghebbenden bij de vennootschap te bevorderen, in plaats van slechts het belang van één belanghebbende. Dit model versterkt derhalve – vanuit de theorie – meer dan het *shareholder model* de sociale legitimiteit van de vennootschap als een door de maatschappij gecreëerde rechtsfiguur,¹¹³ die zo'n belangrijke rol speelt binnen de economie.

Een lichtelijk van het bovenstaande afwijkende variant is dat de vennootschap zich richt op het belang van de vennootschap zelf, welk belang gelegen is in het realiseren van waarde ten behoeve van alle belanghebbenden door zich te richten op die belangen.¹¹⁴ Daarbij richt de vennootschapsleiding zich op het belang van de vennootschap. Deze variant is in mijn ogen inhoudelijk geen wezenlijk andere benadering. Het belang van de vennootschap wordt immers in grote mate nog steeds gevormd door de belangen van de belanghebbenden bij die vennootschap. Wel geeft deze benadering het gevoel van een meer eenduidig richtsnoer, en op het eerste gezicht zit deze ook dichter aan tegen wat de vennootschapsleiding zich in de prak-

104 Zie H. Hansmann & R.H. Kraakman, Reflections on the end of history for corporate law, in: A. Rasheed & T. Yoshikawa (red.), *Convergence of corporate governance: Promise and prospects*, Londen: Palgrave Macmillan 2012, p. 6.

105 Dit is sterk afhankelijk van je perspectief op hoe en waar sociale welvaart moet worden gecreëerd. Easterbrook en Fischel wijzen er juist op dat er bij het verplaatsen van productiefaciliteiten veel aandacht is voor de gemeenschap waaruit de productiefaciliteiten verdwijnen, maar weinig voor de toegevoegde waarde in de gemeenschap waar de productiefaciliteiten naartoe verhuizen (Easterbrook & Fischel 1991, p. 38-39).

106 Er zijn nog vele andere varianten dan die hier worden besproken die in meer of mindere mate aansluiten bij deze theorieën. Zie voor een goed overzicht hiervan Ferrarini 2020.

107 M.C. Jensen, Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly* (12) 2002, p. 235-256.

108 Interessant is dat het Verenigd Koninkrijk in de voorloper van Section 172 de factor arbeid wel een bijzondere positie had gegeven naast de aandeelhouders. In Section 309 UK Companies Act 1985 stond: 'The matters to which the directors of a company are to have regard in the performance of their functions include the interests of the company's employees in general, as well as the interests of its members.' Zie M.T. Moore, *United Kingdom: The scope and dynamics of corporate governance regulation*, in: A.M. Fleckner & K.J. Hopt, *Comparative corporate governance. A functional and international analysis*, Cambridge: Cambridge University Press 2013, p. 932-934.

109 Italiaanse Corporate Governance Code 2020, principe 1.1.

110 O. Hart & L. Zingales, Companies should maximize shareholder welfare not market value, *Journal of Law, Finance, and Accounting* (2) 2017, afl. 2, p. 247-274.

111 Zij zijn overigens – zoals ze zelf ook opmerken – niet de eersten die dit beargumenteren. Zie o.m. E. Elhauge, Sacrificing corporate profits in the public interest, *New York University Law Review* (80) 2005, afl. 3, p. 733-869; J. Graff Zivin & A. Small, A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility, *Topics in Economic Analysis & Policy* (5) 2005, afl. 1, p. 1-19; D. Baron, Corporate social responsibility and social entrepreneurship, *Journal of Economics & Management Strategy* (16) 2007, afl. 3, p. 683-717; R. Bénabou & J. Tirole, Individual and corporate social responsibility, *Economica* (77) 2010, afl. 305, p. 1-19; J. Morgan & J. Tumlison, *Corporate provision of public goods* (Working paper, University of California, Berkeley), 2012; Magill, Quinzii & Rochet 2015.

112 Bechuk & Tallarita 2020.

113 Gilson 2018, p. 17.

114 Hopt 2013, p. 42-43.

tijk zal afvragen, namelijk: wat is het beste voor de onderneming?

3.2.2.1 Uitdagingen in het stakeholder model

Hoewel het *stakeholder model* vanuit de rechtvaardigingsgedachte dus goed te begrijpen is, brengt het een aantal lastige uitdagingen met zich, waarvan ik er hier twee bespreek. Ten eerste vergt het *stakeholder model* dat de vennootschapsleiding bepaalt wie de stakeholders zijn, en moet de vennootschapsleiding vervolgens het belang van deze belanghebbenden duiden en afwegen. Maar wie is een stakeholder? Aangenomen wordt dat dit iemand is wiens belang wordt beïnvloed door de beslissingen die binnen de vennootschap worden genomen.¹¹⁵ Dit is een breed begrip.¹¹⁶ Het zal voor de vennootschapsleiding niet altijd eenvoudig zijn om vast te stellen welke belangen er bij de vennootschap zijn en wie die belangen vertegenwoordigen. Sommige belangen zijn relatief makkelijk te identificeren, zoals aandeelhouders, werknemers, leveranciers en afnemers/consumenten. Moeilijker wordt het al bij maatschappelijke belangen. Het antwoord op de vraag in hoeverre die belangen relevant zijn, kan bovendien (snel) veranderen op basis van maatschappelijke en politieke ontwikkelingen. Eveneens lastig is de vraag in hoeverre vennootschappen rekening moeten houden met de belangen van bijvoorbeeld indirecte ketenpartners. Zijn zij ook een belanghebbende met wie de vennootschap rekening dient te houden, en zo ja, op welke manier? Nog lastiger is de vraag of ook toekomstige belanghebbenden, zoals toekomstige werknemers, moeten worden meegenomen als belanghebbenden. Ook is het voor sommige belangen lastig te bepalen wie de vertegenwoordigers van die belangen zijn. Wie vertegenwoordigt bijvoorbeeld het milieu of de lokale gemeenschap? Voor de kwalificatie van wie als belanghebbenden hebben te gelden, zijn in het materiële recht niet veel aanknopingspunten te vinden.¹¹⁷

Als de vennootschapsleiding heeft bepaald welke belanghebbenden de vennootschap op een gegeven moment heeft, moeten die belangen door de vennootschapsleiding in de uitvoering van haar taken worden gewogen. Ook dit is niet eenvoudig. Hoe moet de vennootschapsleiding bepalen welk gewicht aan een bepaald belang moet worden toegekend? Moet de vennootschapsleiding proberen de belangen van alle betrokkenen in geldelijke waarde uit te drukken? Is dat wel mogelijk? Hoe bepaalt de vennootschapsleiding de geldelijke waarde voor een werknemer om iedere dag op zijn fiets door het histo-

rische centrum van Maastricht naar zijn werk te kunnen fietsen? In de praktijk is het lastig, zo niet onmogelijk, om een precies raamwerk te creëren voor het afwegen van de belangen bij de vennootschap. Dit kan worden ‘opgelost’ door dit raamwerk simpelweg niet precies te maken, maar de afweging over te laten aan de vennootschapsleiding, die daarbij – onder de meeste omstandigheden¹¹⁸ – een bepaalde mate van autonomie moet genieten. Die autonomie wordt echter vanuit de rechtseconomische hoek juist als problematisch beschouwd en brengt mij bij de tweede uitdaging.

Een belangrijk onderdeel van het ondernemingsrecht betreft de vraag hoe effectief toezicht kan worden gehouden op de vennootschapsleiding en dan vooral de (uitvoerend) bestuurders. Hoe wordt ervoor gezorgd dat deze bestuurders het belang van de vennootschap behartigen en zich niet richten op hun eigen belang? In het *shareholder model* wordt getracht om dit op te lossen door – samengevat – bestuurders de taak op te leggen zich te richten op het belang van de aandeelhouders, de aandeelhouders zogenoemde *control rights* te geven waarmee zij hun belangen kunnen waarborgen, en de belangen van bestuurders en aandeelhouders waar mogelijk te verenigen.¹¹⁹ De gedachte is dat de aandeelhouder zijn *control rights* efficiënt zal uitoefenen, omdat hij daarbij een intrinsiek belang heeft.

In het *stakeholder model* is het moeilijker dit toezicht goed vorm te geven. Immers, de vennootschapsleiding moet zich richten op de belangen van alle stakeholders bij de vennootschap en heeft een bepaalde mate van autonomie bij het bepalen en wegen van deze belangen. Wie kan daarop toezicht houden? De aandeelhouders zijn eigenlijk geen voor de hand liggende keuze, aangezien zij zich vooral zullen richten op hun eigen belang. Voor andere specifieke belanghebbenden geldt in wezen hetzelfde probleem als voor de aandeelhouders.

Sommige auteurs stellen voor een ‘algemene vergadering van belanghebbenden’ in te stellen, waarin alle of de belangrijkste

115 Bebchuk & Tallarita 2020, p. 23; R.E. Freeman, *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge: Cambridge University Press 1984, p. 25. Zie ook de definitie van stakeholder in B.A. Garner, *Black’s law dictionary*, New York: Thomson Reuters West 2019.

116 Zie verder voor een overzicht van de discussie over de begrippen stakeholder en belanghebbenden in een Nederlandse context B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 3.8.1 (hierna: Kemp 2015a); Garcia Nelen 2020, par. 5.3.

117 In de Verenigde Staten heeft een aantal staten zogenoemde *constituency statutes* ingevoerd, waarin een aantal belanghebbenden expliciet wordt benoemd. Zie voor een overzicht hiervan Bebchuk & Tallarita 2020, p. 22.

118 Een uitzondering op deze autonomie zou zich kunnen voordoen wanneer één of meer leden van de vennootschapsleiding een eigen belang hebben dat – potentieel – tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap. In die gevallen is de kans groter dat deze leden hun eigen belang nastreven, waardoor meer intensief toezicht gewenst is. Om die reden kennen de meeste jurisdicties regels rondom tegenstrijdig belang en *related party transactions* en wordt in sommige jurisdicties aangenomen dat de rechter het handelen van de vennootschapsleiding onder die omstandigheden meer intensief mag toetsen (zie bijv. onder Nederlands recht A-G Hartlief in zijn conclusie bij de beschikking inzake DeSeizoenen (ECLI:NL:HR:2021:817, randnrs. 3.47-3.49)).

119 Zie ook de verschillende juridische strategieën zoals omschreven in J. Armour, H. Hansmann & R.H. Kraakman, *Agency problems and legal strategies*, in: R.H. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 29-45. Of het inderdaad zo is dat het aandeelhoudersbelang een *single metric focus* geeft aan de vennootschapsleiding wordt echter ook betwist.

belanghebbenden zijn vertegenwoordigd.¹²⁰ In de praktijk wordt dit ook in zoverre toegepast, dat in ieder geval werknemers in bepaalde jurisdicties het recht hebben om leden van de raad van commissarissen voor te dragen of te benoemen en bepaalde instemmingsrechten hebben.¹²¹ Het invoeren van een volwaardige ‘participantenvergadering’ is echter een grote stap en leidt tot complexe vragen. Hoe wordt bepaald welke belanghebbenden in die algemene vergadering worden vertegenwoordigd? Wordt dit bepaald per vennootschap, per sector of in het algemeen? En wie bepaalt dit? Wie gaan bepaalde belanghebbenden vertegenwoordigen, zoals het milieu?¹²² Wordt het milieu vertegenwoordigd door Milieudefensie of Greenpeace (en moeten we dat willen)? En als het al lukt een representatieve vergadering samen te stellen, hoe wordt de besluitvorming dan vormgegeven? Krijgt iedere belanghebbende een stem, en zo ja, is die stem voor alle belanghebbenden gelijk of krijgen werknemers en aandeelhouders een zwaardere stem dan bijvoorbeeld het milieu? Het lijkt mij mede gezien de grote diversiteit aan vennootschappen lastig, zo niet onmogelijk, op deze vragen een goed antwoord te geven en tot een voor

vennootschappen werkbare corporate governance te komen.¹²³

Het gebrek aan een eenduidig richtsnoer voor de vennootschapsleiding dat kan worden gecontroleerd door een ander orgaan van de vennootschap is ook de voornaamste kritiek van juristen en (rechts)economen op het *stakeholder model*. Zij betogen dat het *shareholder model* efficiënt is omdat het de vennootschapsleiding dwingt zich te richten op een belang, het aandeelhoudersbelang. De aandeelhouders kunnen hierop efficiënt toezicht houden, omdat (1) de aandeelhouders in beginsel¹²⁴ intrinsiek gemotiveerd zijn hun belang te maximaliseren, en (2) het beter mogelijk is de prestaties van het bestuur te ‘meten’ als het maar één belang moet behartigen. Vanuit deze gedachte is het logisch dat de vennootschapsleiding verantwoording aflegt aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid.¹²⁵

3.2.2.2 De rol van het eigen belang van de vennootschap

In sommige jurisdicties, waaronder Nederland, wordt het belang van de vennootschap in zekere mate als een zelfstandig eigen belang neergezet.¹²⁶ Ik heb mij afgevraagd of het kwalificeren van het belang van de vennootschap als een eigen belang helpt de hierboven benoemde uitdagingen te ondervangen.¹²⁷ Het kwalificeren van het belang van de vennootschap als een eigen belang geeft meer houvast voor de vraag waarop de vennootschap en in het verlengde daarvan de vennootschapsleiding zich moeten richten, omdat het een eenheid is. Het voelt ook natuurlijkerwijs als datgene waarop de vennootschapsleiding zich dient te richten.¹²⁸ Het eigen belang van de vennootschap als eenheid kan verder worden versterkt door meer nadruk te leggen op het doel (*the purpose*) van de aan de vennoot-

¹²⁰ Zie in een Nederlandse context voor een dergelijk voorstel recent S.B. Garcia Nelen, De participantenvennootschap: gedachten over een mogelijke nieuwe rechtsvorm, MvO 2021, afl. 3-4, p. 120-128 (hierna: Garcia Nelen 2021b). Ook Van Olffen stelt deze vraag aan de orde: M. van Olffen, Bescherming van het vennootschappelijk belang, in: C.D.J. Bulten e.a., Corporate governance en de rol van het vennootschappelijk belang, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 151. Breder zijn ook voorstellen gedaan voor de soms in de praktijk al gehanteerde maatschappelijke adviesraad. Zo stellen Winter, Timmerman, Van Solinge, Hijink en De Jongh voor om een maatschappelijke raad in te stellen bij grote ondernemingen (Winter e.a. 2021) en heeft het Europees Parlement voorgesteld om een adviescomité in te stellen waarin wordt deelgenomen door vertegenwoordigers van belanghebbenden, die het recht moeten hebben om bij meerderheid te beslissen tot het instellen van een audit indien er gronden zijn voor bezorgdheid over de tenuitvoerlegging van de duurzaamheidsstrategie (Resolutie van 17 december 2020 over duurzame corporate governance (2020/2137(INI)). Zie verder ook onder verwijzing naar voorbeelden H.F. ten Bruggencate, De maatschappelijke raad ter verduurzaming van corporate governance, in: J. van Bekkum e.a. (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2020-2021, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 315-326.

¹²¹ Naast Nederland is Duitsland het klassieke voorbeeld voor inspraak van werknemers via benoemingsrechten in de *Aufsichtsrat*. Zie hierover A. Schall, Stock corporations: Corporate governance, in: A. Vicari & A. Schall (red.), Company laws of the EU, Camden: Bloomsbury Publishing 2020, p. 284-285. Denk verder aan de vroeger in Boek 2 BW gefaciliteerde overheidscommissaris (nu nog wel vermeld in de Bankwet 1998): Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/371; P.J. Dortmund, Van der Heijden/Van der Grinten. Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap, Deventer: Kluwer 2013/291.

¹²² Ook Makkink signaleert deze uitdaging: G.C. Makkink, De plaats van de onderneming in de samenleving en van de samenleving in de onderneming, MvO 2021, afl. 7-8, p. 207-208.

¹²³ Een andere mogelijkheid waar ik zelf meer in zie, is om bepaalde belanghebbenden binnen de vennootschap een voordrachtsrecht te geven op het niveau van de raad van commissarissen, vergelijkbaar met de positie van de OR bij het structuurregime. Op die manier zouden belanghebbenden bij de vennootschap de mogelijkheid hebben om een commissaris voor te dragen die in het bijzonder bekend is met het belang van die belanghebbende, extra contact kan onderhouden met die belanghebbende en daarvoor ook aandacht kan vragen binnen de raad van commissarissen. Zie vergelijkbaar Makkink 2021.

¹²⁴ Dit is echter niet altijd het geval. Zoals al in par. 3.2.1.3 toegelicht, heeft de aandeelhouder soms geen *residual claim*, zoals bij *securities lending*.

¹²⁵ Deze gedachte dat de vennootschapsleiding verantwoording aflegt aan de algemene vergadering wordt ook in Nederland nog verdedigd, maar de vraag is in hoeverre dit in het in Nederland gehanteerde *pluralistic stakeholder model* logisch is. Zie hierover par. 5.2.

¹²⁶ HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun). Zie over de vergelijkbare, maar ook op een aantal punten afwijkende, Duitse visie op het vennootschappelijk belang F.G.K. Overkleef, Enige ideeën over vennootschappelijk belang in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk, in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz, De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang (IVOR nr. 115), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

¹²⁷ Kemp 2015a, p. 117-118.

¹²⁸ Enzo: Garcia Nelen 2020, p. 182-183.

schap verbonden onderneming.¹²⁹ Het gaat daarbij niet om het meer abstracte doel van de vennootschap, zoals bijvoorbeeld het maken van winst,¹³⁰ maar meer concreet om wat de vennootschap wil bewerkstelligen. Het maken van winst kan wel een van de gevolgen zijn van de vennootschap die haar doel nastreeft.¹³¹ Denk bijvoorbeeld aan de missie van het Amerikaanse bedrijf Tesla uit 2013:

‘To accelerate the advent of sustainable transport by bringing compelling mass market electric cars to market as soon as possible.’¹³²

Door deze duidelijk en concreet geformuleerde *purpose* tot uitgangspunt te nemen is in mijn ogen sprake van een redelijk duidelijke *metric* voor de vennootschapsleiding van Tesla.

Tegelijkertijd blijft het, zelfs met een helder omschreven *purpose*, een uitdaging om ‘het’ belang van de vennootschap vorm te geven. De vennootschap staat immers niet los van de belanghebbenden bij die vennootschap. Als moet worden besloten een bepaalde investering te doen, zal de vennootschapsleiding moeten bepalen of die investering bijdraagt aan het realiseren van haar *purpose*. Daarbij zal, op zijn minst genomen indirect, door de vennootschapsleiding een afweging moeten worden gemaakt van de impact die deze investering zal hebben op de vennootschap en daarmee op de belangen van de bij haar betrokken belanghebbenden.¹³³ Wat doet deze investering voor de omzet, de winst, de werkgelegenheid, het milieu en de maatschappij? Deze vragen blijven een rol spelen en om tot een antwoord te komen moet de vennootschapsleiding een afweging maken van de betrokken belangen. Het formuleren van een ‘eigen’ belang van de vennootschap en een duidelijk doel verkleint derhalve mogelijk de uitdagingen, maar het neemt ze niet weg.

4 Het Nederlandse stakeholderism

Hiervoor is al opgemerkt dat het Nederlandse model pluralistisch van aard is en zich aan de *pluralistic stakeholderism*-zijde bevindt van het internationale corporate-governancedebat. Maar waar staat het Nederlandse recht op dit punt precies? Om daarvan een goed beeld te krijgen zijn twee onderwerpen

van belang, namelijk (1) wat is het richtsnoer voor de vennootschap, en in het verlengde daarvan voor de organen van de vennootschap, en (2) hoe is de bevoegdheidsverdeling tussen de organen vormgegeven?

4.1 Het vennootschappelijk belang en de gebondenheid van de organen van de vennootschap daaraan

De discussie over de vraag waarop de vennootschap zich moet richten, wordt in Nederland in essentie gevoerd langs de lijnen van de vraag welk belang de vennootschapsleiding moet behartigen, en dus hoe het vennootschappelijk belang moet worden beschouwd. Hierover bestaan verschillende opvattingen, die de afgelopen zestig jaar in de literatuur uitgebreid zijn beschreven en bediscussieerd.¹³⁴ Samengevat zijn de drie belangrijkste opvattingen:

- a. de resultanteleer, waarbij het belang van de vennootschap een afweging is van de belangen van de bij de vennootschap en haar onderneming betrokken belanghebbenden. De werkelijke afweging van die belangen is afhankelijk van een specifieke situatie en op voorhand is niet duidelijk welk belang het zwaarst moet wegen;¹³⁵
- b. de institutionele leer, waarbij het belang van de vennootschap een autonoom/zelfstandig belang is, een zelfstandige grootheid,¹³⁶ dat vooral gericht is op het eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan van de vennootschap met het oog op het door haar te bereiken doen;¹³⁷
- c. de aandeelhoudersleer, waarbij het belang van de vennootschap samenvalt met het (objectieve) belang van de aandeelhouders, althans in overwegende mate door dat belang

¹³⁴ Zie hierover o.m. W.J.M. van Veen, Het belang van de rechtspersoon en zijn ‘raison d’être’, WPNR 2017, afl. 7162, p. 652-666; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/126; Kemp 2015a, par. 3.13; C.A. Schwarz, De impact van het vennootschappelijk belang: machtsverhoudingen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid (oratie Rotterdam), Den Haag: Boom juridisch 2018.

¹³⁵ Zie o.m. W.C.L. van der Grinten, Handboek voor de NV en de BV, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1968, nr. 233; J. Winter, J.B. Wezeman & J. Schoonbrood, Van Schilfgaarde. Van de NV en de BV, Deventer: Kluwer 2013, p. 28; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/394; A. van Oven, m.m.v. M. van Bruining-Volmer, Handelsrecht, Zwolle: H.D. Tjeenk Willink 1980, p. 147; P. van Schilfgaarde, De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 147 e.v.

¹³⁶ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/126.

¹³⁷ J.M.M. Maeijer, Het belangenconflict in de naamloze vennootschap. Oratie Nijmegen, 1964, in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. van Solinge, Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer, Deventer: Kluwer 2009, p. 144; M.M. Mendel, Het vennootschappelijk belang mede in concernverband beschouwd, Deventer: Kluwer 1989, p. 14. Ook Meijers lijkt in zijn ‘De algemene begrippen van het burgerlijke recht’ op een redelijk autonome opvatting van het belang van de vennootschap te wijzen (E.M. Meijers, Algemene leer van het burgerlijk recht, Leiden: Universitaire Pers Leiden 1958, p. 171). Voor wat betreft Maeijer, die veelal als geestelijk vader van de institutionele leer wordt gezien, is nog aardig om te melden dat hij vond dat het uiteindelijke doel van de vennootschap was om winst te behalen en de rentabiliteit op het bijeengebrachte kapitaal, waarmee zijn opvatting – aldus Löwenstein – nog steeds neerkwam op langetermijnwinstbelang van de gezamenlijke aandeelhouders (F.J.W. Löwenstein, De naamloze vennootschap als raakpunt van contraire belangen, in: Honderd jaar rechtsleven, Zwolle: H.D. Tjeenk Willink 1970, p. 87).

¹²⁹ Voor de *corporate purpose* is de laatste jaren veel belangstelling. Internationaal is er erg veel geschreven over *purpose*. Zie voor een aardig overzicht J.E. Fisch & S.D. Solomon, Should corporations have a purpose?, Faculty Scholarship at Penn Law. 2163, 2021. Zie recent nationaal L. Timmerman, Purpose in de managementleer en het vennootschapsrecht, in: J.M. de Jongh e.a. (red.), Bestuursbesluiten, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 25-40; Winter e.a. 2020.

¹³⁰ Zie bijv. Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/18, waarin is vermeld dat de vennootschap typologisch is gericht op winst.

¹³¹ Dit is de manier waarop Colin Mayer in zijn boek *Prosperity de commitment to purpose* neerzet.

¹³² Ondertussen heeft Tesla haar missie breder geformuleerd als ‘to accelerate the world’s transition to sustainable energy’, zie www.tesla.com/about.

¹³³ Zie voor een vergelijkbare opvatting Garcia Nelen 2020, p. 182; C.A. Schwarz, Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 1, TvOB 2018, afl. 4, p. 111 (hierna: Schwarz 2018a); K.W.H. Broekhuizen, Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht (diss. Amsterdam UvA), Den Haag: Boom juridisch 2016, p. 202.

wordt bepaald.¹³⁸ Dicht daarbij ligt de (sub)opvatting van het *enlightened shareholder value model*, die hiervoor al kort aan de orde is gekomen en ook in Nederland bijval heeft gekregen.¹³⁹

Deze opvattingen zijn reeds lang geleden uitgedacht. De Hoge Raad heeft in zijn meer recente rechtspraak, en in het bijzonder in de Cancun-beschikkingen,¹⁴⁰ nader omljnd hoe het vennootschappelijk belang moet worden vormgegeven en hoe rekening moet worden gehouden met de belangen van andere belanghebbenden bij de vennootschap.¹⁴¹ Daarbij is sprake van twee stappen:¹⁴²

1. Bij de vervulling van hun taak dienen de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te richten. Wat dat belang inhoudt, hangt af van de omstandigheden van het geval. Indien aan de vennootschap een onderneming is verbonden, wordt het vennootschapsbelang in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.¹⁴³
2. Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders *voorts*, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderne-

ming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad.¹⁴⁴

Uit deze twee stappen wordt duidelijk dat het Nederlandse ondernemingsrecht een eigen variant op *pluralistic stakeholderism* kent. Uitgangspunt is dat de vennootschap *in de regel vooral*¹⁴⁵ is gericht op het bevorderen van het bestendig succes van de aan haar verbonden onderneming.¹⁴⁶ Daarbij moet de vennootschapsleiding¹⁴⁷ zorgvuldigheid betrachten tegenover – in mijn woorden – de belanghebbenden bij de vennootschap. Het pluralistische karakter van het Nederlandse ondernemingsrecht komt hier op twee manieren terug. In de tweede stap is dit expliciet; de vennootschapsleiding heeft een zorgvuldigheidsplicht tegenover al diegenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. De Hoge Raad kiest hier – in mijn ogen¹⁴⁸ – voor een brede benadering van degenen met wier belang het bestuur rekening dient te houden. In de eerste stap zit in mijn ogen ook een vorm van pluralisme, zij het meer impliciet. Om het bestendig succes van de verbonden onderneming te bevorderen zal ook rekening moeten worden gehouden met de impact van beslissingen op de belangen van betrokkenen bij de vennootschap. Met andere woorden, ook in het bestendig succes zit een zekere afweging van betrokken belangen, al lijkt die genuanceerder dan in de tweede stap.

Het belang van belangenpluralisme als kern van het Nederlandse ondernemingsrecht wordt ook benadrukt in de Nederlandse Corporate Governance Code 2016. Zo staat in de preambule als uitgangspunt geformuleerd:

‘De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Stakeholders zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen en zijn doorgaans gericht op de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbon-

138 Löwenstein 1970, p. 88-89; J.M. Blanco Fernández, Wat is de vennootschap en wat behoort het vennootschapsrecht te zijn, *Ondernemingsrecht* 2018/29.

139 M.J. van Ginneken & L. Timmerman, De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht, *Ondernemingsrecht* 2011/123; L. Timmerman, Grondslagen van geldend ondernemingsrecht, *Ondernemingsrecht* 2009, afl. 1, p. 4.

140 Naast HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde zijn ook de andere op dezelfde dag door de Hoge Raad gewezen beschikkingen interessant: ECLI:NL:HR:2014:797; ECLI:NL:HR:2014:799; ECLI:NL:HR:2014:804; ECLI:NL:HR:2014:808. Overigens lopen de opvattingen over of de Hoge Raad hiermee de resultante- of institutionele leer heeft benadrukt ver uiteen. Zo betogen o.m. Van Schilfgaarde in zijn annotatie in de NJ (NJ 2014/286) en De Haan in zijn annotatie in de JOR (JOR 2014/290) dat de Hoge Raad hier blijk geeft van de resultanteleer, terwijl o.m. Assink, Van Veen en Schwarz neigen naar de institutionele leer (B.F. Assink, *Belang van de vennootschap, overname en algemeen belang*, WPNR 2015, afl. 7048, p. 103; Van Veen 2017; Schwarz 2018a, p. 111).

141 HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI); HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. P. van Schilfgaarde (KLM/VEB); HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4117, NJ 2007/610 m.nt. J.M.M. Maeijer (Versatel I); HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde.

142 Vergelijkbaar, maar iets meer gericht op het bestuur en met drie ‘lagen’, waarvan de eerste twee lagen goeddeels overeenkomen met deze twee stappen: B.F. Assink, *Aandeelhouders en strategie na Boskalis/Fugro*, in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz (red.), *De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 41.

143 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun), r.o. 4.2.1.

144 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun), r.o. 4.2.2.

145 Zie over de betekenis van deze woorden en de vraag welke andere belangen een rol kunnen spelen bijv. Garcia Nelen 2020, p. 174 e.v.

146 Ik neem hier verder tot uitgangspunt dat de vennootschap een aan haar verbonden onderneming heeft, omdat daar in de regel ook meer belanghebbenden bij betrokken zijn.

147 In de Cancun-beschikking zijn deze overwegingen gericht op de bestuurders, maar hetzelfde zal gelden voor de niet-uitvoerend bestuurders of commissarissen.

148 De Hoge Raad verwijst naar ‘de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken’. De Hoge Raad verduidelijkt niet om welke betrokkenen het dan precies gaat, maar uit de heel algemene bewoordingen maak ik op dat het om een brede groep betrokkenen gaat.

den onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van waarde op de lange termijn.¹⁴⁹

Het vennootschappelijk belang wordt vaak besproken als het richtsnoer van de bestuurders en commissarissen. Dat is gezien de wettelijke bepalingen die dit voorschrijven begrijpelijk,¹⁵⁰ maar het vennootschappelijk belang is een nog fundamenteeler begrip binnen het ondernemingsrecht.¹⁵¹ In wezen schrijft het vennootschappelijk belang voor waar de vennootschap voor staat; hoe zij het door de vennootschap gestelde doel realiseert. Het feit dat voor de vennootschapsleiding het vennootschappelijk belang als richtsnoer wordt voorgeschreven, is daarvan een afgeleide. Waar dat richtsnoer voor de vennootschapsleiding eigenlijk niet ter discussie staat, ligt dit voor de aandeelhouders meer genuanceerd. De heersende leer is nog steeds dat individuele aandeelhouders de vrijheid hebben om zich in beginsel te richten op hun eigen belang, zolang zij zich redelijk en billijk gedragen en geen misbruik van recht maken. Deze opvatting wordt veelal mede gebaseerd op oudere rechtspraak van de Hoge Raad¹⁵² en staat weliswaar ter discussie,¹⁵³ maar een groot aantal auteurs,¹⁵⁴ de Ondernemingskamer¹⁵⁵ en de wetgever¹⁵⁶ hebben deze opvatting in meer of mindere mate bevestigd. Daarnaast is de Hoge Raad (nog) niet op zijn eerdere rechtspraak teruggekomen, terwijl daarvoor wel ruimte bestond.¹⁵⁷ Wel wordt aangenomen dat de uit artikel 2:8 BW voor de aandeelhouder voortvloeiende verplichtingen zwaarder gaan wegen als de aandeelhouder meer invloed binnen de onderneming heeft.¹⁵⁸ Ook kan worden verdedigd dat

het moet gaan om het eigen belang van de aandeelhouders *in de vennootschap*, zoals lijkt te volgen uit de overwegingen van de Hoge Raad in de voornoemde arresten.¹⁵⁹ Over het antwoord op de vraag of de algemene vergadering als orgaan gebonden is aan het vennootschappelijk belang, zijn de meningen nog verder verdeeld. Ik heb zelf verdedigd dat de algemene vergadering wel gebonden zou moeten zijn aan het vennootschappelijk belang.¹⁶⁰ Van Solinge en Nieuwe Weme verdedigen in de meest recente druk van de Asser *NV en BV – Corporate Governance* een vergelijkbare opvatting.¹⁶¹ Kroeze neemt hierover in zijn nog recentere druk van de Asser *De rechtspraak* een andere positie in en schrijft:

‘Ik zou als uitgangspunt willen aanvaarden dat ook de algemene vergadering zich niet primair behoeft te laten leiden door het vennootschappelijk belang; dit belang is wel een factor bij de toetsing van besluiten van de algemene vergadering aan art. 2:8 BW (waarin ook de norm van art. 3:13 BW kan doorwerken) of bij de beoordeling van de handelwijze van de algemene vergadering in een enquêteprocedure. Een ander standpunt staat m.i. op gespannen voet met het wettelijk systeem.’¹⁶²

Begrijp ik Kroeze goed, dan stelt hij dat de algemene vergadering zich niet primair hoeft te laten *leiden* door het vennootschappelijk belang, maar dat dit belang wel een *factor* kan zijn bij de beoordeling van de rechter, wat – in mijn woorden – in specifieke gevallen *kan* leiden tot *gebondenheid* aan het vennootschappelijk belang. Hierover blijven de meningen dus verdeeld,¹⁶³ al zal ik hierna verdedigen dat het vanuit het door mij te hanteren perspectief – met sterke rechtseconomische invloeden – verdedigbaar is dat zowel de individuele aandeelhouder als de algemene vergadering zich als *agent* van de vennootschap als *principal* dient te richten op het belang van de vennootschap.

4.2 De bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen in vogelvlucht

Naast de vraag welke belangen de vennootschap en de bij haar betrokkenen moeten of mogen nastreven, is relevant hoe de bevoegdheidsverdeling onder het Nederlandse ondernemingsrecht is vormgegeven. In de wet is een klassieke bevoegdheidsverdeling opgenomen, waarbij bestuurders besturen, commissarissen toezicht houden en de belangrijkste zegen-

149 Nederlandse Corporate Governance Code 2016, preambule onder ‘Uitgangspunten’.

150 Art. 2:129 lid 5 en 2:140 lid 2 BW.

151 Zo wordt het overigens ook benaderd door bijv. Maeijer in zijn oratie. Waar hij het vennootschappelijk belang toelicht, doet hij dit in een breder perspectief dan slechts het richtsnoer voor het bestuur en de raad van commissarissen (Maeijer 2009, p. 143 e.v.).

152 HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, NJ 1944/465 (Wenex); HR 13 november 1959, ECLI:NL:HR:1959:AG2043, NJ 1960/472 (Distilleerderij Melchers); HR 19 februari 1960, ECLI:NL:HR:1960:AG2044, NJ 1960/473 (Aurora).

153 Zie bijv. Assink & Timmerman 2019; Van Schilfgaarde in zijn annotatie bij NJ 2014/286 (Cancun).

154 Asser/Kroeze 2-I 2021/224; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013/172.4; Kemp 2015a, par. 5.10; Olaerts 2017, par. 2.3; Huizink, in: GS Rechtspersonen 2019, art. 2:8 BW, aant. 2.4.

155 Hof Amsterdam (OK) 18 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2488, JOR 2018/303 m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee (Eneco), r.o. 3.13; Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4056, JOR 2017/90 (Delta Lloyd), r.o. 3.5; Hof Amsterdam (OK) 28 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ9658, JOR 2013/171 m.nt. M.W. Josephus Jitta (AAA Auto Group), r.o. 3.8.

156 Kamerstukken II 2008/09, 31083, nr. 29, p. 6.

157 Van Schilfgaarde schrijft hierover in zijn noot onder Cancun: ‘Goed verdedigbaar lijkt mij dat ook voor aandeelhouders, die – gereguleerd of niet – in belangrijke mate het beleid van de vennootschap (en haar dochters) bepalen, de verplichting om zich te richten naar het vennootschapsbelang geldt (en dat verzaking daarvan kan worden gebracht onder strijd met “elementaire beginselen”). Maar de ondernemingskamer is niet die kant opgegaan en de Hoge Raad heeft daar niets aan veranderd’ (HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Roovers/Cancun Holding I)).

158 Assink 2019, p. 57 en de verwijzingen aldaar.

159 Zie hierover ook F.J.W. Löwensteyn, Het rechtspersonenrecht (Pitlo-serie deel 1A; tweede druk), Arnhem: Gouda Quint 1986, p. 266; Overkleef 2017, p. 365-366.

160 Kemp 2015a, hoofdstuk 8.

161 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124.

162 Asser/Kroeze 2-I 2021/224.

163 Zie verder hierover ook, in de regel kritisch over de opvatting dat de algemene vergadering het vennootschappelijk belang zou moeten behartigen, J.M. de Jongh, Boekbespreking B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering, diss., RMThemis 2016, afl. 5, p. 275-280; Assink 2019, p. 59 e.v.; Garcia Nelen 2020, p. 208 e.v.; D.F.M.M. Zaman & H. Koster, Boekbespreking Asser-Serie, Rechtspersonenrecht, NV en BV, Corporate Governance, vierde druk, WPNR 2021, afl. 7333, p. 555-564.

schapsrechten in beginsel in handen zijn van de aandeelhouders. Denk voor dat laatste aan het recht om bestuurders te benoemen en ontslaan, de statuten te wijzigen, te beslissen over winstbestemming, het vaststellen van de jaarrekening en verlenen van decharge.¹⁶⁴ De bevoegdheidsverdeling zoals neergelegd in Boek 2 BW neemt daarmee tot uitgangspunt dat de aandeelhouders de uiteindelijke macht binnen de vennootschap hebben.¹⁶⁵ Deze bevoegdheidsverdeling dateert van de wetwijziging van 1929,¹⁶⁶ toen de heersende opvatting was dat de naamloze vennootschap een bijzondere maatschapsvorm was, een soort contract, waarbij de bestuurders lasthebbers waren van de aandeelhouders.¹⁶⁷ Hoewel de gedachten over wat de vennootschap is en op welke belangen die zich dient te richten, zich sindsdien sterk hebben ontwikkeld richting een meer zelfstandig en pluralistisch karakter, is de bevoegdheidsverdeling sinds 1929 in de kern gehandhaafd.¹⁶⁸ De Hoge Raad heeft deze bevoegdheidsverdeling in een aantal uitspraken genuanceerd, mogelijk mede met het oog op de hedendaagse opvattingen over het karakter van de vennoot-

schap.¹⁶⁹ In die uitspraken wordt aan ieder van de drie organen een bepaalde rol toegekend:

1. Het bepalen van het beleid en de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur van de vennootschap.
2. De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur.
3. De algemene vergadering kan haar opvattingen ter zake tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten. Dit laatste betekent in het algemeen dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid, maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Ook is het bestuur niet verplicht de algemene vergadering in zo'n geval te consulteren.

Bij deze bevoegdheidsverdeling moeten wel drie aspecten in het bijzonder in het achterhoofd worden gehouden, namelijk (1) het standpunt dat de aandeelhouder een 'hoeksteen' in de governance van de vennootschap is, (2) de verhouding tussen strategie en aandeelhoudersrechten, en (3) het gebruik in de praktijk van oligarchische clausules.

4.2.1 De aandeelhouder als hoeksteen

Ten eerste bevestigt de Hoge Raad dat de aandeelhouders een rol spelen in de governance van de vennootschap. Dit sluit aan bij de breed aanvaarde opvatting dat aandeelhouders een 'hoeksteen' zijn in de governance van de vennootschap, naast het bestuur en de raad van commissarissen.¹⁷⁰ Daarbij wijst de Hoge Raad erop dat de aandeelhouders hun opvattingen ter zake tot uitdrukking moeten kunnen brengen door het uitoefenen van de aan de algemene vergadering toegekende rechten.¹⁷¹ Dit plaatst de Hoge Raad ook in de sleutel van verant-

164 Art. 2:132, 2:134, 2:122, 2:105 en 2:101 BW.

165 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/1; Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/62; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013/380. Dit is iets anders dan dat de algemene vergadering de 'hoogste macht' zou hebben. Hoewel die gedachte nog heerste ten tijde van de wetwijziging van 1929, is deze opvatting vervangen door de gedachte dat de vennootschapsorganen binnen de door de wet en statuten getrokken grenzen van hun bevoegdheid moeten blijven (HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033, NJ 1959/43 m.nt. L.J. Hijmans van den Bergh (Forumbank)).

166 De uitzondering hierop is het structuurregime zoals dat in 1971 werd ingevoerd. Slechts een minderheid van beursvennootschappen hanteert het structuurregime (zie B. Kemp & A.S. Renshof, Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen, MvO 2020, afl. 3-4, p. 55, noot 38 (hierna: Kemp & Renshof 2020a)). Ik laat het structuurregime daarom grotendeels onbesproken.

167 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/2; E.J.J. van der Heijden, Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1929, nr. 233; Overkleef 2017, hoofdstuk 2.

168 Zie ook P. van Schilfgaarde, De opbouw van het vennootschapsrecht, in: P. Essers e.a. (red.), Met recht, Deventer: Kluwer 2009, p. 409; Kemp & Renshof 2020a, p. 66; G. van Solinge, Een facelift voor de oude dame?, Ondernemingsrecht 2014/11; L. Timmerman, Het Nederlandse vennootschapsrecht tussen 1918 en 2018, enkele schetsmatige opmerkingen, in: H.J. de Kluiver (red.), 100 jaar Handelsrecht. Over heden, toekomst en verleden (Jubileumuitgave Vereniging 'Handelsrecht' 1918-2018), Zutphen: Uitgeverij Paris 2018, par. 2.1.10 (hierna: Timmerman 2018a); S.B. Garcia Nelen, De beursvennootschap, corporate governance en strategie, Ondernemingsrecht 2021/5 (hierna: Garcia Nelen 2021c).

169 Waarbij moet worden aangetekend dat de Hoge Raad dit niet expliciet aan elkaar koppelt. De belangrijkste uitspraken zijn: HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 m.nt. J.M.M. Maeijer (ABN Amro); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI); HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 m.nt. P. van Schilfgaarde (Boskalis/Fugro). Ook de Ondernemingskamer speelt hierbij een belangrijke rol, waaronder in de beschikkingen inzake: Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel); Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, JOR 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta (Cryo-Save).

170 Considerans 14 van de Herzien Aandeelhoudersrichtlijn; Kamerstukken II 2008/09, 31746, nr. 3, p. 1 (MvT); Kamerstukken II 2016/17, 29752, nr. 9, p. 6; EU Actieplan 2012, p. 3 en 5; Kamerstukken II 2019/20, 35367, nr. 3, p. 3 (MvT); EU Actieplan 2012, p. 9; Principe 4.1 van de Corporate Governance Code; Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Slotdocument, december 2017, p. 10. Anders echter bijv. Vletter-van Dort 2018.

171 HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 m.nt. J.M.M. Maeijer (ABN Amro); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI); HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 m.nt. P. van Schilfgaarde (Boskalis/Fugro).

woording door het bestuur aan de algemene vergadering. Die verantwoording is in mijn ogen paradoxaal. Als wordt aangenomen dat de aandeelhouder zijn eigen belang mag behartigen, de algemene vergadering het belang van de aandeelhouders mag behartigen en de vennootschapsleiding het bestendig succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming moet bevorderen, dan rijst de vraag wat die verantwoording eigenlijk inhoudt. Het bestuur legt verantwoording af over hoe het in het belang van de vennootschap de onderneming heeft bestuurd. De aandeelhouder neemt die verantwoording af en kan daaraan ook consequenties verbinden, zoals herbenoeming, schorsing, ontslag of decharge, maar kijkt daarnaar door de bril van zijn eigen belang. Praktisch beschouwd lopen die belangen weliswaar vaak op grote lijnen samen en kan de aandeelhouder in veel gevallen die verantwoording afnemen, maar dogmatisch loopt dit niet goed. Bovendien is het vaak op ‘spannende’ momenten, zoals bij de verkoop van een dochteronderneming of een overname van de vennootschap zelf, zo dat de belangen van (een deel van) de aandeelhouders en de vennootschap uiteen kunnen lopen. Juist dan willen aandeelhouders hun rechten uitoefenen om de strategie van de vennootschap te beïnvloeden en doen zij een beroep op de verantwoordingsfunctie van bestuurders ten opzichte van de algemene vergadering.¹⁷² Met andere woorden: juist waar de verantwoordingsfunctie in de praktijk door aandeelhouders wordt opgepakt, is de vennootschapsleiding gebaat bij autonomie.

172 Illustratief voor hoe uitdagend het voor aandeelhouders kan zijn om een algemene vergadering bijeengeroepen te krijgen, is de AkzoNobel-zaak. Daar deed de activistische aandeelhouder Elliott samen met medeaandeelhouders op 10 april 2017 het verzoek om een algemene vergadering waarop – samengevat – zou moeten worden gestemd over het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen. Nadat de vennootschapsleiding van AkzoNobel dit verzoek naast zich neerlegde, probeerden Elliott en haar medeaandeelhouders deze algemene vergadering af te dwingen bij de rechter. Zowel de Ondernemingskamer als de voorzieningenrechter wees de verzoeken van de aandeelhouders af. De voorzieningenrechter overwoog daarbij – ongeveer vier maanden nadat het oorspronkelijke verzoek was gedaan – dat het verzoek prematuur was, mede vanwege een door AkzoNobel bijeengeroepen vergadering waarop door de vennootschapsleiding verantwoording zou worden afgelegd, maar niet over het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen kon worden gestemd: ‘De toelichting op het toezicht dat door de RvC is gehouden op het door het bestuur gevoerde beleid en de discussie met de aandeelhouders daarover zal op de bava van 8 september 2017 aan de orde zijn. Elliott en York lopen thans ten onrechte vooruit op de nog af te leggen verantwoording en de daarover te voeren discussie als zij stellen dat de tekst en uitleg die op 8 september 2017 zal worden gegeven, hen niet zal bevredigen. AkzoNobel en al haar stakeholders hebben groot belang bij een zorgvuldig en doordacht besluitvormingsproces. De conclusies die tijdens of na de vergadering zullen worden getrokken, zijn thans nog ongewis. Daarop dient niet vooruitgelopen te worden. Het verzoek is dus prematuur.’ Uit deze overweging zou voorzichtig kunnen worden opgemaakt dat de aandeelhouders na deze algemene vergadering eventueel opnieuw naar de voorzieningenrechter hadden kunnen gaan voor een algemene vergadering waarop wel gestemd kon worden over het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen. Zie Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel); Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, JOR 2017/260 m.nt. R.G.J. Nowak (AkzoNobel).

4.2.2 Strategie en het uitoefenen van aandeelhoudersrechten

Ten tweede wordt het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap in beginsel als een aangelegenheid van het bestuur beschouwd.¹⁷³ Strategie is een niet-juridisch begrip¹⁷⁴ en wat het inhoudt is niet helemaal duidelijk,¹⁷⁵ maar een veel aangehaalde omschrijving is die van Timmerman:

‘Strategie is een plan om het succes van een onderneming op lange termijn te bevorderen.’¹⁷⁶

Het begrip strategie zoals door Timmerman omschreven is breed. Het lijkt niet slechts te gaan om het bepalen van de operationele activiteiten van de onderneming, maar om het bredere ‘succes’ van de onderneming. Deze bredere benadering is ook terug te zien in de benaderingen van de Hoge Raad in Boskalis/Fugro en de Ondernemingskamer in AkzoNobel. In Boskalis/Fugro bepaalde het hof dat door de aandeelhouder geformuleerde aanbevelingen over de ontmanteling van beschermingsconstructies geen onderwerp zijn waarover de algemene vergadering een besluit mag nemen, omdat het onderwerp behoort tot de strategie van de vennootschap en dus tot het primaat van het bestuur.¹⁷⁷ In AkzoNobel overwoog de Ondernemingskamer dat het bepalen van de positie door de doelvennootschap in reactie op een potentiële bidder tot het bepalen van de strategie en daarmee tot het primaat van het bestuur behoort.¹⁷⁸

Door het ‘toekennen’ van beleid en strategie aan het bestuur in combinatie met de brede benadering van het begrip strategie heeft de rechter het bestuur een sterke positie binnen de vennootschap gegeven, althans in ieder geval die positie bevestigd. Verdedigd is zelfs dat met deze bevoegdheidsverdeling het zwaartepunt binnen de vennootschap bij het bestuur is komen te liggen in plaats van bij de aandeelhouders en geen betekenis meer toekomt aan de ‘restbevoegdheid’ zoals opgenomen in artikel 2:107 lid 1 BW.¹⁷⁹ Waar de wettelijke regeling strikt gelezen de indruk wekt dat moet worden uitgegaan van ‘de aandeelhouders beslissen, tenzij’, is de juridische werkelijk-

173 Is sprake van een beursvennootschap, dan bepaalt de wet dit ook expliciet (art. 2:129 lid 1 BW).

174 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139.

175 Garcia Nelen merkt naar mijn mening terecht op dat strategie vaak iets wegheeft van een toverwoord waar, in ieder geval in potentie, van alles onder te brengen is al naargelang dat goed uitkomt (Garcia Nelen 2021c).

176 L. Timmerman, De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen, TvOB 2018, afl. 1, p. 15 (hierna: Timmerman 2018b). Zie verder ook hoe de wetgever dit begrip uitlegt: ‘Met strategie wordt bedoeld de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een langere periode en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die zij op kortere termijn neemt’ (Kamerstukken II 2008/09, 32014, nr. 3, p. 11 (MvT)).

177 Hof Den Haag 31 mei 2016, ECLI:NL:GHDHA:2016:1531, JOR 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak (Boskalis/Fugro); HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 m.nt. P. van Schilfgaarde (Boskalis/Fugro).

178 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel).

179 Evenzo: Garcia Nelen 2021c.

heid dat ‘het bestuur beslist, tenzij’. Hoewel het niet expliciet aan de orde komt in de voornoemde uitspraken zelf, zou deze herschikking in de bevoegdheidsverdeling kunnen worden gezien als een reactie op hoe het karakter van de vennootschap zich heeft ontwikkeld en de wettelijke regeling daarbij is achtergebleven. Als gevolg van de belangenverbreding ligt het meer voor de hand – en is het ook meer efficiënt – als het zwaartepunt ligt bij het bestuur, dat wettelijk verplicht is om het vennootschappelijk belang te behartigen, in plaats van bij de aandeelhouders die in beginsel hun eigen belang mogen behartigen.¹⁸⁰ Beargumenteerd zou kunnen worden dat – als deze gedachtelijn wordt doorgetrokken – de strategie ook niet veilig is bij de aandeelhouders, juist omdat zij hun eigen belang mogen nastreven.¹⁸¹ Het resultaat van deze bevoegdheidsverdeling is dat aandeelhouders vooraf vooral betrokken moeten worden op het moment dat de wet (of de statuten) voorschrijft dat de aandeelhouders een bepaalde bevoegdheid moeten uitoefenen. Naast de ‘klassieke’ aandeelhoudersbevoegdheden, zoals de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van bestuurders, het wijzigen van de statuten en het uitgeven van aandelen,¹⁸² is hierbij het goedkeuren van belangrijke bestuursbesluiten op grond van artikel 2:107a BW relevant.

Hoewel de aandeelhouder op papier op basis van zijn voornoemde ‘klassieke’ bevoegdheden een sterke positie heeft, is die positie bij beursvennootschappen in de praktijk vaak minder sterk. Naast meer generieke redenen, zoals aandeelhoudersabsentisme als gevolg van rationele apathie¹⁸³ en *free riding*,¹⁸⁴ zijn hiervoor ook twee redenen die specifiek voortvloeien uit het Nederlandse recht. Ten eerste kunnen aandeelhouders alleen maar bevoegdheden uitoefenen op een algemene vergadering. Aandeelhouders kunnen echter niet zelf zonder meer een algemene vergadering bijeenroepen. Bij beursvennootschappen zijn in de regel alleen het bestuur en de raad van commissarissen daartoe bevoegd.¹⁸⁵ Aandeelhouders die 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, kunnen de voorzieningenrechter, als aan bepaalde voorwaarden is vol-

daan, om een machtiging vragen, maar in de praktijk passen voorzieningenrechters een relatief bredere toets toe bij het beoordelen van dergelijke verzoeken.¹⁸⁶ Bovendien kost het tijd om van een verzoek tot het bijeenroepen van een algemene vergadering te komen tot het uitoefenen van een door de voorzieningenrechter verkregen machtiging, wat betekent dat een aandeelhouder die deze route wil bewandelen een lange adem moet hebben.¹⁸⁷ Een andere eigenaardigheid die het effectief uitoefenen van aandeelhoudersrechten in de weg zit, is dat artikel 2:114a lid 1 BW bepaalt dat een agenderingsvoorstel van een aandeelhouder die ten minste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt ten minste 60 dagen voor de dag van de vergadering moet worden ontvangen door de vennootschap, terwijl de termijn voor oproeping van de algemene vergadering door het bestuur slechts 42 dagen is.¹⁸⁸ Als gevolg hiervan moet de aandeelhouder vaak al een agenderingsverzoek doen voordat er überhaupt door de vennootschapsleiding een algemene vergadering is bijeengeroepen. Bovendien kan de vennootschapsleiding strikt genomen als gevolg van deze termijnen ook een algemene vergadering bijeenroepen en laten plaatsvinden binnen 60 dagen nadat de aandeelhouder een agenderingsverzoek heeft gedaan, als gevolg waarvan zij het agenderingsverzoek naast zich neer kan leggen omdat dit niet tijdig is gedaan.

4.2.3 Oligarchische clausules

Naast dat het voor aandeelhouders dus moeilijk kan zijn te bewerkstelligen dat zij daadwerkelijk hun aandeelhoudersrechten kunnen uitoefenen in een algemene vergadering, worden de rechten van aandeelhouders in de praktijk bij beursvennootschappen vaak ook beperkt door zogenoemde oligarchische clausules. Een oligarchische clausule is een statutaire bepaling waarbij een bevoegdheid van een individuele aandeelhouder of de algemene vergadering wordt ingeperkt doordat de uitoefening van die bevoegdheid (1) ten dele afhankelijk

180 Ook om deze reden is de discussie over welk belang de verschillende organen bij de vennootschap moeten behartigen fundamenteel. Als er een verplichting zou worden gecreëerd voor aandeelhouders en de algemene vergadering om het belang van de vennootschap te behartigen, in plaats van een vrijheid om het eigen belang te behartigen, dan is er ook minder reden om af te wijken/nuances aan te brengen op de bevoegdheidsverdeling zoals neergelegd in Boek 2 BW. Waar nu is gekozen voor een benadering waarbij de rechten van de aandeelhouders worden ingeperkt, althans in ieder geval beperkt worden uitgelegd, was het dus ook mogelijk geweest om een verdergaande verantwoordelijkheid neer te leggen bij de aandeelhouders en algemene vergadering.

181 Kroeze 2019a, p. 178.

182 Welke bevoegdheid voor een periode tot vijf jaar kan worden gedelegeerd (art. 2:96 lid 1 BW).

183 Zie hierover Lokin 2018, par. 65.

184 A. Lafarre, *The AGM in Europe: Theory and practice of shareholder behaviour*, Bingley: Emerald Publishing Limited 2017, p. 8-10; De Jongh 2014, p. xxix.

185 Art. 2:109 BW. De statuten kunnen bepalen dat ook anderen, zoals aandeelhouders, bevoegd zijn een algemene vergadering bijeen te roepen, maar in de praktijk hebben aandeelhouders dat recht bij beursvennootschappen niet.

186 Rb. Breda 12 juni 1979, ECLI:NL:RBBRE:1979:AC2539, NJ 1981/219; Rb. Noord-Holland 17 juni 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:8698, JOR 2014/293 m.nt. R.G.J. Nowak; Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, JOR 2017/260 m.nt. R.G.J. Nowak. Dit is overigens in lijn met andere continentale jurisdicties waar ook bepaalde eisen worden gesteld aan verzoeken van aandeelhouders om een algemene vergadering te mogen bijeenroepen (zie J. Wind, *De geautoriseerde vergadering: een bescherming van aandeelhoudersrechten of een hoeder van het vennootschappelijk belang?*, Ondernemingsrecht 2021/65).

187 Bij een beursvennootschap kan de aandeelhouder op grond van art. 2:110 lid 1 BW een machtigingsverzoek aan de voorzieningenrechter doen als de vennootschap geen algemene vergadering heeft bijeengeroepen zodanig dat deze binnen acht weken na het verzoek aan de vennootschap kan worden gehouden. Vervolgens moet de rechter op dit verzoek beslissen, wat in de regel een aantal maanden zal duren. Als de machtiging wordt verkregen, moet de gemachtigde aandeelhouder in beginsel de oproepingstermijn van 42 dagen in acht nemen (art. 2:115 lid 2 BW).

188 Art. 2:115 BW.

wordt gemaakt van een ander orgaan of een derde, of (2) wordt bemoeilijkt door het voorschrijven van hogere drempels.¹⁸⁹

Er zijn veel verschillende vormen van oligarchische clausules, maar er kan een aantal bredere categorieën worden onderscheiden:

1. clausules die het initiatiefrecht wegnemen van de algemene vergadering en bij een ander orgaan of een derde plaatsen;
2. clausules die een goedkeuringsrecht vooraf of achteraf van een ander orgaan of een derde koppelen aan het effectueren van een besluit van de algemene vergadering; en
3. clausules die een verzwaarde drempel voor besluitvorming door de algemene vergadering voorschrijven.¹⁹⁰

Met deze oligarchische clausules wordt de mogelijkheid voor aandeelhouders beperkt om vrijelijk van de aan hen – meestal dwingendrechtelijk – toegekende rechten gebruik te maken. Daarvoor kunnen verschillende motieven zijn, zoals¹⁹¹ bescherming van de vennootschap en de vennootschapsleiding¹⁹² en aandeelhoudersabsenteïsme.¹⁹³ In de praktijk dwingen deze oligarchische clausules vaak een vorm van samenwerking tussen aandeelhouders en vennootschapsleiding af. Aandeelhouders oefenen de dwingendrechtelijk aan hen toegekende zeggenschapsrechten uit, zoals de benoeming van bestuurders en commissarissen en het wijzigen van de statuten. Het bestuur neemt het initiatief tot besluiten daaromtrent en de raad van commissarissen moet dat initiatief goedkeuren voordat de algemene vergadering hierover mag beslissen. Op die manier worden alle vennootschapsorganen gedwongen met elkaar samen te werken om tot de volledige uitoefening van een bevoegdheid te komen en bijvoorbeeld de statuten te wijzigen.

Uit cijfermatig onderzoek dat ik heb verricht met Hezer over statutenwijziging¹⁹⁴ en met Renshof over benoeming en ont-

slag van bestuurders¹⁹⁵ blijkt dat een aanzienlijke meerderheid van de Nederlandse beursvennootschappen¹⁹⁶ gebruik maakt van deze clausules. In figuur 1 wordt schematisch weergegeven welk percentage van Nederlandse vennootschappen met een Nederlandse notering of (enkel) buitenlandse notering oligarchische clausules hanteert bij benoeming, ontslag en statutenwijziging.¹⁹⁷

De populariteit van deze oligarchische clausules bij beursvennootschappen is denk ik toe te schrijven aan de hierboven al beschreven ontwikkeling van het karakter van de vennootschap en het onveranderde karakter van de wettelijke regeling. Oligarchische clausules corrigeren in wezen het wettelijk systeem waarin aandeelhouders dwingendrechtelijk belangrijke zeggenschapsbevoegdheden mogen uitoefenen.

5 Waarnaartoe met ‘onze’ aandeelhouders?

Het voorgaande leidt tot een aantal observaties. De eerste is dat er – zoals in de inleiding genoemd – een paradoxale verhouding bestaat binnen het Nederlandse vennootschapsrecht.¹⁹⁸ Enerzijds moet de vennootschap zich richten op het belang van de vennootschap om daarmee de sociale welvaart te bevorderen. De vennootschapsleiding heeft in het verlengde hiervan de wettelijke plicht om in de regel het bestendig succes van de onderneming te bevorderen en voorts zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Het bepalen van het beleid en de strategie van de onderneming vormen een belangrijk (en breed) instrument om dat bestendig succes te bevorderen. Anderzijds kent de wet dwingendrechtelijk belangrijke bevoegdheden toe aan de algemene vergadering en dus de aandeelhouders, die onder de heersende leer in beginsel in hun eigen belang mogen handelen.¹⁹⁹

189 Kemp & Renshof 2020a, p. 53. Zie verder ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/59; R.G.J. Nowak, Inperking van het agenderingsrecht door oligarchische besluitvormingsclausules, in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt (red.), *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017; A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 131 e.v.; G.J. Boelens, *Oligarchische clausules in statuten van naamloze vennootschappen*, Kampen: J.H. Kok N.V. 1946.

190 Kemp & Renshof 2020a, p. 53.

191 Zie voor een veel uitgebreidere lijst aan redenen Boelens 1946, p. 9 e.v.

192 Kemp & Renshof 2020a, p. 53.

193 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/559; *Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus*, Den Haag: Belinfante 1929, p. 87; Boelens 1946, p. 12 e.v.; E. Tekenbroek, *De verhouding tusschen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke vennootschap in Nederland* (diss. Rotterdam), Delft: Universiteits-Boekencentrale 1923, p. 56 e.v.

194 P.L. Hezer & B. Kemp, *De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (I)*, WPNR 2019, afl. 7222, p. 26-35; P.L. Hezer & B. Kemp, *De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (II, slot)*, WPNR 2019, afl. 7223, p. 47-53 (hierna: Hezer & Kemp 2019a).

195 Kemp & Renshof 2020a; B. Kemp & S. Renshof, *The limited power to appoint and dismiss management board members in Dutch listed companies*, *European Company Law* (17) 2020, afl. 2, p. 37-44.

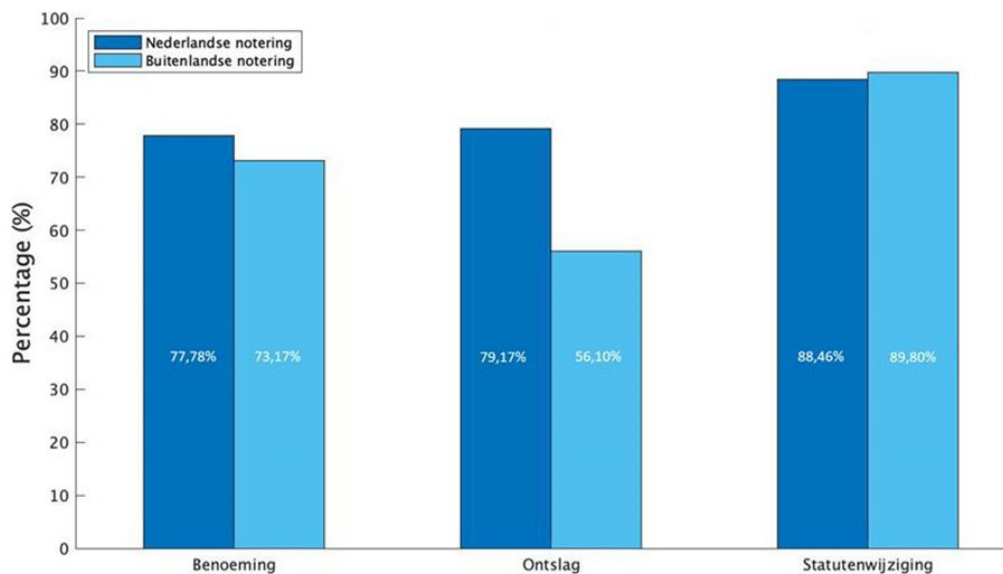
196 Met Nederlandse beursvennootschappen wordt in dit kader bedoeld vennootschappen die genoteerd zijn aan een beurs en in Nederland zijn opgericht. Het gaat dus niet slechts om beursvennootschappen met een notering (mede) in Nederland, maar ook om vennootschappen met alleen een notering in bijv. de Verenigde Staten.

197 Zie voor dit schema ook B. Kemp, P.L. Hezer & S. Renshof, *Limiting shareholder power in Dutch listed companies*, *Oxford Business Law Blog*: www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/05/limiting-shareholder-power-dutch-listed-companies.

198 Zie hierover ook reeds B. Kemp, *Aandeelhouders, hun eigen belang en het vennootschappelijk belang: over de schijn van vrijheid en werkelijke grenzen*, in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz (red.), *Het vennootschappelijk belang*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 91 e.v.

199 Dat op institutionele beleggers bepaalde verdergaande verplichtingen rusten – zowel op basis van Stewardship Codes als wettelijke bepalingen –, doet daaraan niet af. Deze regelingen zijn primair gericht op het creëren van betrokkenheid van de aandeelhouders, maar niet op het opleggen van een bepaalde gedragsnorm. Zie over deze regelgeving H. Koster, *Vennootschappelijk belang vanuit het perspectief van de aandeelhouder: de Nederlandse Stewardship Code en de herziene aandeelhoudersrichtlijn*, in: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz (red.), *De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang* (IVOR nr. 115), Deventer: Wolters Kluwer 2019; D.A.M. Melis, *De Nederlandse Stewardship Code. Global institutional investor stewardship vanuit Nederlands perspectief*, *MvO* 2019, afl. 3-4, p. 128-135.

Figuur 1 Gebruik van oligarchische clausules bij beursvennootschappen



Aandeelhouders kunnen door het uitoefenen van hun rechten het functioneren van de vennootschap beïnvloeden. Dit betekent dat aandeelhouders – volgens een aantal auteurs – deze bevoegdheden kunnen inzetten om het functioneren van de vennootschap te beïnvloeden en daarmee hun eigen belang te dienen, mits zij binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid en misbruik van bevoegdheid blijven.²⁰⁰ Dit kunnen zij zowel direct doen, door bijvoorbeeld een belangrijk bestuursbesluit wel of niet goed te keuren, als indirect doen, door bestuurders te benoemen en ontslaan. Daarmee is de kans groot dat bestuurders zich alsnog bewust of onbewust in overwegende mate laten leiden door aandeelhoudersbelangen.²⁰¹ Dit leidt begrijpelijkerwijs tot spanning, omdat de vennootschapsleiding enerzijds moet waarborgen dat het vennootschappelijk belang zo goed mogelijk wordt behartigd, en anderzijds wordt geconfronteerd met haar aandeelhouders die hun bevoegdheden mogen uitoefenen om hun eigen belang te bevorderen en daarbij ook nog eens gaan over de vraag wie de bestuurdersrol mag vervullen.

Die spanning heeft er in Nederland vooral toe geleid dat de rol van de aandeelhouder wordt ingeperkt, door (1) de introductie van de begrippen strategie en beleid en het primaat daarvoor bij het bestuur te leggen, en (2) de wettelijke rechten van aandeelhouders in te perken. Dit laatste doen niet alleen vennootschappen zelf door het gebruik van oligarchische clausules, maar ook de wetgever door het inperken van het agendingsrecht met de responstijd en wettelijke bedenktijd en het

verhogen van drempels voor het uitoefenen van aandeelhoudersrechten. Verder kan in het kader van de flexibilisering van de BV worden gewezen op de keuze van de wetgever voor de gewijzigde regelingen rondom de dividenduitkering en de instructiebevoegdheid.²⁰² Sommige auteurs zouden nog een stap verder willen gaan en de rol van de aandeelhouder verder beperken²⁰³ of zelfs op laten gaan in een participantenvergadering.²⁰⁴

Het bovenstaande doet een aantal vragen rijzen: waar moeten we naartoe met de aandeelhouders in Nederlandse vennootschappen? Is het verstandig de rechten van aandeelhouders in te perken, en zo ja, hoever moet daarin worden gegaan?²⁰⁵ Zou de stap moeten worden gezet naar een participantenvennootschap in plaats van of naast een kapitaalvennootschap? Of moeten aandeelhouders meer verantwoordelijkheden krijgen? Kunnen institutionele beleggers daarin een rol spelen? Dit zijn allemaal belangrijke vragen. In het navolgende wil ik een aantal vergezichten presenteren over hoe zou kunnen worden omgegaan met de bevoegdheidsverdeling en de rol van de aandeelhouder in het Nederlandse recht. Bij het formuleren van deze vergezichten maak ik twee voorbehouden. Het eerste is dat de Nederlandse variant van het *pluralistic stakeholderism* tot uit-

200 Zie in het bijzonder Timmerman 2018b, p. 16; Garcia Nelen 2021c, par. 5.

201 Garcia Nelen 2021c; L.E. Strine, Corporate power is corporate purpose I: Evidence from my hometown, *Oxford Review of Economic Policy* (33) 2017, afl. 2, p. 176-187.

202 Art. 2:216 en 2:239 lid 4 BW. Zie verder ook Kemp 2019, p. 94 e.v.

203 Vletter-van Dort 2018; Elion 2018, p. 17; S.R. Schuit, Over corporatisme en corporate governance, in: M. Pheijer & F. van Eenennaam, Commissaris van nu. Gevaarlijke gedachten voor commissarissen, Assen: Van Gorkum 2008. Zie ook iets minder expliciet G.T.M.J. Raaijmakers, Toezicht door aandeelhouders, in: G. van Solinge e.a., Toezicht (VDHI nr. 151), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

204 Garcia Nelen 2021b.

205 De vraag kan ook worden gesteld wie daarover moet beslissen. Wat in ieder geval opvalt, is dat de wetgever op dit vlak vooral reactief te werk gaat en beslissingen in eerste instantie worden overgelaten aan anderen, zoals de rechter en de monitoringcommissie. Zie ook Makkink 2021.

gangspunt wordt genomen. Anders gezegd, het oordeel van de Hoge Raad in de Cancun-beschikkingen is het uitgangspunt en de hier geformuleerde vergezichten worden uitgewerkt binnen dat oordeel. De reden hiervoor is dat deze opvatting in Nederland breedgedragen wordt. Ten tweede wordt uitgegaan van het huidige Nederlandse (en internationale) zeggenschapsmodel, waarbij sprake is van een bestuur, raad van commissarissen²⁰⁶ en algemene vergadering. De mogelijkheid van bijvoorbeeld een participantenvennootschap²⁰⁷ of vergelijkbare initiatieven²⁰⁸ wordt niet verkend. Hoewel dit interessante gedachten zijn, die zeker nader onderzoek en debat verdienen, staat de participantenvennootschap in mijn ogen (nog) te ver van de heersende opvattingen, waarin de aandeelhouder nog een belangrijke hoeksteen is voor de governance van de vennootschap.²⁰⁹ Daarnaast is er een aantal serieuze implementatie-uitdagingen die het vooralsnog onwaarschijnlijk maken dat een dergelijke ondernemingsvorm binnen afzienbare tijd wordt ingevoerd.²¹⁰ Mijn streven is om met deze vergezichten dicht bij het huidige materiële recht te blijven en dit waar mogelijk verder te verbeteren, in plaats van het systeem radicaal om te gooien.

5.1 Een eerste fundamentele vraag

Indachtig het uitgangspunt van *pluralistic stakeholderism* en het handhaven van het gangbare zeggenschapsmodel is een fundamentele vraag welke belangen aandeelhouders en de algemene vergadering moeten behartigen,²¹¹ omdat hun rol binnen het vennootschapsrecht moet worden bepaald op basis van het antwoord op die vraag. Samengevat speelt daarbij het volgende. Als aandeelhouders en de algemene vergadering zich mogen richten op het aandeelhoudersbelang, dan ligt het gezien de voornoemde uitgangspunten voor de hand de rol van de aandeelhouders te marginaliseren. Zij zullen zich immers niet primair richten op het belang van de vennootschap, maar op hun eigen belang. Het zou onder die gedachte ook niet voor de hand liggen dat aandeelhouders de structuur van de vennootschap zo kunnen inrichten dat zij de strategie van de

vennootschap kunnen bepalen.²¹² Het toekennen van vergaande zeggenschapsrechten aan aandeelhouders staat in dat geval ook haaks op de gedachte dat de vennootschap het bestendig succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming moet bevorderen en op die manier sociale welvaart moet creëren. Door het marginaliseren van de rol van de aandeelhouder verzwakt ook de monitoringfunctie van de aandeelhouders, hetgeen dan zou moeten worden opgevangen door – bijvoorbeeld – verdergaande mogelijkheden om het gedrag van de vennootschapsleiding voor te leggen aan de rechter. Als wordt voorgeschreven dat ook aandeelhouders en/of de algemene vergadering zich moeten richten op het vennootschappelijk belang, dan is het niet noodzakelijk om hun rol te marginaliseren. Ook zij moeten in dat geval het bestendig succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming bevorderen en zich op die manier inzetten om sociale welvaart te creëren. De uitdaging is dan vooral om ervoor te zorgen dat aandeelhouders (a) actief hun rol ‘pakken’ en geïnformeerd hun rechten uitoefenen, en (b) zich daadwerkelijk zullen richten op dit bestendig succes. De vraag die hierbij in het bijzonder opkomt, is hoe aandeelhouders/de algemene vergadering kunnen worden geprikkeld om het belang van de vennootschap te laten prevaleren boven hun eigen belang. Daarvoor kan onder meer worden gedacht aan afdwingbare gedragsnormen en verplichte samenwerking tussen de vennootschapsorganen; gedachten waarvoor ik hierna een verdere aanzet doe.

Een van de manieren om naar deze fundamentele vraag en de daaruit voortvloeiende bevoegdheidsverdeling – en in het bijzonder de rol van de aandeelhouders en algemene vergadering daarbij – te kijken is door de lens van de hiervoor al omschreven rechtseconomische theorieën,²¹³ maar dan toegepast op het Nederlandse *pluralistic stakeholderism*.²¹⁴ Ik denk dat dit tot interessante inzichten leidt en werk dat hier uit.

5.2 Wie is de principal?

Over de toepassing van de *principal-agent theory* in het ondernemingsrecht is veel geschreven en die toepassing leidt tot interessante inzichten. Binnen de vennootschap worden meer-

206 Met de kanttekening dat dit alles ook net zo goed in de *one-tier board* kan worden gegoten.

207 Zie Garcia Nelen 2021b.

208 Denk hierbij o.m. aan initiatieven tot het introduceren van de besloten vennootschap met maatschappelijk doel (de BVm), waartoe in 2021 een voorontwerp is gedeeld, alsmede aan gedachten om de coöperatie te gebruiken om de zeggenschapsverdeling meer in lijn te brengen met de breder georiënteerde onderneming (J.W. Winter, Ontmenselijking van de grote onderneming, *Ondernemingsrecht* 2019/2; J.W. Winter, Addressing the crisis of the modern corporation: The duty of societal responsibility of the board, in: *Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag* am 8. Dezember 2020, Berlijn: De Gruyter 2021).

209 Zie hierover par. 4.2.1 van deze bijdrage.

210 Zie hierover par. 3.2.2.1 van deze bijdrage.

211 Dit alles speelt niet, althans niet in dezelfde mate, als het ondernemingsrecht voorschrijft dat aandeelhouders zich dienen te richten op het (langetermijn)aandeelhoudersbelang, al dan niet in verlichte vorm. Dan is het toekennen van rechten aan aandeelhouders een logisch gevolg van de functie die het aandeelhoudersbelang als richtsnoer voor bestuurders en commissarissen vervult.

212 Over deze vraag bestaat in het Nederlandse recht een (bescheiden) rictingenstrijd tussen de Nijmeegse en Rotterdamse school. Zie voor de Rotterdamse school B.F. Assink, *Kanttekeningen bij Boskalis/Fugro*, *MvO* 2018, afl. 7, p. 183-197; Timmerman 2018a, par. 2.2.9. Zie voor de Nijmeegse school Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/121; C.D.J. Bulten, Hoe autonoom is de BV-bestuurder?, *Ondernemingsrecht* 2019/76; M. van Olffen, Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschap, *Ondernemingsrecht* 2019/12. Ik denk dat het antwoord op deze vraag (dus) afhangt van de vraag welke gedragsnorm wordt opgelegd aan aandeelhouders en de algemene vergadering.

213 Zie par. 3.2.1 van deze bijdrage.

214 Andere mogelijke benaderingen van deze vraag zijn bijv. die vanuit de jurisprudentie van de Hoge Raad (Wennex, Melchers, Aurora) en vanuit de bescherming van eigendom (art. 6 Eerste Protocol bij het EVRM), welke benaderingen zouden leiden tot de conclusie dat de aandeelhouder in beginsel zijn eigen belang mag behartigen. Zie over deze uitspraken Kemp 2015a, p. 125, hoofdstuk 5. Zie over art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM Kemp 2015a, p. 125, hoofdstuk 5; De Jongh 2014, p. 526 e.v.

dere *principal-agent*relaties beschreven,²¹⁵ waarbij vooral veel aandacht uitgaat naar de theorie met de aandeelhouders als *principals* en de bestuurders als *agents*. Die *principal-agent*relatie is echter moeilijk een-op-een toe te passen in het *stakeholder model*. Het startpunt in deze relatie is immers dat de aandeelhouder de *principal* is, terwijl dat startpunt in het *stakeholder model* juist niet wordt geaccepteerd. De *principal-agent theory*, voor zover die ziet op de relatie tussen het bestuur en de algemene vergadering, leunt ook sterk op het verbinden van het gedrag van bestuurders aan het belang van de aandeelhouders, terwijl juist dat binnen *pluralistic stakeholderism* niet opgaat. Bij *pluralistic stakeholderism* draait het immers om de belangen van alle belanghebbenden bij de vennootschap, waarbij in Nederland de Hoge Raad het bestendig succes van de aan de vennootschap zelf verbonden onderneming centraal heeft gesteld.²¹⁶ Maar als de aandeelhouder of de algemene vergadering niet de *principal* is, wie dan wel?

Een voorvraag hierbij is of het überhaupt toegevoegde waarde heeft om een *principal* te identificeren binnen het *stakeholder model*. Ik denk het wel, omdat het *law and economics*-denkraam van de *principal-agent theory* veel interessante gedachten heeft voortgebracht die tot op zekere hoogte ook binnen het *pluralistic stakeholderism* kunnen worden toegepast. Denk bijvoorbeeld aan concepten als coördinatiekosten en informatiekosten, maar ook aan *agent conflict costs*.²¹⁷ Deze kosten spelen zowel binnen het *stakeholder model* als binnen het *shareholder model*. Het is immers niet zo dat bestuurders in een *stakeholder model* per definitie minder op hun eigen belang gericht zullen zijn; ook daar bestaat het risico dat zij vooral hun eigen belang behartigen. De vraag wie als *principal* moet worden beschouwd, is fundamenteel, omdat het gedrag van de *agents* moet worden gebonden aan het belang van de *principal*. Het is immers de *principal* die controle overdraagt aan de *agent* met het oog op een efficiëntere behartiging van de belangen van de *principal*.

Indachtig de Cancun-beschikking van de Hoge Raad kunnen er onder het Nederlandse vennootschapsrecht volgens mij twee *principal-agent*relaties worden beschreven:

1. de relatie tussen de vennootschap en de vennootschapsorganen²¹⁸ en hun leden, waarbij de vennootschap de *principal* is en de vennootschapsorganen en hun leden de *agents* zijn. Deze relatie sluit aan bij de overweging van de Hoge Raad dat het bestuur zich dient te richten op het bestendig

succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming;

2. de relatie tussen degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken (de belanghebbenden) en de vennootschapsorganen en hun leden, waarbij deze belanghebbenden de *principals* zijn en de vennootschapsorganen en hun leden de *agents*.²¹⁹ Deze relatie sluit aan bij de overweging van de Hoge Raad dat het bestuur zorgvuldigheid dient te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.²²⁰

Het gaat, zeker bij de eerste *principal-agent*relatie, niet om een hele strikte toepassing van de *principal-agent theory*, maar vooral om de toepassing van de achterliggende gedachten. Deze theorie is erop gebaseerd dat de *principal* controle over beslissingen delegeert aan de *agent* en zelf een bepaalde mate van controle over de *agent* houdt.²²¹ De *principal* bepaalt hierbij het uiteindelijke doel en de algemene strategie.²²² Bij de vennootschap als *principal* gaan deze concepten niet op, omdat de vennootschap zelf een juridische fictie is en niet proactieve controle kan uitoefenen over de *agents*.²²³ Waar de parallel met de *principal-agent theory* kan worden getrokken, is dat de bevoegdheid om beslissingen te nemen die het belang van de vennootschap raken, wordt gedelegeerd aan de vennootschapsorganen²²⁴ en zij die controle moeten uitoefenen in het

215 Traditioneel worden er drie *principal-agent*relaties beschreven, namelijk (1) tussen de aandeelhouders en bestuurders, (2) tussen meerderheidsaandeelhouders en minderheidsaandeelhouders, en (3) tussen de belanghebbenden bij de vennootschap en de vennootschap zelf. Zie Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 30 e.v.

216 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun).

217 Zie par. 3.2.1.1.

218 Daarbij doel ik in de eerste plaats op de organen van de vennootschap, in het bijzonder die zoals genoemd in art. 2:78a/189a BW. Hetzelfde geldt echter denk ik in grote lijnen voor andere betrokkenen met zeggenschap over de vennootschap.

219 Binnen deze relatie zijn de vennootschapsorganen en hun leden dus *agents*, maar zij maken tevens deel uit van de *principals*. Dit geldt echter ook voor de eerste *principal-agent*relatie zoals omschreven in de *Anatomy* (Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 30), aangezien de bestuurder ook aandeelhouder kan zijn (en dat zelfs wordt gestimuleerd).

220 Deze tweede *principal-agent*relatie zit relatief dicht aan tegen de derde *principal-agent*relatie zoals omschreven in de *Anatomy* (Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 30): 'the conflict between the firm itself – including, in particular, its owners – and the other parties with whom the firm contracts, such as creditors, employees and customers'.

221 Zie hierover E. Posner, Agency models in law and economics, John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 92, 2000; J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser, Principals and agents: An overview, in: J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser (red.), Principals and agents: The structure of business, Boston, MA: Harvard Business School Press 1991, p. 1-35.

222 R.C. Clark, Agency costs versus fiduciary duties, in: J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser (red.), Principals and agents: The structure of business, Boston, MA: Harvard Business School Press 1991, p. 56.

223 Wel is het mogelijk om zorgplichten te creëren op basis waarvan de bestuurders, commissarissen en aandeelhouders zich moeten richten op het belang van de vennootschap en zij zo nodig kunnen worden gecorrigeerd. Dit is een van de *legal strategies* om *agency costs* te beperken (zie Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 31).

224 Zie over deze blik op de *principal-agent theory* Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 29.

belang van de vennootschap.²²⁵ Deze delegatie brengt het risico met zich dat degene aan wie die controle wordt gedelegeerd vooral in zijn eigen belang zal handelen in plaats van in – hier – het vennootschappelijk belang. Dat zijn in wezen de *agent conflict costs* zoals beschreven door Goshen en Squire,²²⁶ en strategieën om die kosten te beperken zijn – tot op zekere hoogte – ook bruikbaar voor de hierboven genoemde twee *principal-agent*relaties.

Het kwalificeren van de vennootschap als de *principal* onder de eerste *principal-agent*relatie heeft een aantal consequenties. De in mijn ogen belangrijkste is dat vanuit dit gezichtspunt alle betrokkenen aan wie bevoegdheden over de vennootschap worden toegekend (of gedelegeerd) als *agent* moeten worden beschouwd en dus in het belang van de vennootschap als *principal* zouden moeten handelen.²²⁷ Deze gedragsnorm geldt dus ook voor de aandeelhouder als *agent*, die vanuit de vennootschap bevoegdheden krijgt toegekend. Dit biedt een interessant gezichtspunt, namelijk dat (a) de aandeelhouder als *agent* zich ook zou moeten richten op het belang van de *principal*, dus het vennootschappelijk belang,²²⁸ en (b) de *agent conflict costs*, zoals beschreven in paragraaf 3.2.1.1, zich evengoed voordoen als een aandeelhouder rechten uitoefent als wanneer een bestuurder die rechten uitoefent. Voor zover in het Nederlandse governance-model rechten/bevoegdheden aan aandeelhouders/de algemene vergadering worden toegekend, kan dit leiden tot *agency conflict costs*. Met andere woorden, de aandeelhouder die zich op zijn eigen belang richt in plaats van op het vennootschappelijk belang creëert kosten voor de vennootschap, hetgeen ten nadele komt van het creëren van sociale welvaart. Deze kosten worden verder versterkt in de opvatting dat de aandeelhouder zijn eigen belang mag behartigen, omdat de aandeelhouder daarmee de juridische ruimte krijgt om vrijelijk deze *agency conflict costs* te creëren. Vanuit dit perspectief is dit dus een onwenselijke en kostbare vrijheid die de aandeelhouder wordt toegekend. Dit inzicht betekent ook dat het vanuit beleidsmatig perspectief goed denkbaar is om het verminderen van *agency conflict costs* aan de zijde van de aandeelhouder met vergelijkbare *legal strategies* te benaderen als die welke voor bestuurders zijn geformuleerd, waaronder regels die het gedrag van aandeelhouders reguleren en de vrijheid

van de aandeelhouders om bepaalde beslissingen te nemen te beperken.²²⁹

Het kwalificeren van alle belanghebbenden bij de vennootschap als *principals* onder de tweede *principal-agent*relatie heeft eveneens belangrijke consequenties.²³⁰ Een verschil met de eerste *principal-agent*relatie is dat hier wel partijen zijn aan te wijzen die het uiteindelijke doel en de algemene strategie zouden kunnen formuleren. Tegelijkertijd zullen die partijen in de praktijk moeilijk die rol kunnen vervullen. Het zou immers betekenen dat alle betrokkenen bij de vennootschap met elkaar moeten overleggen, waarbij dezelfde problemen spelen als bij de participantenvennootschap. In de praktijk zijn de informatie- en coördinatiekosten voor afstemming tussen deze *principals* (vooralsnog) te hoog om tot een werkend model te komen. Wel biedt deze tweede *principal-agent*relatie ruimte voor het scheppen van verantwoordelijkheid van de vennootschapsorganen en hun leden ten opzichte van de belanghebbenden als *principals*. Om ervoor te zorgen dat de vennootschapsorganen deze verantwoordelijkheid nakomen, moeten de *principals* de *agents* goed kunnen monitoren. Daarbij speelt dat – zoals in veel relaties binnen de *principal-agent theory* – sprake is van informatieasymmetrie en coördinatiekosten tussen de *principals* en de *agents*,²³¹ die onder deze *principal-agent*relatie bovendien hoog zijn vanwege de diversiteit tussen de verschillende belanghebbenden. Als gevolg hiervan is het moeilijk voor de belanghebbenden als *principals* om de vennootschapsorganen en hun leden als *agents* effectief te monitoren op hun verantwoordelijkheid zonder excessieve kosten te maken.²³² Deze hoge kosten hebben in de praktijk tot gevolg dat meer zeggenschap wordt overgedragen aan de *agents*, waar deze kosten in mindere mate worden gemaakt.²³³ Om de informatieasymmetrie te verminderen en de monitoringfunctie te verbeteren en daarmee de kosten voor zover mogelijk te verlagen, kunnen bepaalde strategieën worden gehanteerd. Door deze tweede *principal-agent*relatie tussen de belanghebbenden en de vennootschapsorganen te identificeren wordt duidelijk dat het van belang is om strategieën te ontwikkelen en in de praktijk te brengen op basis waarvan de belanghebbenden en de vennootschapsorganen en hun leden effectief kunnen samenwerken aan de hand van voldoende informatie, om daarmee (vooral) de *agency conflict costs* te verlagen.

225 B. Sjäfjell, Redefining agency theory to internalize environmental product externalities: A tentative proposal based on life cycle thinking, in: E. Maitre-Ekern, C. Dalhammar & H.C. Bugge (red.), Preventing environmental damage from products, Cambridge: Cambridge University Press 2018, p. 101 e.v. Zie daarnaast Cools, die onder verwijzing naar andere literatuur toelicht dat de *agency theory* gaat om de relatie waarin de *agent* een dienst verricht ten behoeve van de *principal* en waarbij een zekere mate van delegatie van beslissingsbevoegdheid plaatsvindt (S. Cools, The dividing line between shareholder democracy and board autonomy: Inherent conflict of interest as normative criterion, European Company and Financial Review (11) 2014, afl. 2, p. 271.

226 Goshen & Squire 2017, p. 793 e.v.

227 Dit is vergelijkbaar met het standpunt dat wordt ingenomen door Sjäfjell 2018, p. 111.

228 Dit is dan ook een ander perspectief dan vanwaaruit ik het in mijn proefschrift heb benaderd (Kemp 2015a, hoofdstuk 5).

229 Zie voor die strategieën Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 31 e.v.

230 De vraag zou kunnen worden opgeworpen of niet met een van beide *principal-agent*relaties kan worden volstaan. Mijn eigen opvatting hierover is dat beide *principal-agent*relaties hun eigen belangrijke inzichten geven over de relatie tussen de vennootschap, de belanghebbenden bij de vennootschap en de vennootschapsorganen. Daarnaast worden beide relaties beschreven door de Hoge Raad in de Cancun-beschikking.

231 Pratt & Zeckhauser 1991, p. 3.

232 Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 29.

233 Zie in bredere zin voor de relatie tussen hoge monitoringskosten en het delegeren van zeggenschap Easterbrook & Fischel 1991, p. 66-67.

5.3 Instrumenten om *agency conflict costs* en *agency competence costs* onder deze twee *principal-agentrelaties* te verminderen

Het vaststellen van deze twee *principal-agentrelaties* in het *stakeholder model* roept direct de vraag op welke instrumenten er zijn om die relaties goed te reguleren met als doel om de *agent conflict costs* en *competence conflict costs* te verlagen. Hierover kan vanuit allerlei verschillende gezichtspunten worden nagedacht, maar het is niet de ambitie om in deze bijdrage daarop een volwaardig antwoord te formuleren. Wel wordt een aanzet gedaan om, ter illustratie van mijn gedachten over het onderwerp, twee vergezichten uit te werken die in ieder geval een rol kunnen spelen bij het reguleren van die relaties. Die twee vergezichten hebben betrekking op:

1. de rol van afdwingbare gedragsnormen tegenover controlerechten; en
2. de potentie van gedwongen samenwerking tussen de organen van de vennootschap.

5.3.1 Afdwingbare gedragsnormen tegenover controlerechten

Als wordt gekeken naar het vennootschapsrecht, dan kan wat de bevoegdheidsverdeling betreft een onderscheid worden gemaakt tussen afdwingbare gedragsnormen en controlerechten.²³⁴ Van een gedragsnorm is sprake wanneer voor de organen en hun leden wordt voorgeschreven hoe die zich dienen te gedragen. Dit kan een algemeen voorgeschreven gedragsnorm zijn, zoals het behartigen van het vennootschappelijk belang en het in acht nemen van de redelijkheid en billijkheid, maar ook een specifieke gedragsnorm die van toepassing is op het uitoefenen van een bepaalde bevoegdheid, zoals het niet goedkeuren van een dividendbesluit als de bestuurder voorziet dat de vennootschap na de dividenduitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. Een afdwingbare gedragsnorm kan ervoor zorgen dat het vennootschapsorgaan en zijn leden zich ook daadwerkelijk richten op hetgeen door die gedragsnorm wordt voorgeschreven, in plaats van op hun eigen belang. Richten zij zich niet of onvoldoende op dit belang, dan kan dit gedrag door de belanghebbenden worden gecorrigeerd. Deze correctie kan plaatsvinden door (1) het uitoefenen van een controlerecht, maar ook door (2) het ingrijpen door de publieke toezichthouder of (3) doordat een belanghebbende – waaronder de vennootschap zelf – naar de rechter stapt met het verzoek om in te grijpen.²³⁵ Van een controlerecht is sprake wanneer een orgaan (of zijn leden) het recht krijgt om controle uit te oefenen over een ander orgaan of over bepaalde besluiten. Hiermee kan het or-

gaan dat het controlerecht heeft het andere orgaan en zijn leden controleren en waar nodig corrigeren. Het klassieke voorbeeld is de benoemings-, schorsings- en ontslagbevoegdheid van de algemene vergadering.

De controlerechten van aandeelhouders als correctiemechanisme zijn in een *shareholder model* effectiever dan in een *stakeholder model*. In het *shareholder model* zijn deze rechten toegekend aan de aandeelhouders, waarmee de aandeelhouders erop toezien dat de bestuurders handelen in het belang van de aandeelhouders en, zo nodig, het gedrag van bestuurders corrigeren. Als het controlerecht zo is vormgegeven dat de aandeelhouders belangrijke besluiten zelf nemen, is dat ook effectief, want de aandeelhouder is intrinsiek gemotiveerd om zijn eigen belang te behartigen en zal overeenkomstig beslissen – zo is althans de gedachte. In het *stakeholder model* ligt dit anders. Ook daar kunnen deze rechten worden toegekend aan de aandeelhouders – en dat gebeurt ook –, maar aandeelhouders zijn niet intrinsiek gemotiveerd om het vennootschappelijk belang te behartigen. Het toekennen van controlerechten aan aandeelhouders in het *stakeholder model* verkleint dus niet de *agent conflict costs*, maar verschuift deze kosten van de ene *agent* (de bestuurders) naar de andere *agent* (de aandeelhouders). Daar zijn de *agent conflict costs* bovendien mogelijk groter, omdat gevoelsmatig aandeelhouders meer dan bestuurders geneigd zullen zijn in hun eigen belang te handelen. Aandeelhouders zijn immers in de regel minder nauw betrokken bij de vennootschap en staan in minder direct contact met andere belanghebbenden bij de vennootschap.²³⁶ Het is dan ook lastig om toezicht binnen het *stakeholder model* zo vorm te geven dat de controlerechten bij de *principals* komen te liggen. Onder de eerste *principal-agentrelatie* is de vennootschap de *principal*, en die kan als juridische fictie niet zelfstandig controlerechten uitoefenen. In de tweede *principal-agentrelatie* zijn de gezamenlijke belanghebbenden de *principals*. Deze *principals* zijn echter moeilijk allemaal concreet te identificeren,²³⁷ laat staan dat zij zich allemaal kunnen laten vertegenwoordigen. De coördinatiekosten zijn dan ook hoog, wat pleit voor meer delegatie van bevoegdheden aan de *agents*.²³⁸ Het zou bijvoorbeeld wel kunnen worden overwogen om bepaalde *principals* met een zwaarwegend belang binnen de vennootschap een voordrachts- of benoemingsrecht te geven voor de raad van commissarissen, zodat in ieder geval vanuit die belangen een bepaalde vorm van controle uitgaat. Het Nederlandse recht doet dat al voor aandeelhouders en in mindere mate, binnen het structuurregime, voor werknemers, maar het is mogelijk hiermee nog een stap verder te gaan en ook andere zwaarwegende belanghebbenden een dergelijk voordrachts- of benoemingsrecht te geven.

²³⁴ Dit lijkt op het door Timmerman gemaakte onderscheid tussen gedragsvraagstukken en structuurvraagstukken (L. Timmerman, *Structuur en gedragsnorm in de ondernemingsrechtspraak van de Hoge Raad*, WPNR 2013, afl. 6969, p. 245-248; L. Timmerman, *Der Ring des Nibelung en het ondernemingsrecht*, WPNR 2014, afl. 7037, p. 1026-1028).

²³⁵ De Hoge Raad laat er in de Cancun-beschikking in mijn ogen ook ruimte voor (HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde). De enquêteprocedure geeft hiertoe op dit moment beperkt ruimte, omdat alleen bepaalde belanghebbenden toegang hebben tot de enquêteprocedure.

²³⁶ Hierbij past wel de kanttekening dat dit sterk afhankelijk is van het soort aandeelhouder. Een oprichter of private-equitypartij zal in de regel sterkere banden met de vennootschap en haar belanghebbenden onderhouden dan een particuliere belegger.

²³⁷ Zo ook: Study on directors' duties and sustainable corporate governance, juli 2020, op.europa.eu, p. 5.

²³⁸ Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 30.

Op basis van deze constatering zou ik willen verdedigen dat in het *stakeholder model* meer dan in het *shareholder model* de nadruk zou moeten liggen op afdwingbare gedragsnormen in plaats van op controlerechten. Gedragsnormen kunnen voorschrijven dat vennootschapsorganen en hun leden bepaalde belangen moeten behartigen, zoals het vennootschappelijk belang. Dit is een juridische strategie gericht op de eerste *principal-agent* relatie. Daarnaast kunnen gedragsnormen een zorgvuldigheidsverplichting inhouden, bijvoorbeeld dat de vennootschapsorganen en hun leden zorgvuldigheid moeten betrachten met betrekking tot de belangen van belanghebbenden. Dit is een juridische strategie gericht op de tweede *principal-agent* relatie.

Gedragsnormen kunnen niet vrijblijvend worden voorgescreven en moeten afdwingbaar zijn,²³⁹ zodat de vennootschapsorganen en hun leden geprikkeld worden deze normen na te leven. Als sprake is van een afdwingbare gedragsnorm, moeten de vennootschapsorganen en hun leden onder omstandigheden verantwoording afleggen over hoe zij deze gedragsnorm hebben nageleefd. De gedragsnorm is daarmee ook een verantwoordingsnorm.²⁴⁰ Deze verantwoordingsnorm kan door een rechter (of publieke toezichthouder) worden getoetst.²⁴¹ Dit doet de rechter op basis van een toetsingsnorm.²⁴² Deze toetsingsnorm kan afwijken van de verantwoordingsnorm, bijvoorbeeld omdat de rechter het beleid vanwege de bestuurlijke beleidsvrijheid marginaal toetst.²⁴³ De onder het Nederlandse ondernemingsrecht voorgeschreven gedragsnormen, zoals het vennootschappelijk belang en de redelijkheid en billijkheid, creëren een verantwoordelijkheid voor de vennootschapsorganen en hun leden tegenover de vennootschap en degenen die bij haar betrokken zijn. Die verantwoordelijkheid kunnen deze belanghebbenden – tot op zekere hoogte – ook afdwingen bij de rechter. In de praktijk gebeurt dit vooral door kapitaalverschaffers – en dan vooral minderheidsaandeelhouders – en in mindere mate door werknemers. Het Neder-

landse enquêterecht is daarop ook ingesteld.²⁴⁴ Onder de tweede *principal-agent* relatie zijn echter niet alleen aandeelhouders en werknemers *principals*, maar alle belanghebbenden bij de vennootschap. Het is van belang dat, mede in verband met de hoge coördinatiekosten, de individuele *principals* in staat zijn om de *agents* effectief te monitoren, om zodoende te waarborgen dat *agent conflict costs* relatief laag blijven. Als een van de manieren om dit te verbeteren kan worden nagedacht over het versterken van de mogelijkheden voor deze andere belanghebbenden om zich onder omstandigheden tot de rechter te wenden,²⁴⁵ al dan niet indirect.²⁴⁶ Een concrete gedachte zou kunnen zijn om de limitatieve opsomming²⁴⁷ van partijen die het enquêterecht toekomt, los te laten en in plaats daarvan het bredere belanghebbenden criterium te hanteren. Dit past bij de gedachte dat alle *principals* belang kunnen hebben bij een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de vennootschap. Bovendien geeft het belanghebbendenbegrip (meer) flexibiliteit aan de Ondernemingskamer om te bepalen of een specifieke verzoeker bij een concrete vennootschap als belanghebbende kwalificeert, hetgeen mede afhankelijk kan zijn van de vraag of de vennootschap een sociaal doel heeft,²⁴⁸ en wat de impact van de vennootschap op die belanghebbende

²⁴⁴ Zowel kapitaalverschaffers als degenen die daarmee gelijk kunnen worden gesteld, hebben – met een zekere drempel – toegang tot het enquêterecht. Hetzelfde geldt voor vakbonden, maar weer niet voor individuele groepen werknemers of de ondernemingsraad, al wordt aan die laatstgenoemde wel geregeld contractueel het enquêterecht toegekend.

²⁴⁵ Zie hierover ook Kemp 2015a, p. 296 e.v. Overigens is deze trend ook terug te zien in o.m. de uitspraak van de rechtbank Den Haag inzake Milieudefensie tegen Shell (Rb. Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337, JOR 2021/208). Daar hielden belangengroepen op grond van een collectieve actie een multinational waarvan het hoofdkantoor in Nederland is gevestigd verantwoordelijk voor het verlagen van CO₂-uitstoot. Vergelijkbaar wordt in het eerdergenoemde EY-rapport aangegeven dat een van de opties is om stakeholders de mogelijkheid te geven juridische procedures te starten tegen bestuurders om schadevergoeding te krijgen in het geval van mismanagement van duurzaamheidsrisico's en invloed (Study on directors' duties and sustainable corporate governance, juli 2020, op.europa.eu, p. 49).

²⁴⁶ Eijsbouts heeft in 2010 al de mogelijkheid genoemd om belanghebbenden die niet zelf enquêtebevoegd zijn de mogelijkheid te bieden om een verzoek te doen aan de advocaat-generaal van het gerechtshof Amsterdam, die wel de enquêtebevoegdheid heeft en vervolgens op basis van de zorgen van deze belanghebbenden een enquête kan gelasten (A.J.A.J. Eijsbouts, Elementaire beginselen van maatschappelijk verantwoord ondernemen, in: A.J.A.J. Eijsbouts e.a., Maatschappelijk verantwoord ondernemen, Deventer: Kluwer 2010). Zie ook Eijsbouts & Kemp 2012. Ook Makkink 2021 noemt de mogelijkheid van de advocaat-generaal in verband met het maatschappelijk beleid van de onderneming. In de praktijk maakt de advocaat-generaal van dit recht geen gebruik (zie hierover K. Spruitenburg, De enquêteregentijd bij de NV en BV, Deventer: Wolters Kluwer 2018, hoofdstuk 10).

²⁴⁷ HR 1 februari 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD8831, NJ 2002/225 m.nt. Maeijer (De Vries Robbé); HR 4 februari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR8899, NJ 2005/127 m.nt. Maeijer (Landis Group); HR 29 maart 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY7833, NJ 2013/304 m.nt. Van Schilfgaarde (Chinese Workers); HR 11 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:905, NJ 2014/296 m.nt. Van Schilfgaarde (Slotervaart).

²⁴⁸ Dit lijkt enigszins op hetgeen in de Aanzet wettelijke regeling BvM was voorgesteld, waar een stichting of vereniging die collectieve belangen van anderen behartigt, bevoegd zou zijn om een enquêteverzoek in te dienen in relatie tot het maatschappelijk belang dat in de statuten van de BvM is neergelegd.

²³⁹ Zie vergelijkbaar Makkink 2021.

²⁴⁰ Zie hierover met verwijzingen Kemp 2015a, p. 239.

²⁴¹ Net als de rechter kan een publieke toezichthouder, zoals DNB, de AFM, de NZa en de IGJ, belast zijn met het toetsen en zo nodig corrigeren van het gedrag van vennootschapsorganen en hun leden. Bij financiële instellingen is die betrokkenheid bovendien al relatief intensief. In het buitenland zijn er ook ontwikkelingen waarbij de overheid toezicht houdt op verplichtingen van ondernemingen met betrekking tot risicomanagement en due diligence in verband met mensenrechten en milieugerelateerde risico's (zie hierover H. de Wulf, ESG en vennootschapsrecht: inig verbonden, maar ook duurzaam?, in: H.J. de Kluijver (red.), Duurzaam ondernemen. Preadviezen van de Koninklijke Vereniging 'Handelsrecht', Zutphen: Uitgeverij Paris 2021). Hoewel deze toezichthouders een belangrijke rol (kunnen) spelen, laat ik die omwille van de omvang van de bijdrage verder onbesproken.

²⁴² B.F. Assink, Deel I. 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 (Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht'), Deventer: Kluwer 2009, p. 78.

²⁴³ Kemp 2015a, p. 241. Zie ook B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, Deventer: Kluwer 2007, p. 44.

is. Om te voorkomen dat partijen die menen als belanghebbenden te kwalificeren te gemakkelijk naar de enquêteprocedure grijpen, zou een verplichte ontvankelijkheidsprocedure kunnen worden voorgeschreven voordat partijen – en de Ondernemingskamer – zich over een verzoek tot een onderzoek buigen.²⁴⁹

Het gaat hierbij overigens niet alleen om de vraag of een bepaalde belanghebbende toegang zou moeten hebben tot een bepaalde procedure, maar ook of belanghebbenden voldoende mogelijkheden hebben om op adequate wijze gebruik te maken van die toegang. Daarbij kan worden nagedacht over modaliteiten rondom procesfinancieringen en informatieverstrekking als onderdeel van de procedure.²⁵⁰ Bij procesfinanciering kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de vraag in hoeverre het mogelijk is voor een belanghebbende om zijn werkelijke proceskosten vergoed te krijgen.²⁵¹ De uitdaging is dit zo vorm te geven dat een goede balans wordt gevonden tussen voldoende autonomie van de vennootschapsleiding, adequaat toezicht op die vennootschapsleiding door de andere vennootschapsorganen en andere belanghebbenden bij de vennootschap en het voorkomen van een *lawyers paradise*, waarin ieder besluit van de vennootschapsleiding in een langdurige en kostbare procedure voor de rechter wordt bevochten.

Een andere mogelijkheid – die hier niet verder wordt uitgewerkt – is te bezien welke juridische strategieën kunnen worden gebruikt om de belangen van *agents* te laten samenlopen met die van de *principal*. Daarbij is vooral de eerste *principal-agent* relatie van belang. De Hoge Raad heeft immers bepaald dat het bestuur zich moet richten op het bevorderen van het bestendig succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming.²⁵² Het laten samenlopen van deze belangen kan bijvoorbeeld plaatsvinden door middel van het op een bepaalde manier inrichten van de bezoldiging voor de vennootschapsleiding. Dit gebeurt ten dele ook al.²⁵³ In de tweede

principal-agent relatie is geen sprake van een *principal* met een relatief eenduidig belang, maar van meerdere *principals* met uiteenlopende belangen. Daar is het veel moeilijker om de belangen te laten samenlopen. Een serieuze uitdaging is in mijn ogen het ontwikkelen van juridische strategieën die het belang van aandeelhouders laten samenlopen met het belang van de vennootschap, al zijn deze belangen minder onverenigbaar dan het lijkt. De belangen van aandeelhouders en de vennootschap lopen in de praktijk immers juist vaak samen (het *enlightened shareholder value model* gaat ook uit van deze gedachte). Het is vooral belangrijk hierover na te denken voor situaties waar dit potentieel niet het geval is en de *agent conflict costs* potentieel hoog zijn, zoals bij dividenduitkeringen, aandeleninkopen en overnames. Het ligt voor de hand daar andere vennootschapsorganen een prominente rol te geven, hetgeen het Nederlandse recht ook ten dele al doet.²⁵⁴

5.3.2 Samenwerking en hoe samenwerking kan worden vormgegeven: terug naar het idee van *governance costs*

In tegenstelling tot het *shareholder model* is er in het Nederlandse *pluralistic stakeholderism* niet een duidelijke *principal* aan te wijzen aan wie bepaalde controlerechten over de vennootschappen kunnen worden toegekend. Als gevolg hiervan kan de juridische strategie om *agency conflict costs* te verkleinen door controlerechten bij de *principal* te leggen niet effectief worden toegepast. Hiervoor kan wat mij betreft iets in de plaats worden gesteld dat ook kan helpen bij het verminderen van deze kosten, namelijk gedwongen samenwerking tussen de vennootschapsorganen.²⁵⁵ De gedachte hierachter is dat door samenwerking voor te schrijven bij het uitoefenen van bepaalde bevoegdheden deze organen (en hun leden) worden gedwongen tot compromissen waarbij zij hun eigen belang niet voorop kunnen stellen. Als gevolg hiervan ontstaat een vorm van onderlinge verbondenheid tussen de vennootschapsorganen binnen de onderneming, waarbij de vennootschapsorganen elkaar controleren bij het uitoefenen van bevoegdheden. Bevoegdheden die gezamenlijk moeten worden uitgeoefend, komen in de praktijk al veel voor. Een voorbeeld is de in 2012 gewijzigde uitkeringsregeling bij de BV.²⁵⁶ Daar beslist – in beginsel – de algemene vergadering over het doen van een uitkering, maar dat besluit blijft zonder gevolgen, tenzij en totdat het bestuur aan dit besluit goedkeuring verleent. Op basis van de wettekst wordt voor het bestuur bij het nemen van het goedkeuringsbesluit een beperkte gedragsnorm voorgeschreven ('indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat

249 Dergelijke stappen worden bijv. in het buitenland toegepast bij zogenoemde *derivative suits*. Zie voor Engeland: Sections 260-264 UK Companies Act 2006, en voor Duitsland: § 148 AktG.

250 Zie hierover ook C.C. van Dam, Doorbraak in de aansprakelijkheid van moedervennootschappen, in: J. van Bekkum e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2020-2021*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 197.

251 In sommige buitenlandse *derivative suits*, waaronder in Duitsland en Engeland, is het mogelijk voor aandeelhouders om – onder omstandigheden – de proceskosten vergoed te krijgen (zie C.G. Beuerle & M.A. Schilleg, *Comparative company law*, Oxford: Oxford University Press 2019, p. 698 en 711).

252 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun).

253 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/199. Daarbij kan worden opgemerkt dat het toekennen van (opties op) aandelen aan de vennootschapsleiding juist contraproductief is, omdat het (1) de vennootschapsleiding prikkelt om zich vooral op het belang van de aandeelhouders te richten en (2) de vennootschapsleiding daardoor juist minder autonoom is ten opzichte van de aandeelhouders en de algemene vergadering. In termen van de hiervoor geformuleerde *principal-agent* relatie: het prikkelt de ene *agent* om vooral in het belang van de andere *agent* te handelen.

254 Zo is het bestuur degene die de vennootschap vertegenwoordigt bij het inkopen van aandelen, zij het dat het – bij de NV – een machtiging van de algemene vergadering nodig heeft (art. 2:98 lid 4 en 5 BW), en feitelijk de dividenduitkering doet. Voor wat betreft overnames is het bestuur bevoegd zelfstandig een beschermingsconstructie in te voeren (of uit te oefenen), tenzij hiervoor op grond van een wettelijke of statutaire bepaling medewerking van de algemene vergadering vereist is (Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/555). Bij de BV geldt voor de dividenduitkering dat het besluit van (in beginsel) de algemene vergadering zonder gevolg blijft, zolang het bestuur de dividenduitkering niet goedkeurt (art. 2:216 BW).

255 Zie hierover al kort Kemp & Renshof 2020a.

256 Art. 2:216 BW.

Tabel 1 Overzicht totale governance costs

	Competence costs	Conflict costs
Principal	<i>Principal competence costs</i> : deze kosten komen voort uit bijvoorbeeld een gebrek aan expertise, informatie en hoge coördinatiekosten aan de zijde van de <i>principal</i>	<i>Principal conflict costs</i> : deze kosten komen voort uit een gebrek aan prikkels om te handelen in het belang van de collectieve <i>principals</i> , zoals – bij aandeelhouders – rationale apathie, <i>empty voting</i> en verschillende investeringshorizonten
Agent	<i>Agent competence costs</i> : deze kosten komen voort uit bijvoorbeeld een gebrek aan expertise, competentie en informatie	<i>Agent conflict costs</i> : dit zijn de klassieke <i>agency costs</i> , die voortkomen uit het handelen in het eigen belang door de <i>agent</i> in plaats van het handelen in het belang van de <i>principal</i>

de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare verplichtingen²⁵⁷), maar in de literatuur is deze norm wel breder uitgelegd.²⁵⁷ Als gevolg hiervan kan een uitkering alleen plaatsvinden als het bestuur en de aandeelhouder het erover eens zijn dat en hoe de dividenduitkering kan plaatsvinden. Een vergelijkbaar samenwerkingsmechanisme komt terug in veel oligarchische clausules.²⁵⁸ Ter illustratie: de aandeelhouder heeft dwingendrechtelijk de bevoegdheid de statuten te wijzigen,²⁵⁹ maar kan dit op grond van een statutaire bepaling alleen nadat het bestuur daartoe het initiatief neemt en de raad van commissarissen dit bestuursbesluit goedkeurt. Als gevolg hiervan kunnen de statuten van de vennootschap alleen worden gewijzigd als alle vennootschapsorganen met elkaar samenwerken en het dus met elkaar eens zijn.²⁶⁰

Een andere variant op het bovenstaande wordt voorgesteld door Garcia Nelen. Hij doet onder meer het voorstel de algemene vergadering alleen nog maar negatieve controlerechten (goedkeuringsrechten) te geven.²⁶¹ De gedachte hierachter is dat het bestuur in beginsel het primaat heeft bij het initiëren van beleid, strategie en andere zaken die vallen onder het besturen. Hoewel Garcia Nelen en ik in grote lijnen hetzelfde beogen, ben ik geen voorstander van het volledig wegnemen van het initiatiefrecht voor aandeelhouders. Dit beperkt namelijk de mogelijkheden voor wederzijds toezicht tussen de vennootschapsorganen zonder dat daar in mijn ogen echt een aanleiding toe bestaat. Aandeelhouders moeten net als de vennootschapsleiding onderwerpen ter discussie kunnen stellen, om op die manier een dialoog op gang te krijgen en te komen

tot beslissingen over het al dan niet goedkeuren van bepaalde voorstellen. Zolang maar is gewaarborgd dat sprake is van samenwerking om tot een daadwerkelijke uitoefening van de bevoegdheid te komen, wordt gewaarborgd dat de aandeelhouders niet zelfstandig hun wil kunnen doordrukken. Dat zou bijvoorbeeld kunnen door te bepalen dat in de meeste gevallen voorstellen van aandeelhouders eerst door de vennootschapsleiding moeten worden goedgekeurd, alvorens de algemene vergadering daarover kan stemmen. Er is evenwel een uitzondering op het systeem nodig waar het bevoegdheden betreft die de bestuurders zelf (persoonlijk) raken, zoals de bevoegdheid tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen. Daar zou kunnen worden overwogen om de drempel voor het uitoefenen van die bevoegdheden (het meerderheidsvereiste en/of quorum) te verhogen als sprake is van een besluit op initiatief van de aandeelhouders, in plaats van dat volledige samenwerking wordt vereist.²⁶²

Uitgaande van de gedachte dat samenwerking tussen de organen van de vennootschap behulpzaam kan zijn, wat is dan een effectieve manier om de bevoegdheidsverdeling binnen die samenwerking vorm te geven, zowel in het kader van de hierboven beschreven samenwerking als daarbuiten? Ook hier kunnen rechtseconomische theorieën inzichten bieden. Ik haal daarbij inspiratie uit de hierboven besproken *principal costs theory* van Goshen en Squire.²⁶³ Zij gaan ervan uit dat de totale *governance costs* bestaan uit vier kwadranten (zie tabel 1).²⁶⁴

Hoewel deze theorie is gebouwd op het rechtseconomische model van de aandeelhouder als *principal* en de bestuurders als *agents*, biedt het ook inzichten bij het vormgeven van samenwerking tussen de *agents* in de door mij beschreven eerste *principal-agent* relatie. Het verduidelijkt bijvoorbeeld dat het toekennen van bevoegdheden/rechten aan een bepaalde *agent* binnen de vennootschap, zoals bestuurders, commissarissen, aandeelhouders en werknemers, bepaalde kosten met zich

257 J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2014, p. 410-411; B. Bier, *Betekent winstrecht ook recht op winst?*, in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 184. Zie hierover Kemp 2019, p. 96-98.

258 Waarover reeds par. 4.2.3 van deze bijdrage.

259 Art. 2:121 BW.

260 In theorie kan deze wederzijdse afhankelijkheid leiden tot een impasse, maar in de praktijk lijkt dit amper te gebeuren. Mocht een impasse zich toch voordoen, dan zal het in de praktijk al snel aan de rechter/arbiter zijn om de knoop door te hakken. Zie ook Kemp & Renshof 2020a, p. 66.

261 Garcia Nelen 2020, p. 385; Garcia Nelen 2021.

262 In de praktijk wordt een dergelijke systematiek ook regelmatig gehanteerd. Zie voor een overzicht hiervan Kemp & Renshof 2020a.

263 Zoals beschreven in par. 3.2.1.1.

264 Goshen & Squire 2017, p. 795.

meebrengt. Die kosten variëren naargelang aan welke *agent* bepaalde bevoegdheden worden toegekend. Een adequate corporate governance is erop gericht dat de kosten die het gevolg zijn van een bepaalde bevoegdheidsverdeling zo laag mogelijk zijn. Versimpeld weergegeven betekent dit het volgende: stel dat als uitgangspunt de aandeelhouders 100% van de controle over de vennootschap hebben. Als de aandeelhouders 1% van de controle verleggen naar het bestuur, levert dit bijvoorbeeld een besparing van 100 op in de *governance costs*. Daartegenover staat een nieuwe kostenpost van 50; het toekennen van rechten aan het bestuur levert immers ook *competence costs* en *conflict costs* op. In dit geval is het verleggen van de bevoegdheden efficiënt, het levert een ‘winst’ van 50 op. Hoeveel controle binnen een specifieke vennootschap kan worden verlegd, hangt af van de omstandigheden bij de vennootschap, waaronder:

- a. Competentie: van belang is hoe competent de bestuurders, aandeelhouders en commissarissen zijn.²⁶⁵ Een van de redenen dat een deel van de controle over de vennootschap bij het bestuur ligt, is omdat die bestuurders vaak competentier zijn dan aandeelhouders om te beslissen over het reilen en zeilen van de vennootschap.²⁶⁶ Echter, de precieze bevoegdheidsverdeling zal afhangen van de specifieke competenties van het bestuur en de aandeelhouders. Vooral bij de aandeelhouders kunnen de verschillen groot zijn. Private-equityinvesteerdere zullen in de regel over een aanzienlijk hogere competentie beschikken, zeker op bepaalde onderdelen van het beleid, dan een particuliere belegger. Vanuit de competenties bezien is het derhalve verdedigbaar dat de algemene vergadering meer controle dient te hebben over de vennootschap als de aandeelhouder hoog competent is dan wanneer het gaat om een laag competente aandeelhouder.²⁶⁷
- b. Complexiteit: nauw verbonden met competentie is de complexiteit van de beslissing. Niet iedere beslissing is even complex. Een laag competente beslissende kan makkelijker een beslissing nemen over een minder complex vraagstuk, terwijl een goede beslissing over complexe vraagstukken meer competentie vereist. Als gevolg hiervan is het in de regel verstandig om complexe beslissingen bij een hoog competent orgaan te leggen en de eenvoudige beslissing bij het laag competente orgaan. Ook hier is in algemene termen het onderscheid tussen de vennootschapsleiding en de aandeelhouders goed te maken. Aandeelhouders zullen in de regel minder goed in staat zijn om een complexe beslissing te nemen, omdat zij de benodigde informatie en expertise onvoldoende bezitten en niet de kosten willen maken om dat te compenseren. De bestuurders en com-

missarissen zullen daarentegen eerder over de noodzakelijke informatie en expertise beschikken. Ook hier is het echter van belang om wat voor soort aandeelhouder het gaat: een hoog competente aandeelhouder zal beter in staat zijn complexe beslissingen te nemen dan een laag competente aandeelhouder.

Bestaat het uitoefenen van een bevoegdheid uit meerdere stappen, dan kan ook binnen die reeks van stappen rekening worden gehouden met de complexiteit van de beslissing en de competentie van de *agent*. Een voorbeeld hiervan is het wijzigen van statuten en de in paragraaf 4.2.3 toegelichte oligarchische clausules. Het nemen van de beslissing over hoe precies statuten moeten worden gewijzigd, is een complexere beslissing dan de beslissing of die voorgestelde wijziging moet worden aangenomen (ja of nee).²⁶⁸ Om die reden kan het beter zijn het initiatiefrecht bij een hoog competent orgaan te leggen en de ‘ja-nee’-beslissing bij een laag competent orgaan. Dit is ook terug te zien in hoe oligarchische clausules bij statutenwijziging vaak worden vormgegeven, waarbij het bestuur het initiatiefrecht heeft om een statutenwijziging te agenderen, maar de algemene vergadering (dwingendrechtelijk) besluit of de statuten daadwerkelijk moeten worden gewijzigd en dus *de facto* een goedkeuringsrecht heeft.²⁶⁹

- c. Informatievoorziening: eveneens nauw verbonden met competentie en complexiteit is informatievoorziening. In hoeverre heeft de *agent* voldoende informatie om te beslissen en, als hij deze informatie niet heeft, wat is er nodig om ervoor te zorgen dat deze informatie beschikbaar wordt gemaakt en welke kosten zijn eraan verbonden om deze informatie te verwerken? Ook hiervoor geldt dat bij het nemen van beslissingen over de vennootschap in de regel aandeelhouders over minder informatie zullen beschikken dan de vennootschapsleiding. Aandeelhouders zullen daarnaast, zeker bij een gespreid aandelenkapitaal, minder geneigd zijn de kosten te willen maken om grote hoeveelheden informatie te verwerken om ervoor te zorgen dat zij wel voldoende geïnformeerd zijn. De vraag is bovendien in hoeverre zij recht hebben op deze informatie.
- d. Coördinatiekosten: aan het uitoefenen van bevoegdheden zijn kosten verbonden. Deze kosten zijn bijna altijd hoger als de bevoegdheid wordt uitgeoefend door aandeelhouders, omdat zij vanuit hun positie in de regel een informatieachterstand hebben, er vaak sprake is van een aanzienlijk aantal aandeelhouders, een algemene vergadering moet worden bijeengeroepen en deze moet plaatsvinden om tot een besluit te komen.²⁷⁰ Dit alles geldt te meer als sprake is van een beursvennootschap met een gespreid aandelenka-

²⁶⁵ Goshen & Squire 2017, p. 785.

²⁶⁶ D.J. Smythe, Shareholder democracy and the economic purpose of the corporation, *Washington & Lee Law Review* (63) 2006, p. 1407 en 1409.

²⁶⁷ Daarbij past wel de kanttekening dat private-equityinvesteerdere mede een hogere competentie hebben op onderdelen waar vooral de aandeelhouders belang bij hebben. Om die reden is het wel van belang om, als de algemene vergadering meer controle krijgt, te waarborgen dat die controle wordt uitgeoefend in het belang van de vennootschap en niet (alleen) in het belang van de aandeelhouders.

²⁶⁸ Ik realiseer mij dat dit enigszins versimpeld is, omdat ook een ‘ja of nee’-beslissing wel degelijk complex kan zijn. Het is echter in mijn ogen in de regel minder complex dan de beslissing of het ‘akkoord’ is of niet. Vergelijk het met het uitzoeken van een nieuwe keuken. Zelf moeten beslissen welke kranen erin moeten, welke oven, wel of geen geruite panelen, etc. kan complexer zijn dan simpelweg aan het eind aangeven of je akkoord bent met het volledige voorstel.

²⁶⁹ Hezer & Kemp 2019a.

²⁷⁰ Cools 2014, p. 272.

pitaal, waarbij iedere individuele aandeelhouder die geïnformeerd wil participeren in de algemene vergadering deze kosten moet maken.²⁷¹ De kosten zijn lager als het besluit wordt genomen door het bestuur of de raad van commissarissen, waarbij er bovendien meer flexibiliteit is rondom de wijze en timing van de besluitvorming.

Al deze omstandigheden kunnen ook binnen het Nederlandse ondernemingsrecht relevante gezichtspunten geven bij het vormgeven van de bevoegdheidsverdeling binnen de samenwerking tussen de organen van de vennootschap. Het pleit allereerst voor een flexibel ondernemingsrecht, dat kan worden ingericht aan de hand van competenties, informatievoorziening en coördinatiekosten. Daarbij zal – zeker bij beursvennootschappen – relatief veel delegatie naar de vennootschapsleiding plaatsvinden, omdat die beter in staat is om te beslissen wat in het belang van de vennootschap is. In de samenwerking tussen de organen van de vennootschap zal het initiatiefrecht voor complexe beslissingen vaker bij de vennootschapsleiding liggen, terwijl eenvoudigere beslissingen kunnen worden voorgedragen aan de algemene vergadering. Zijn de coördinatiekosten bij een orgaan hoog, dan is dat een aanvullende reden om alleen de belangrijkste besluiten (mede) bij dat orgaan te leggen.

6 Naar een afronding: wat betekent dit concreet voor de zeggenschapsverhoudingen binnen de Nederlandse vennootschap?

Hiervoor is toegelicht dat de eerste fundamentele vraag is wat van de aandeelhouders wordt verwacht, en dat vervolgens moet worden bepaald welke rechten en verplichtingen aan aandeelhouders worden opgelegd. Wanneer aandeelhouders de vrijheid krijgen om in beginsel hun eigen belang te behartigen, pleit dit binnen *pluralistic stakeholderism* voor een beperking van de rechten van de aandeelhouders. Bij beursvennootschappen is die ontwikkeling ook gaande. Er zou ook voor kunnen worden gekozen om van aandeelhouders meer te verwachten en te bepalen dat zij zich – net als andere organen die bevoegdheden krijgen binnen de vennootschap – moeten richten op het vennootschappelijk belang. In dat geval ligt de nadruk niet op het beperken van de rechten van aandeelhouders, maar op het waarborgen dat aandeelhouders de aan hen toegekende rechten uitoefenen in lijn met de aan de aandeelhouders opgelegde verantwoordelijkheid. De keuze welke belangen de aandeelhouders mogen of moeten behartigen, is derhalve van groot belang voor de vraag hoe de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap zou moeten worden vormgegeven.

Om tot meer inzicht te komen over – binnen de kaders zoals die door de Hoge Raad in met name de Cancun-beschikking zijn geschetst – een mogelijke benadering van de bovenstaande keuze en vervolgens de *stakeholder governance* verder vorm te geven, kan onder meer worden gekeken naar de rechtsecono-

mische theorieën over de *principal-agent* relatie. Daarbij identificeer en gebruik ik twee *principal-agent* relaties:

1. de relatie met de vennootschap als de *principal* en de vennootschapsorganen en hun leden als de *agents*; en
2. de relatie met de belanghebbenden bij de vennootschap als *principals* en de vennootschapsorganen en hun leden als *agents*.

Op basis hiervan is een aantal vergezichten van juridische strategieën en inzichten geformuleerd die kunnen worden toegepast bij het beheersen van de voornoemde *principal-agent* relaties en daarmee het versterken van het Nederlandse ondernemingsrecht. Het meest fundamentele is dat aandeelhouders individueel en verenigd in de algemene vergadering *agents* van de vennootschap als *principal* zijn onder de – door mij geïdentificeerde – eerste *principal-agent* relatie. Daaraan kan de consequentie worden verbonden dat zij, evenals bestuurders en commissarissen, het vennootschappelijk belang moeten behartigen en dus niet de vrijheid hebben in beginsel hun eigen belang te behartigen. Verder moeten aandeelhouders dan ook, zoals blijkt uit de tweede *principal-agent* relatie, net als bestuurders en commissarissen, zorgvuldigheid betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Met andere woorden, de positie van de aandeelhouder zou op dit vlak niet hoeven af te wijken van die van de bestuurders en commissarissen, wat betekent dat aan aandeelhouders dezelfde gedragsnormen kunnen worden opgelegd. Het betekent ook dat als wordt vastgehouden aan de leer dat de aandeelhouders in beginsel hun eigen belang mogen behartigen, dit hoge *control costs* met zich brengt.

Vervolgens is de vraag welke gevolgen deze constatering hebben voor hoe vennootschappen en de vennootschapsorganen en andere betrokkenen worden gereguleerd, zowel met het oog op rechten als met het oog op verplichtingen. Daarvoor zijn denk ik in ieder geval de volgende gedachten interessant:

- a. Afdwingbare gedragsnormen zijn in het *stakeholder model* een belangrijker juridisch instrument om ervoor te zorgen dat bestuurders, commissarissen en aandeelhouders in het belang van de vennootschap handelen en zorgvuldigheid betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap zijn betrokken, dan het toekennen van controlerechten aan een ander orgaan. Immers, alle partijen waaraan controlerechten kunnen worden gegeven, zijn *agents* met een eigen belang dat niet volledig parallel loopt aan het belang van de vennootschap. Er zal dus altijd sprake zijn van *agent conflict costs* als aan een partij controlerechten worden toegekend.
- b. Alle belanghebbenden hebben belang bij nakoming van deze gedragsnormen door de bestuurders, commissarissen en aandeelhouders als *agents*. Om ervoor te zorgen dat belanghebbenden effectief deze *agents* kunnen monitoren, moeten deze belanghebbenden voldoende informatie krijgen en zich – onder omstandigheden – tot een externe partij met een toezichthoudende rol kunnen wenden. Dit kan

²⁷¹ Goshen & Squire 2017, p. 786.

een publieke toezichthouder zijn en/of de rechter. Het is daarbij van belang dat een goede balans wordt gevonden tussen effectieve monitoring door en ten behoeve van de belanghebbenden enerzijds en het voorkomen van een *lawyers paradise* anderzijds. Gedacht zou bijvoorbeeld kunnen worden aan het verbreden van de toegang tot de Ondernemingskamer door de limitatieve opsomming van enquêtegerechtigden te vervangen door het belanghebbendencriterium.

- c. Controlerechten kunnen in zoverre effectief zijn, dat daarmee de vennootschapsorganen worden gedwongen met elkaar samen te werken bij het uitoefenen van bepaalde bevoegdheden. Door die gedwongen samenwerking is er minder ruimte voor de *agents* om hun eigen belang te laten prevaleren boven het belang van de vennootschap. Bij het bepalen van de bevoegdheidsverdeling en het vormgeven van de samenwerking kan onder meer rekening worden gehouden met de competenties van de betrokken organen en hun leden, de complexiteit van de voorliggende beslissingen, de informatievoorziening aan de betrokkenen en de coördinatiekosten voor het uitoefenen van bevoegdheden.

Deze vergezichten lossen de in de inleiding beschreven paradox niet geheel op en verdienen nader onderzoek en een verdere uitwerking. Het doel van deze bijdrage is om enige eerste gedachten te delen en vergezichten te formuleren die de paradox kunnen verkleinen. Aan de hand daarvan kan worden gekomen tot een beter werkbaar en meer realistisch Nederlands model van *stakeholder governance* binnen – op hoofdlijnen – de huidige bevoegdheidsverdeling.