

# DE FINANCIËLE MARKT EN HET ONDERNEMINGSRECHT

Oratie in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar  
Ondernemings- en effectenrecht aan de Vrije Universiteit te Amsterdam  
op dinsdag 16 juni 2009

door

**Mr. G.T.M.J. Raaijmakers**

## 1. De behoefte aan lange termijn-waarborgen in het ondernemingsrecht

We leven in tijden van grote verandering. De Amerikaanse staatsman en uitvinder Benjamin Franklin zei eens: “If you’re finished changing, you’re finished”. Naar die maatstaf gemeten, zijn we nog lang niet “finished”. Er verandert veel en het ondernemingsrecht is daarop geen uitzondering. In de afgelopen tien jaar zijn oude principes vervangen door nieuwe inzichten, zijn belangenafwegingen gewijzigd, is ook in het ondernemingsrecht de “regeldruk” fors toegenomen, en zijn er verscheidene heilige huisjes gesneuveld. De nadruk heeft in belangrijke mate gelegen op het versterken van het vestigingsklimaat, het vergroten van de aantrekkingskracht voor investeerders, en het verbeteren van checks en balances. Corporate governance heeft een centrale plaats ingenomen in het ondernemingsrecht en de verwevenheid met het financiële recht is inmiddels een gegeven, met name voor beursgenoteerde ondernemingen. Verantwoordelijkheden zijn scherper geworden en de positie en belangen van aandeelhouders zijn veel meer op de voorgrond komen te staan. Nu, een kleine tien jaar verder, doet zich echter de vraag voor of we daarmee op de goede weg zijn. Mede ingegeven door de financiële crisis, maar ook los daarvan, worden in toenemende mate vragen gesteld bij de “duurzaamheid” van het nieuwe systeem van governance in ons ondernemingsrecht. Ik onderken daarbij twee gezichtspunten.

Ten eerste wordt de vraag gesteld of het systeem werkt zoals het bedoeld is; of het bijdraagt aan welvaarts-groei op de lange termijn zoals beoogd. Is de balans in rechten en plichten van aandeelhouders niet zoekgeraakt met negatieve effecten als gevolg?<sup>1</sup> In haar verantwoording bij de nieuwe Corporate Governance Code merkte de Monitoring Commissie op dat inmiddels

---

<sup>1</sup> Vgl. het ICGN/Eumedion-seminar in Amsterdam op 2 maart 2009 waar bij een stemming 49% (tegen 44,9%) van de deelnemers aangaf dat de financiële crisis het vertrouwen in het aandeelhoudersmodel van corporate governance heeft ondermijnd.

is gebleken dat een toename van rechten van aandeelhouders tevens een toename van de nadruk op het eigen belang van de aandeelhouder, respectievelijk het aandeelhoudersbelang heeft gebracht.<sup>2</sup> Daarom is het belangrijk om nu ook normen van redelijkheid en billijkheid voor aandeelhouders te formuleren, aldus de Commissie. In februari 2009 ging de Europese werkgroep onder leiding van De Larosière nog verder door in haar rapport te concluderen dat “[corporate governance] is one of the most important failures of the present crisis”.<sup>3</sup> En in zijn rapport over de financiële crisis plaatst Turner, de voorzitter van de Engelse toezichthouder de FSA, ernstige kanttekeningen bij de effectiviteit van marktdiscipline bij het voorkomen dat banken te grote risico’s nemen. Wel geeft hij aan dat het vergroten van de invloed van institutionele beleggers op de strategie van ondernemingen overwogen zou kunnen worden.<sup>4</sup>

Inmiddels gaan ook in Nederland stemmen op om de positie van institutionele beleggers te versterken. Met name Nederlandse institutionele beleggers zouden grotere posities moeten nemen in Nederlandse beursondernemingen en ook zou onderzocht moeten worden hoe institutionele beleggers gestimuleerd kunnen worden tot meer “commitment” bijvoorbeeld via loyaliteitsdividend of loyaliteitsstemmen.<sup>5</sup> Anderen pleiten juist voor meer inperking van aandeelhoudersrechten en zien de financiële crisis als aanleiding.<sup>6</sup> De vraag naar het adequate functioneren van het nieuwe governance-systeem dateert van vóór die crisis, maar in de “schuldvraag” komt die zoals gezegd terug. Mijns inziens is dat ook terecht. De vraag wat precies de crisis heeft veroorzaakt is complex. Maar het is niet waarschijnlijk dat corporate governance en de aandeelhoudersstructuur daarbij geen enkele rol hebben gespeeld.

Ik zie echter, zoals gezegd, nog een tweede gezichtspunt. Dit betreft discussie over het paradigma zelf. Waar nog slechts enkele jaren geleden Hansmann en Kraakman “the end of history for corporate law” uitriepen en voorspelden dat het Anglo-Amerikaanse model van het aandeelhoudersprimaat de Westerse wereld blijvend zou gaan domineren,<sup>7</sup> wordt dat inmiddels openlijk in twijfel getrokken. Welke belangen dienen in de vennootschappelijke

---

<sup>2</sup> Paragraaf 46. van de verantwoording bij de Corporate Governance Code zoals aangepast in december 2008.

<sup>3</sup> Par. 110 van het Rapport van The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25 februari 2009. Zie ook par. 112 en 118. Zie verder in vergelijkbare zin het OECD-rapport over The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Financial Market Trends, 2009, 1,2. Zie echter anders B.R. Cheffins, Did Corporate Governance “Fail” During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500, ssrn.com mei 2009.

<sup>4</sup> Par. 1.4(iv) van The Turner Review; A regulatory response to the global banking crisis, maart 2009.

<sup>5</sup> Vgl. ‘Stemgedrag beleggers moet beter’, Fd. 22 april 2009, p. 19; WinterCools, Darwin en Governance, Fd. 24 april 2009, p. 13.

<sup>6</sup> Vgl. het Rapport van de Adviescommissie Toezicht Banken (Commissie Maas), 7 april 2009, p. 25 e.v.; Interview met Jan Louis Burggraaf, “We zagen de bad guys over het hoofd”, Volkskrant 5 juni 2009, p. 9.

<sup>7</sup> H. Hansmann en R. Kraakman, The End of History for Corporate Law, in: Convergence and Persistence in Corporate Governance, Cambridge 2004, p. 33 e.v., geschreven met een knipoog naar Fukuyama’s The End of History and the Last Man, New York 1992, dat een politieke “overwinning” voorspelt van het Westerse democratie-model, dat inmiddels evenzeer in twijfel wordt getrokken.

besluitvorming te worden betrokken? In hoeverre mogen of moeten de – financiële – belangen van de aandeelhouders daarbij prevaleren? Of moeten daarbij juist ook nadrukkelijk andere belangen worden meegewogen, niet alleen van direct bij de onderneming betrokkenen, maar ook van verder gelegen belangen die door het gedrag van de onderneming worden geraakt?<sup>8</sup> In de Verenigde Staten noemt Jack Welch, de “vader van de aandeelhouderswaarde”, dit nu “the dumbest idea in the world”. Aandeelhouderswaarde is een resultaat, geen strategie, zo merkt hij op.<sup>9</sup> Timmerman noemt het in zijn recente Rotterdamse oratie een belangrijke taak van het vennootschapsrecht om bij te dragen aan een fatsoenlijke samenleving door mogelijke conflicten tussen dergelijke verschillende belangen in goede banen te leiden.<sup>10</sup> In dat verband wijst hij op de opkomst van een benadering waarbij het aandeelhoudersbelang op de lange termijn voorop staat, zij het dat daarop correcties mogelijk zijn als andere belangen disproportioneel verwaarloosd dreigen te worden. Hij sluit daarbij aan op het concept van “enlightened shareholder value” zoals dat in het Verenigd Koninkrijk is ontwikkeld,<sup>11</sup> en hij wijst ook op de Code Corporate Governance die eveneens het streven naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn voorop stelt.<sup>12</sup>

Het concept van aandeelhouderswaarde op de lange termijn is echter niet onomstreden. Het staat om te beginnen op gespannen voet met het huidige recht dat uitgaat van een stakeholdersbenadering waarin het ene belang niet a priori vóór het andere gaat.<sup>13</sup> Ook in de literatuur wordt hierover verschillend gedacht. Zo wordt wel getwijfeld aan het onderscheidende karakter van het criterium van “aandeelhouderswaarde op de lange termijn” ten opzichte van een toetsing aan “het vennootschappelijk belang” waarin de belangen van diverse betrokken stakeholders zijn verenigd. Het eerste wordt gepresenteerd als een belang waarover beter verantwoording kan worden afgelegd in de praktijk, maar is het nu echt zoveel scherper?<sup>14</sup> Ook hier speelt verder de financiële crisis een rol in het debat. Als het om banken gaat, stelt de Commissie Maas in haar rapport over de toekomst van de financiële sector dat de raad van bestuur steeds een evenwichtige afweging moet maken tussen de belangen van de spaarders, de klanten, de aandeelhouders, de werknemers en de samenleving waarin de bank opereert, maar dat het primaat van die afweging hoort te liggen bij de spaarders en de

---

<sup>8</sup> Vgl. P.A. Gourevitch en J. Shinn, *Political Power & Corporate Control*, Oxford 2005, o.m. op p. 295, waar zij het punt maken dat corporate governance niet alleen gaat over efficiëntie, maar ook over politiek.

<sup>9</sup> *Financial Times* 12 maart 2009.

<sup>10</sup> L. Timmerman, *Grondslagen van geldend vennootschapsrecht, Ondernemingsrecht 2009*, p. 6.

<sup>11</sup> Zie Par. 172 van de *Companies Act 2006*.

<sup>12</sup> Preambule 7 van de Code Frijns zoals vastgesteld in December 2008.

<sup>13</sup> Zie art. 2:140 lid 2 en 2:250 lid 2 BW; HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN AMRO). Zie ook art. 2:129 lid 5 en 2:239 lid 5 BW (nieuw) zoals opgenomen in TK 31763.

<sup>14</sup> Vgl. H.J. de Kluiver, *Vennootschappelijke replek op Timmerman's grondslagen, Ondernemingsrecht 2009*, p. 19.

klanten.<sup>15</sup> De Minister van Financiën heeft dit uitgangspunt in een reactie op het rapport onderschreven.<sup>16</sup>

Het is illustratief voor een stroming waarbij de onderneming wordt gezien als een spilpunt van belangen en als een maatschappelijk belangrijk instituut dat een invloed heeft op het levensgenot van burgers.<sup>17</sup> Het raakt daarmee ook aan de bredere discussie over maatschappelijk verantwoord ondernemen dat nu ook in de nieuwe Code Corporate Governance een belangrijke plaats heeft gekregen.<sup>18</sup> De vennootschap heeft bepaalde zorgplichten en dient de rechten van derden te respecteren.<sup>19</sup> "(...) the responsibility to respect is the baseline expectation for all companies in all situations", zo formuleerde Speciale Vertegenwoordiger van de Secretaris-Generaal van de VN op het gebied van mensenrechten en multinationals John Ruggie dat in zijn rapport van april 2008.<sup>20</sup> Maar het gaat verder dan alleen het respecteren van rechten. Er is een ontwikkeling waarin zowel wetenschappers als bedrijven meer en meer aannemen dat naast de *Profit*, de *People*, en de *Planet* nog een vierde P thuishoort: de *Pleasure* om voor en met een bedrijf te werken.<sup>21</sup> Dat zou in de moderne markteconomie op de achtergrond zijn geraakt. Het is wat de econoom Richard Layard in zijn interessante studie over "Happiness" bedoelt als hij zegt:

"We are ever more influenced by exaggerated versions of the 'survival of the fittest' (Charles Darwin) and 'the invisible hand' (Adam Smith). A result has been the well-documented decline in trust."<sup>22</sup>

Hij stelt dat ons hedendaagse economisch model teveel uitgaat van conflict en te weinig van coöperatie. Het is volgens hem één van de factoren die kan verklaren waarom het geluk van mensen, dat met moderne inzichten objectief kan worden gemeten, in de afgelopen 50 jaar ondanks grote welvaartsgroei niet is toegenomen. Het is een boeiend en confronterend

---

<sup>15</sup> Rapport Adviescommissie Toezicht Banken, 7 april 2009, Aanbeveling 1.11.

<sup>16</sup> Nieuwsbericht Ministerie van Financiën van 8 april 2009.

<sup>17</sup> Vgl. N. Hertz, *The Silent Takeover*, Londen 2001; R.B. Reich, *Supercapitalism*, New York 2007, o.a. op p. 209 e.v.

<sup>18</sup> Zie o.m. Principe II.1 en Best practice bepaling III.1.6.

<sup>19</sup> Vgl. T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgethiek en zorgplichten*, Leiden 2007; L. Timmerman, *Grondslagen van geldend vennootschapsrecht, Ondernemingsrecht 2009*, p. 7-8.

<sup>20</sup> *Protect, Respect and Remedy: a Framework for Business and Human Rights*, Report of the Special Representative of the Secretary-General on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises, John Ruggie, 7 april 2008, Nr. 24.

<sup>21</sup> Zie in die zin C. van Dam, *Onderneming en mensenrechten*, Den Haag 2008, p. 42.

<sup>22</sup> Richard Layard, *Happiness; Lessons from a New Science*, Londen 2006, p. 232.

perspectief waar ook andere gezaghebbende economen zoals Bruno Frey onderzoek naar deden.<sup>23</sup>

Ik keer terug naar mijn thema: er worden vragen gesteld bij de richting die het ondernemingsrecht in de afgelopen tien jaar heeft ingeslagen en met name bij de sterk toegenomen rol die aandeelhouderswaarde daarbij heeft ingenomen in het bijzonder bij beursgenoteerde ondernemingen. Een rode draad lijkt te zijn hoe kan worden gewaarborgd dat ondernemingen zich bij hun beleid en hun gedrag richten en ook kunnen richten op de lange termijn, dat er voldoende ruimte is om ook andere gerechtvaardigde belangen dan alleen die van aandeelhouders mee te nemen in de besluitvorming, zonder de gerechtvaardigde belangen van aandeelhouders en de verworven checks en balances te kort te doen.

Dit zijn grote vragen. Ik heb niet de pretentie dat ik deze vragen hier kan beantwoorden. Wat ik wel wil doen is tegen deze achtergrond stilstaan bij een aspect dat in deze discussie een belangrijke rol speelt en dat is de interactie tussen de financiële markt en het ondernemingsrecht die in de afgelopen 10 jaar als gevolg van deze ontwikkeling is toegenomen. Door de grotere nadruk op aandeelhouderswaarde en de sterkere positie van aandeelhouders wordt de corporate governance van beursondernemingen steeds meer bepaald door die financiële markt, is die daarvan steeds meer afhankelijk geworden. Tegelijkertijd zien we een verschuiving van ondernemingsrecht naar financieel recht, waarbij de nadruk steeds meer komt te liggen op disciplineren vanuit die financiële markten, onder meer door middel van verdergaande transparantieverplichtingen. Het is voor de discussie over de toekomst van corporate governance en het ondernemingsrecht dan ook van belang om goed te begrijpen hoe die interactie plaatsvindt. Ik zal hierna het functioneren van de financiële markt in deze interactie analyseren en kom tot een karakterisering daarvan in zeven beperkingen. Voordat ik dat doe, ga ik eerst nader in op die onderlinge afhankelijkheid. Aan het slot zal ik tot conclusies proberen te komen.

## 2. **De governance van de beurs-NV afhankelijk van de financiële markt**

Formeel kennen wij in Nederland het zogeheten stakeholdersmodel. De Hoge Raad bevestigde dit onomwonden in het ABN AMRO-arrest. Bij de vervulling van zijn taken behoort het bestuur het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking te nemen. Ook het feit dat er een openbaar bod op de aandelen

---

<sup>23</sup> Zie bv. B.S. Frey, *Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*, Northampton 1998;

van de vennootschap is uitgebracht, brengt niet zonder meer met zich dat het bestuur en de raad van commissarissen alleen het belang van de aandeelhouders moeten bewaken en laten prevaleren, aldus de Hoge Raad.<sup>24</sup>

Desalniettemin heeft er een geleidelijke paradigmawijziging plaatsgevonden. Aandeelhouderswaarde en de belangen van aandeelhouders zijn zoals gezegd meer op de voorgrond komen te staan. Mede daardoor is onze economie in dat opzicht nog meer "open" geworden dan hij daarvoor was. Er zijn verschillende belangrijke momenten te onderkennen in die ontwikkeling. Ik noem er een aantal. Een eerste belangrijk ijkpunt in deze ontwikkeling was de invoering van de Euro in 1999. Vanwege hun onvoorspelbaarheid vinden institutionele beleggers valutarisico's over het algemeen niet prettig. Wel streven zij naar diversificatie: spreiding van hun beleggingsportefeuille om zodoende ook de risico's te spreiden. Vóór de invoering van de euro hadden veel Nederlandse institutionele beleggers relatief grote belangen in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Gezamenlijk hadden zij daardoor een belangrijke positie. Het Verenigd Koninkrijk kent die verhouding tussen lokale fondsen en lokale ondernemingen vandaag de dag nog steeds. Men spreekt daar wel over een "club", wat als één van de redenen wordt gezien dat de dialoog tussen aandeelhouders en ondernemingen in Engeland betrekkelijk succesvol is. Voor Nederland was het directe gevolg van de invoering van de Euro echter dat Nederlandse institutionele beleggers hun belangen in Nederlandse ondernemingen in rap tempo zijn gaan afbouwen en zijn gaan spreiden binnen de gehele Eurozone. Dit gaf een extra impuls aan de opkomst van buitenlandse, met name Britse en Amerikaanse investeerders in Nederlandse ondernemingen. Inmiddels is ongeveer 75% van de aandelen in Nederlandse beursondernemingen in handen van buitenlandse beleggers. Niet alleen versterken zij onze "open economie" nu zij geen natuurlijke band hebben met Nederlandse ondernemingen. Belangrijker nog voor ons onderwerp is dat zij het Anglo-Amerikaanse gedachtegoed "meebrengen", een ontwikkeling die overigens nog verder wordt versterkt doordat Nederlandse ondernemingen in de afgelopen jaren in toenemende mate bij belangrijke strategische beslissingen geadviseerd werden door met name Amerikaanse financiële adviseurs en de door de sterke toename van het aantal buitenlandse bestuurders en commissarissen.

Een belangrijk keerpunt werd gevormd door de boekhoudschandalen van begin deze eeuw. Hoezeer deze hebben gezorgd voor een ware "klimaatverandering" in het ondernemingsrecht, valt moeilijk te overschatten. Waar voordien het bestuur van een onderneming in de regel nog

---

B.S. Frey, *Happiness; A Revolution in Economics*, Londen 2008.

<sup>24</sup> HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 (ABN AMRO), r.o. 4.5-4.6. Zie verder Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 293 en de daar genoemde literatuurverwijzingen. Zie ook Pitlo/Raaijmakers (2006), p. 312 e.v.

de "benefit of the doubt" kreeg, sloeg die stemming in één klap om. De bestuurders van de desbetreffende falende ondernemingen kregen zware persoonlijke verwijten. Of zij de enige waren aan wie verwijten te maken waren, en of een deel van de oorzaak niet ook besloten lag in het systeem als zodanig, laat ik nu even in het midden. Geconstateerd kan in ieder geval worden dat deze gebeurtenissen een sterk uitstralingseffect hadden. De integriteit van bestuurders was niet langer uitgangspunt. Die moest bewezen worden. Het vertrouwen was weg en dat moest terugverdiend worden. Het belang van disciplineren van bestuurders kwam bovenaan op de agenda.

Een volgende belangrijke stap in de ontwikkeling was de publicatie op 4 november 2002 van het rapport van de Europese High Level Group of Company Law Experts, naar haar voorzitter genoemd het Winter-rapport. In haar belangrijke richtinggevende advies aan de Europese Commissie, stelde de High Level Group de belangen van de aandeelhouders voorop. In navolging van Jensen en de school waartoe hij behoort,<sup>25</sup> formuleerde de High Level Group als uitgangspunt dat aandeelhouders het best in staat zijn om de governance van ondernemingen te beoordelen, aangezien zij als "residual claimholders" het uiteindelijke economische risico lopen.<sup>26</sup> Dit gedachtegoed is vervolgens overgenomen door de Europese Commissie die in haar Corporate Governance Action Plan als belangrijk streven heeft geformuleerd om in Europa te komen tot een daadwerkelijke aandeelhoudersdemocratie.<sup>27</sup>

Een andere belangrijke stap in de ontwikkeling is het arrest van de Hoge Raad inzake RNA op 18 april 2003.<sup>28</sup> In deze uitspraak oordeelde de Hoge Raad over de principiële vraag in hoeverre het een bestuur van een onderneming vrijstaat zich te beschermen tegen een vijandige overname, een situatie die gezien kan worden als een lakmoesproef voor het stakeholdersmodel. In het Amerikaanse recht,<sup>29</sup> het land bij uitstek van het aandeelhoudersmodel, geldt in dit soort situaties als algemeen uitgangspunt dat een onderneming "can just say no" tegen een vijandige bidder, tenzij het bestuur van de onderneming zelf besloten heeft zijn zelfstandigheid op te geven en naar strategische alternatieven om te zien.<sup>30</sup> In wezen gaat de Hoge Raad verder door een

---

<sup>25</sup> Zie o.m. M.C. Jensen, *A Theory of the Firm*, Londen 2000, p. 136 e.v.

<sup>26</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 November 2002, Chapter III and Paragraph 3.1.

<sup>27</sup> Par. 3.1.2 van het EU Corporate Governance Action Plan, COM (2003) 284 van 21 mei 2003. Vgl. ook punt 3 van de preambule van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten (2007/36/EG).

<sup>28</sup> HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (RNA).

<sup>29</sup> Althans het recht van de staat Delaware waar de meeste Amerikaanse ondernemingen gevestigd zijn.

<sup>30</sup> Zie *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del.Ch. 1989 en Del. 1990); en daarover P.N. Wakkie, *Beschermingsmaatregelen in de Verenigde Staten*, in: G. van Solinge en M.Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Deventer 2004, p. 427 e.v.; M.J.G.C. Raaijmakers m.m.v. P.A. van der Schee, *Regulering en handhaving van overnamebiedingen in perspectief*, in: *Handboek Openbaar Bod*,

“aandeelhoudersvriendelijkere” benadering te kiezen. Weliswaar overweegt de Hoge Raad dat het bestuur van een onderneming zich in het algemeen met beschermingsconstructies mag beschermen tegen een vijandige overname, maar hij koppelt daaraan een aantal belangrijke voorwaarden. Voor mijn onderwerp is met name van belang de overweging van de Hoge Raad dat “als uitgangspunt [dient] te worden genomen dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.”<sup>31</sup> En hoewel er in de literatuur wel discussie bestaat hoe deze uitspraak van de Hoge Raad precies moet worden geïnterpreteerd, gaat er minst genomen een belangrijk signaal van uit. Een "serieuze bidder" mag niet permanent buiten de deur worden gehouden, zo lijkt de boodschap te zijn.

In de periode die daarop volgde hebben regelgeving, rechtspraak en praktijk elkaar versterkt in het verder vergroten van de positie van aandeelhouders binnen de beursgenoteerde vennootschap. Dat begon bij de Code Corporate Governance die in 2003 onder meer het uitgangspunt formuleerde dat de algemene vergadering van aandeelhouders een volwaardige rol dient te spelen in het systeem van *checks en balances* in de vennootschap, en verder bepalingen bevatte die de invloed van aandeelhouders op de samenstelling van bestuur en raad van commissarissen moeten versterken en het gebruik van bijvoorbeeld certificering als beschermingsmaatregel ontmoedigen.<sup>32</sup> Ook de formele wetgever heeft de positie van aandeelhouders in die periode verder versterkt, bijvoorbeeld door de invoering van het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW, het goedkeuringsrecht bij, kort gezegd, identiteits- of karakterwijziging van de vennootschap van artikel 2:107a BW en de liberalisering van de structuurwet.<sup>33</sup>

Verder heeft met name de rechtspraak van de Ondernemingskamer van het gerechtshof in Amsterdam een belangrijke rol gespeeld in deze ontwikkeling. Deze is soms wel aangeduid als "activistische rechter" gezien zijn bereidwilligheid om aan de wensen van aandeelhouders tegemoet te komen, zijn laagdrempeligheid in dat verband, zijn soms wat moeilijk voorspelbare uitspraken en het achterwege blijven van een duidelijk uitgangspunt van discretionaire bestuursbevoegdheid. Wat er van die karakterisering zij, het enkele "litigation-risico", het verlamme effect van een langdurige juridische procedure voor "het management" van de onderneming en de potentieel negatieve publiciteit die daarmee gepaard

---

Deventer 2008, p. 1137 e.v. Overigens is de just-say-no-doctrine niet zonder beperkingen. Zie daarover B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, Deventer 2007, p. 31 e.v. en p. 342 e.v.; M.J. van Ginneken, De passiviteitsgedachte in het Amerikaanse recht, in: Handboek Openbaar Bod, Deventer 2008, p. 1080 e.v.

<sup>31</sup> HR 18 april 2003, JOR 2003, 110 (RNA), r.o. 3.7.

<sup>32</sup> Zie IV.1 en IV.2 van de code corporate governance.

gaat, maakt ondernemingen gemakkelijk kopschuw en zij zijn hierdoor sneller dan voorheen geneigd om zich naar de belangen van soms individuele aandeelhouders te richten.<sup>34</sup>

Tot slot heeft ook de praktijk zelf een versterkend effect gehad. In een poging om het gedeukte vertrouwen in de leiding van ondernemingen te herstellen, zijn beursondernemingen in deze periode op grote schaal begonnen met het afbreken van beschermingsconstructies, waardoor zij een meer "open structuur" kregen en de positie van aandeelhouders sterker werd. Tegelijkertijd heeft "alignment of interest" als middel om bestuurders te prikkelen meer aandeelhouderswaarde te creëren in deze periode een hoge vlucht genomen. Bestuurders kregen op grote schaal aandelen en opties om te zorgen dat hun persoonlijke belangen daadwerkelijk gericht waren op het creëren van die aandeelhouderswaarde.

Al deze ontwikkelingen hebben tot gevolg gehad dat het eerder genoemde stakeholdersmodel onder druk is komen te staan. Er is wat dat betreft een opmerkelijke paradox met het Amerikaanse systeem. Anders dan in Nederland, kent men in Amerika immers het aandeelhoudersmodel. Van bestuurders wordt verlangd dat zij zich op de belangen van aandeelhouders richten. Tegelijkertijd echter kent men in Amerika een sterke bestuursautonomie als uitgangspunt. Dat betekent dat bestuurders weliswaar een fiduciaire plicht hebben om zich te richten op de belangen van aandeelhouders, maar dat de invulling daarvan en de wijze van de naleving van die fiduciaire plicht in belangrijke mate een beslissings- en beoordelingsvrijheid van het bestuur zelf is. Anders dan soms wel wordt gedacht, zijn er weliswaar al dan niet via *class actions* mogelijkheden voor Amerikaanse aandeelhouders om bestuurders door middel van juridische procedures "scherp te houden", maar hebben zij zeer weinig vennootschapsrechtelijke rechten.<sup>35</sup> In Nederland is dit eerder omgekeerd. Wij kennen formeel het stakeholdersmodel, maar door de sterkere vennootschapsrechtelijke positie van aandeelhouders is de bestuursautonomie in Nederland in de afgelopen jaren afgenomen.

Ik denk dat er brede consensus bestaat dat er begin deze eeuw behoefte was aan betere *checks en balances* binnen Nederlandse beursondernemingen. De vraag is echter wel in hoeverre aan het stakeholdersmodel inhoud kan worden gegeven dan wel aan het concept van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

---

<sup>33</sup> Ingevoerd in 2004 (Stb. 2004, 405).

<sup>34</sup> Zij het dat de Hoge Raad in HR 14 december 2007, JOR 2008, 11 (DSM) een duidelijke grens heeft getrokken door te overwegen dat van het middel van de onmiddellijke voorziening kort gezegd slechts terughoudend gebruik kan worden gemaakt.

### 3. Hoe functioneert de financiële markt?

Bij het activeren van aandeelhouders bij corporate governance spreekt men wel van een aandeelhoudersdemocratie.<sup>36</sup> Het is echter de vraag of de vergelijking met de politieke democratie die hiermee wordt gemaakt wel volledig opgaat. Artikel 4 van de Grondwet bepaalt dat iedere Nederlander gelijkelijk recht heeft de leden van algemeen vertegenwoordigende organen te verkiezen, behoudens bij de wet gestelde beperkingen en uitzonderingen. Nederlander is iedere natuurlijke persoon die het Nederlanderschap bezit op grond van de Rijkswet op het Nederlanderschap. Verder is het kiesrecht nader uitgewerkt in de Kieswet. Het stemproces bij beursvennootschappen is beduidend weerbarstiger. Men zoekt in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek tevergeefs naar een definitie van aandeelhouder of aandeelhouderschap. Zeker bij beursvennootschappen is het definiëren van dat aandeelhouderschap geen sinecure. Vennootschapsrecht en financieel recht lopen hier als een soms onontwarbare kluwen door elkaar. In de praktijk is degene die goederenrechtelijk gerechtigd is tot het aandeel niet altijd dezelfde als degene die uiteindelijk bevoegd is de daaraan verbonden rechten uit te oefenen, wat op zijn beurt ook weer niet steeds dezelfde is als degene die het uiteindelijke economische risico draagt.

Aandeelhouders zijn bovendien tevens beleggers en gezien hun doorgaans financiële belang is hun positie als aandeelhouder in de regel ondergeschikt aan die van belegger. Zijn aandeelhouderschap volgt zijn status van belegger. Wanneer een belegger zijn aandelen verkoopt omdat hij om financiële redenen zijn investering te gelde wil maken, dan is hij zijn aandeelhouderschap ook kwijt. Afgezien van aandeelhouders die niet handelen vanuit een financieel belang, staat hun aandeelhouderschap verder ook in het teken van hun hoedanigheid als belegger of investeerder. Wanneer we dus bij een beursvennootschap spreken over "de aandeelhouders", hebben we het tegelijkertijd over "de financiële markt". Die financiële markt is in zijn functioneren vaak ongrijpbaar en wispelturig. Nederlandse beursondernemingen ondervinden soms sterke invloeden vanuit die financiële markt waarvan de achtergrond en herkomst voor hen en voor andere aandeelhouders niet kenbaar is. Het is als invloeden vanuit een andere wereld, een soort financiële stratosfeer die boven die beursondernemingen hangt.

---

<sup>35</sup> Zij het dat er een discussie is in Amerika om die rechten enigszins uit te breiden. Zie daarover het voorstel van de SEC over Proxy Access van 20 mei 2009 en het voorstel voor een Shareholder Bill of Rights Act van Senator Charles Schumer van 19 mei 2009.

<sup>36</sup> Zie bv. par. 3.1.2 van het EU Corporate Governance Action Plan, COM (2003) 284 van 21 mei 2003.

Ik zal het functioneren van die financiële markt – die financiële stratosfeer – proberen te analyseren. Ik doel dan vooral op de financiële markt en de groep van aandeelhouders en beleggers die daarbinnen actief is voor zover die verweven is en interactie heeft met ondernemingen en het ondernemingsrecht. Ik concentreer mij verder vooral op de manco's van die interactie. Tegen die achtergrond laat de financiële markt zich naar mijn inzicht beschrijven in zeven afzonderlijke beperkingen. Die zijn niet allemaal even juridisch. Soms hebben zij een meer economisch of maatschappelijk karakter. Samen geven ze mijns inziens echter meer inzicht in hoe de financiële markt opereert en bieden zij ook meer inzicht in de interactie tussen die markt en het ondernemingsrecht. Ik zal die zeven beperkingen hierna achtereenvolgens behandelen.

### *Eerste beperking: Inherent conflicterende belangen*

De financiële markt kent veel – vaak intransparante – conflicterende belangen. Dit is niet onoverkomelijk, maar het is wel een gegeven. Om te beginnen zijn er verschillende groepen aandeelhouders met uiteenlopende belangen en doelstellingen. Een hedge fund of *day trader* heeft andere belangen en doelstellingen dan een particuliere belegger of een pensioenfonds.<sup>37</sup> Ook kunnen zich – los van de soort aandeelhouder – verschillende belangen binnen de groep van beleggers en aandeelhouders voordoen afhankelijk van het moment waarop zij aandeelhouder zijn geworden. Een extreem voorbeeld hiervan biedt de recente gang van zaken rondom Fortis S.A./N.V. Daar bracht de Belgische rechter op 31 maart 2009 een cesuur aan tussen aandeelhouders die hun stukken hebben gekocht vóór de ontmanteling van het concern en aandeelhouders die hun aandelen pas daarna hebben verworven.<sup>38</sup> Slechts de eerste groep zou mogen meebeslissen op de aandeelhoudersvergadering in april waar gestemd zou moeten worden over de verkoop van Fortis Bank België via de Belgische overheid aan BNP Paribas. Terecht is de uitspraak in hoger beroep vernietigd.<sup>39</sup> De beslissing raakt immers ook de belangen van de “nieuwe aandeelhouders”. Er zijn verder nog andere bezwaren. Zonder hier verder in te treden, illustreert het in ieder geval hoezeer de belangen van verschillende groepen beleggers en aandeelhouders binnen één groep uiteen kunnen lopen.

Er kunnen zich echter ook tegenstrijdige belangen binnen één enkele aandeelhouder of belegger voordoen. Verdam wees daar eerder al uitgebreid op.<sup>40</sup> Dergelijke conflicterende belangen kunnen op hun beurt van verschillende aard zijn. Zo kan het zijn dat een

---

<sup>37</sup> Zie G.T.M.J. Raaijmakers, *Beleggers, aandeelhouders en de AvA, Ondernemingsrecht 2005*, p. 106 e.v.

<sup>38</sup> Zie Hof van Brussel, 18e kamer, 31 maart 2009.

<sup>39</sup> Hof van Beroep van Brussel, 10 april 2009.

institutionele belegger meerdere petten op heeft, denk bijvoorbeeld aan de verzekeraar die niet alleen aandelen in een vennootschap heeft ten behoeve van haar verzekeringnemers, maar als verzekeraar tegelijkertijd in de race is om de nieuwe pensioenregeling van dezelfde vennootschap te mogen verzorgen. Ook valt te denken aan een ondernemingspensioenfonds dat zich op basis van een soort stilzwijgende afspraak – Coffee en Black noemen dit de "golden rule"<sup>41</sup> – onthoudt van al te harde actie jegens een andere onderneming waarin hij belegt, om te voorkomen dat het ondernemingspensioenfonds van die andere onderneming zich hard gaat opstellen in de aandeelhoudersvergadering van zijn eigen "moederonderneming" (sponsor).

Maar ook zonder "meerdere petten" worden institutionele beleggers geconfronteerd met lastige dilemma's; belangen die conflicteren met hun "rol" als lange termijn-aandeelhouder in een bepaalde vennootschap. Het is juist dat bijvoorbeeld pensioenfonds per definitie een lange termijn-horizon hebben. Dat betekent echter nog niet dat zij zich bij individuele vennootschappen steeds evenzeer als "lange termijn-aandeelhouder" zullen opstellen, dat hun handelen steeds aan de lange termijn-belangen van die vennootschappen zelf zal bijdragen. Conflicterende belangen binnen de institutionele belegger kunnen daaraan mede debet zijn. Zo is het voor veel ondernemingen een bekend fenomeen dat institutionele beleggers vaak "met twee monden spreken". Het is niet uitzonderlijk dat een onderneming eerst een gesprek heeft met de beleggers van een pensioenfonds die enthousiast zijn over de rendementsontwikkeling van de onderneming, en vervolgens een ander gesprek heeft met de corporate governance-specialisten van hetzelfde pensioenfonds die over dezelfde onderneming zeer kritisch zijn. Dit hangt overigens niet alleen samen met interne conflicterende belangen en visies dan wel een gebrek aan interne afstemming, maar ook met het fenomeen van "benchmarking". Ik kom daar later nog op terug.

Ten aanzien van die intern conflicterende en botsende visies is van belang dat zolang niet onomstotelijk wetenschappelijk vast komt te staan dat aandacht voor corporate governance en duurzaamheid uiteindelijk ook rendement oplevert, het voor institutionele beleggers lastig is om te verantwoorden waarom zij daarin veel tijd en met name geld steken.<sup>42</sup> Zij hebben

---

<sup>40</sup> A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, Den Haag 2003. Zie verder o.m. R. Smerdon, *A Practical Guide to Corporate Governance*, Londen 2007, p. 481 e.v.

<sup>41</sup> B.S. Black en J.C. Coffee, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under limited regulation*, Michigan Law Review 1994, p. 2060; S. Davis, J. Lukomnik en D. Pitt-Watson, *The New Capitalists*, Boston 2006, p. 75 e.v.

<sup>42</sup> Vgl. R. Romano, *Institutional Investor Activism*, in: McCahery e.a. (red.), *Corporate Governance Regimes*, Oxford 2002, p. 507 e.v.; S.L. Gillan en L.T. Starks, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, ssrn.com 2007; S.M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford 2008, p. 207 e.v.

doorgaans immers een fiduciaire plicht naar hun begunstigen om voor een goed rendement te zorgen. Iedere beslissing die zij nemen, moeten zij tegen die achtergrond kunnen verantwoorden. Dit wordt nog versterkt door het zogeheten “free rider-principe”: waarom middelen besteden aan het verbeteren van de governance van een onderneming, als andere beleggers dat ook al doen? Het levert lastige interne conflicten op van belangen: aandelen uitlenen vanwege het extra rendement of dat niet doen vanwege het risico dat er door aandeelhoudersactivisten misbruik van wordt gemaakt, beleggen in hedge funds vanwege de goede rendementen en de risicospreiding<sup>43</sup> of daarvan wegblijven omdat hedge funds intransparante korte-termijn risico’s kunnen opleveren vanuit een corporate governance-oogpunt, handelen vanuit de positie als obligatiehouder van een vennootschap of vanuit de – soms financieel minder substantiële – positie als aandeelhouder, kiezen voor rendement of kiezen voor duurzaamheid.<sup>44</sup>

Al deze problemen zijn niet van vandaag of gisteren. Er is al vaker op gewezen en er zijn ook eerder pogingen geweest om institutionele beleggers in ieder geval tot meer transparantie te bewegen over hoe met dit soort dilemma’s wordt omgegaan. Dat dit tot op de dag vandaag, op enkele uitzonderingen na, nog niet tot veel meer transparantie heeft geleid,<sup>45</sup> is wellicht illustratief voor de dilemma’s waar “de markt” nog altijd mee kampt. Specifiek sprekend over pensioenfondsen zijn Davis, Lukomnik en Pitt-Watson in hun boek over *The New Capitalists* erg sceptisch als het over dit soort dilemma’s gaat: “It should be a bedrock assumption that pension plans represent their members’ interests. (...) But the truth is that most funds simply don’t.”<sup>46</sup> Veel institutionele beleggers besteden tegenwoordig aandacht aan de corporate governance van de ondernemingen waarin ze beleggen, maar een hoge prioriteit heeft het nog niet, zo laten zij zien. De “traders” binnen institutionele beleggers – die gaan over aan- en verkoopbeslissingen – hebben doorgaans een veel belangrijkere positie dan degenen die zich bezighouden met het uitoefenen van de rechten als aandeelhouder. Die taak wordt meer dan eens opgedragen aan junior analisten die vaak honderden ondernemingen tegelijk onder beheer hebben en die de neiging hebben vrij mechanisch te stemmen en geen verband te leggen met de beleggingsstrategie ten aanzien van de desbetreffende ondernemingen. Op management-niveau, zo stellen deze schrijvers verder, krijgt het omgaan met de positie als

---

<sup>43</sup> Zoals dat op grote schaal door institutionele beleggers is gedaan en ook in de financiële crisis nog steeds gebeurt. Vgl. Fd 3 april 2009.

<sup>44</sup> Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers en R.H. Maatman, *Pensioenfondsen en Socially Responsible Investing*, in: J.J.A. Hamers e.a. (red.), *Noodzaak, plicht of wenselijkheid van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen*, Den Haag 2005, p. 207 e.v.; J. Cai, Y. Liu en Y. Qian, *Information Asymmetry and Corporate Governance*, ssrn.com November 2008.

<sup>45</sup> Vgl. in dit verband ook de kritische opmerkingen over institutionele beleggers in de verschillende rapporten van de Monitoring Commissie, om. Het rapport van december 2006 (p. 54 e.v.), en december 2008 (p. 38 e.v.).

<sup>46</sup> S. Davis, J. Lukomnik en D. Pitt-Watson, *The New Capitalists*, Boston 2006, p. 75.

aandeelhouder weinig aandacht. Zoals gezegd geldt dit niet voor alle institutionele beleggers, zeker ook niet in Nederland, maar het is de vraag of degenen voor wie het niet of minder geldt in de praktijk het verschil kunnen maken. Het risico bestaat kortom dat ook op de dag van vandaag conflicterende belangen binnen institutionele beleggers een serieuze belemmering opleveren voor het streven naar lange-termijn gerichtheid en duurzaamheid van ondernemingen.

*Tweede beperking: Intransparante kongsi's*

Een veel gehoord gezegde in “de markt” is: “iedereen praat met iedereen”. Ondernemingen praten met elkaar, aandeelhouders en beleggers praten met elkaar en met ondernemingen, en effectenmakelaars en *investment banks* praten met iedereen. Dat hoort allemaal bij het zoeken naar kansen en mogelijkheden, het draagt bij aan constructieve gedachte- en besluitvorming en is op zichzelf daarom nuttig. Als aandeelhouders en beleggers echter samen optrekken in het nemen van acties kunnen zij beursondernemingen onder grote druk zetten en kan dat tot verschuivingen in machtsverhoudingen leiden die niet kenbaar zijn voor de markt en de onderneming. Die kunnen in dat geval niet anticiperen op het ontstaan van dergelijke machtsblokken en kunnen dat niet in de besluitvorming verdisconteren.

In Nederland kennen wij in dit verband twee wettelijke regelingen omtrent “acting in concert”.<sup>47</sup> Ten eerste is eenieder verplicht om te melden als hij over de “WMZ-drempels” gaat doordat hij met een derde een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen op de aandelen van een vennootschap.<sup>48</sup> Ten tweede is eenieder die samen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap verkrijgt in een naamloze vennootschap, verplicht om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van de vennootschap. Dit is het geval als twee of meer samenwerkende aandeelhouders 30% van de stemmen verwerven of als zij in samenwerking met de vennootschap zelf een openbaar bod dwarsbomen.<sup>49</sup>

De praktijk – de financiële markt – is echter weerbarstig. Regelmatig zijn er geruchten of indicaties dat er sprake is van samenwerkingsverbanden tussen aandeelhouders om zodoende gezamenlijk invloed te kunnen uitoefenen in de aandeelhoudersvergadering van een

---

<sup>47</sup> Of eigenlijk drie, de vereiste vvgb voor het verwerven van een belang van ten minste 10% in een financiële onderneming meegeteld (art. 3:95 e.v. Wft jo. Art. 1:1 Wft t.a.v. de definitie van “gekwalificeerde deelneming”).

<sup>48</sup> Art. 5:45 lid 5 jo. 5:38 e.v. Wft.

<sup>49</sup> Art. 5:70 jo. 1:1 Wft.

vennootschap. Soms komt het bestaan van dergelijke samenwerkingsverbanden vast te staan. Het kenmerk van dit soort samenwerkingsverbanden en contacten tussen aandeelhouders is echter dat ze vaak intransparant zijn en niet kenbaar voor derden. Toezichthouders staan niet zelden machteloos. Het bewijs is doorgaans zeer lastig te vergaren en te leveren. Aandeelhouders en beleggers kunnen overal ter wereld gevestigd zijn. Samenwerking met lokale toezichthouders kan extra belemmeringen opleveren. Maar belangrijker nog: de regelingen zelf zijn verre van duidelijk. Ten eerste is het bezwaarlijk dat de beide *acting in concert*-regelingen zo van elkaar verschillen. De één gaat uit van duurzame samenwerking, voor de ander is incidentele samenwerking ook al voldoende. Bij de één is de AFM de toezichthouder, bij de ander is de Ondernemingskamer de bevoegde instantie. Weliswaar zijn de verschillen deels verklaarbaar vanuit de verschillende doelen die de regelingen nastreven. Voor partijen in de markt creëert het echter onduidelijkheid.

Bezwaarlijker nog echter is de onduidelijkheid van de beide regelingen zelf. De definities van samenwerking zijn zo ruim opgesteld dat toezichthouders en marktpartijen moeite hebben met de interpretatie ervan. Het zorgt in het bijzonder voor grote onzekerheid bij aandeelhouders en beleggers, zoals onlangs ook door de European Securities Markets Expert Group werd geconstateerd.<sup>50</sup> Zij zijn niet zeker van de consequenties van hun gedrag als zij onderlinge communicaties hebben. Vanuit de behoefte aan lange termijn-gerichtheid en duurzaamheid bestaat er een aanzienlijk risico dat dit aan twee zijden een probleem oplevert. Aan de ene kant schrikt het lange-termijn gerichte institutionele beleggers af om contact te leggen en communicatie te onderhouden met andere institutionele beleggers als zij zorgen hebben over de governance van een onderneming en die onderneming daarover willen aanspreken. Om effectiever te zijn in hun governance-beleid worden institutionele beleggers daar ook in diverse internationale codes toe aangespoord, bijvoorbeeld in de Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties.<sup>51</sup> Het is niet bekend in hoeverre institutionele beleggers zich in de praktijk daadwerkelijk laten afschrikken, maar het wordt in hun kringen wel expliciet als een belemmering ervaren dat zij niet zeker zijn of onderlinge communicatie en het vormen van onderlinge coalities juridische consequenties kan hebben.<sup>52</sup>

Aan de andere kant biedt de onduidelijkheid van de regels over “acting in concert” een misplaatste bescherming aan hedge funds en andere korte termijn-gerichte partijen om te

---

<sup>50</sup> European Securities Markets Expert Group, Preliminary views on The definition of “acting in concert” between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive, 17 November 2008, p. 3. Zie verder J.H.L. Beckers, Eendracht maakt macht; een onderzoek naar “acting in concert” in het kader van het verplicht openbaar bod, *Ars Aequi* 2009, p. 28 e.v.

<sup>51</sup> Zie o.m. Principle 5 van de UN Principles for Responsible Investment 2006.

<sup>52</sup> Vgl. bv. par. II van de ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities 2007.

opereren in de “twilight zone” van het recht. Keer op keer blijkt in de praktijk immers dat toezichthouders grote moeite hebben om in concrete gevallen hard te maken dat daadwerkelijk sprake is van “acting in concert” onder de desbetreffende regels.<sup>53</sup> Soms gaat dat om twee of meer aandeelhouders met een relatief groot belang. Soms gaat het echter ook om een grote groep kleinere hedge funds die ieder voor zich nauwelijks een rimpeling kunnen veroorzaken, maar samen een onderneming onder grote druk kunnen zetten. Men spreekt in dat geval wel van “wolf packs”.<sup>54</sup> Doorgaans wordt in dit verband onderscheid gemaakt tussen twee soorten hedge funds: de leiders en de volgers. De leider werkt een “business case” uit om bij een onderneming door gerichte actie op korte termijn een grote waarde stijging op de beurs te creëren. De volgers springen hierop in door onmiddellijk belangen in dezelfde onderneming op te bouwen om eveneens van de “opportunity” te kunnen profiteren. Doordat zij dit met een grote groep doen, zorgt het voor een zichzelf versterkend effect. Leider en volgers hebben elkaar in dat opzicht nodig. Soms zal de leider volgers hiertoe aanzetten. Andere keren is het meer een soort stilzwijgende afspraak die wordt uitgevoerd waarbij partijen “aan een half woord genoeg hebben”.

De vraag of dit onder de regels over *acting in concert* valt of zou moeten vallen, wil ik op dit moment even laten rusten. Waar het mij nu om gaat is te constateren dat dit een element is van het functioneren van de financiële markt. Dat is overigens niet per se negatief. Deels is het onderdeel van de “disciplinerende werking” van die markt. Wanneer een onderneming er niet in slaagt het vertrouwen van de markt te winnen en kampt met een structurele onderwaardering op de beurs, dan kan haar immers de aandacht van een “wolf pack” te beurt vallen. Iedere onderneming heeft echter ook haar zwakke momenten, wat nog niet meteen betekent dat die onderneming er op de langere termijn niet weer op eigen kracht bovenop zou kunnen komen. Het is de vraag of die “disciplinerende werking” haar doel op dat soort momenten niet voorbij zou kunnen schieten, zeker als men zich bedenkt dat de kracht van een “wolf pack” in dat opzicht disproportioneel zwaar kan zijn.

---

<sup>53</sup> Zie bv. het onderzoek dat de Duitse Bafin uitvoerde naar een vermeend geval van acting in concert in de Deutsche Börse-LSE-case en daarover – en over andere gevallen – P. Santella, E. Baffi, C. Drago en D. Lattuca, A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US, MPRA-paper 26 mei 2008, p. 24 e.v. Er zijn overigens ook “successen”. Zie bv. de uitspraak van de Franse AMF van 26 juni 2007 (welke stand hield in hoger beroep) waarbij werd geconstateerd dat sprake was van acting in concert van zes Spaanse aandeelhouders van het Franse Sacyr.

<sup>54</sup> Zie bv. L.B. Smilan, D.A. Becker en D.A. Holbrook, Preventing ‘wolf pack’ attacks, The National Law Journal 20 november 2006; D.A.M.H.W. Strik, To play or to be in play: over preventie van aandeelhoudersactivisme, Ondernemingsrecht 2007, p. 230 e.v.; T.W. Briggs, Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, ssrn.com 2007, p. 697 e.v. Zie ook het OECD-rapport over The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity Firms and “Activist Hedge Funds”, juli 2007, p. 55.

### *Derde beperking: Financieel opportunisme*

Aandeelhouders zijn in de regel in de eerste plaats beleggers. Het gaat hen uiteindelijk om het rendement op hun aandeel. De uitoefening van hun rechten als aandeelhouder is daaraan instrumenteel. Juridisch wordt dit streven gesanctioneerd via het uitgangspunt dat aandeelhouders in beginsel hun eigen belang mogen nastreven, hetgeen door de Hoge Raad in zijn bekende Aurora-arrest is overwogen en door de Monitoring Commissie onlangs nog is herbevestigd.<sup>55</sup> De combinatie van handelen uit eigen belang gericht op financieel rendement zorgt voor financieel opportunisme; aandeelhouders die gericht zijn op financiële "opportunities". Dit financieel opportunisme is echter eveneens een hoeksteen van de disciplinerende werking van de markt. Het is een direct uitvloeisel van de door Michael Jensen groot gemaakte *agency theory*.<sup>56</sup> Kort gezegd is de redenering: er is sprake van informatie-asymmetrie tussen het management van de onderneming als *agent* en de markt, de aandeelhouders als *principal*. Voorkomen moet worden dat het management van deze informatievoorsprong misbruik maakt in zijn eigen belang. Ten eerste moeten de aandeelhouders in dit verband als "residual claimholders" het best in staat worden geacht "opportunities" voor waardegroei dan wel onverantwoorde risico's van strategische beslissingen bij een onderneming in te schatten. Zij voelen het immers als dragers van het uiteindelijke economische risico direct in hun eigen portemonnee. Ten tweede moet aan managers een variabele beloning worden verstrekt waardoor die hun persoonlijke belang gelijkenschakelt met het belang van de aandeelhouders en daarmee de financiële markt. Er is dan sprake van "alignment". Uitgangspunt is nog steeds dat de managers hun eigen belang zullen nastreven, maar door dat te doen zullen dan ook de aandeelhouders en de markt profiteren. Het leidt misschien allemaal tot een soort gelegitimeerde en geïnstitutionaliseerde vorm van hebzucht, maar "greed", zoals Gordon Gekko in de bekende Oliver Stone-film over Wall Street zo mooi proclameerde, "greed is good, greed is purifying".<sup>57</sup>

Hoezeer echter ook deze benadering een allesoverheersend leidend principe is geworden in ons systeem van corporate governance over de afgelopen decennia, en hoezeer ook dit principe zich een stevige basis heeft verworven in de literatuur en in de praktijk, het is niet zonder gebreken. Er kunnen kanttekeningen bij worden geplaatst zowel bij de toepassing van het principe in de praktijk, als bij de houdbaarheid van het principe als zodanig. Om met dat eerste te beginnen: het streven van aandeelhouders en beleggers om hun eigen belang te

---

<sup>55</sup> HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 (Aurora); Punt 10 van de Preamble van de Code Frijns.

<sup>56</sup> Zie M.C. Jensen, *A Theory of the Firm*, Londen 2000, p. 54 e.v. en 136 e.v.

<sup>57</sup> Zie voor het Nederlandse recht S.E. Eisma, *De Wet op het financieel toezicht: een overzicht, Ondernemingsrecht 2007*, p. 4.

verwezenlijken, leidt tot een financieel opportunisme waarbij *focus* op de korte termijn snel prevaleert.<sup>58</sup> Dat geldt niet alleen voor hedge funds, maar bijvoorbeeld ook voor institutionele beleggers. Zowel institutionele beleggers zelf als hun medewerkers worden immers in belangrijke mate afgerekend op hoe zij gepresteerd hebben ten opzichte van de markt. Die markt wordt in dat verband uitgedrukt in verschillende “benchmarks”, zoals de MSCI World, een belangrijke *benchmark* voor aandelen.<sup>59</sup> Ook de variabele beloning van medewerkers van institutionele beleggers is daar vaak aan gekoppeld. Dat betekent echter dat zij een sterke prikkel hebben om te zorgen dat het rendement van hun beleggingen steeds aan het einde van het jaar of soms zelfs vaker ten minste die *benchmark* zal evenaren. Dat degenen voor wie ze uiteindelijk beleggen – pensioendeelnemers, verzekeringnemers, etcetera – vaak belang hebben bij een goed rendement op veel langere termijn, doet daaraan niet af. Weliswaar is er in toenemende mate externe druk om meer aandacht te besteden aan de lange-termijn belangen van institutionele beleggers, maar zolang financiële prikkels nog in belangrijke mate gericht zijn op relatieve prestaties op de korte termijn, is het de vraag of dat in de praktijk daadwerkelijk een hoge prioriteit zal krijgen.

Hier komt nog iets bij. Het concept van “residual claimholders” die het best in staat zijn om het effect van besluiten voor de waarde van een onderneming te beoordelen omdat zij het uiteindelijk het meest direct voelen in hun portemonnee, is op papier een mooi concept. Ook hier is de praktijk echter weerbarstiger. In de afgelopen decennia is het overgrote deel van de aandelen in Nederlandse beursondernemingen in handen gekomen van institutionele beleggers. De echte uiteindelijke “claimholders” zijn in dat licht de pensioendeelnemers, de werknemers die pensioenpremie afdragen, de verzekeringnemers, de participanten in beleggingsfondsen en andere “beneficiaries”. De beslissing over hoe met aandeelhoudersrechten moet worden omgegaan, of wanneer aandelen in een onderneming moeten worden ge- of verkocht, is echter niet in hun handen. Die is in handen van managers die werkzaam bij de desbetreffende institutionele beleggers. Die zijn op hun beurt zelf daarmee weer *agents*. Weliswaar hebben ook zij, net als ondernemingsbestuurders, een variabele beloning waarmee “alignment” wordt beoogd, maar daarbij spelen vergelijkbare problemen, waaronder de “mismatch” tussen korte en lange termijn.<sup>60</sup> Bovendien lijkt het stapelen van “alignment” op “alignment” niet efficiënt en effectief. En wat in dit opzicht nog problematischer is: die managers worden vaak niet rechtstreeks gekozen door de uiteindelijke

---

<sup>58</sup> Dat zich in het verleden o.m. heeft geuit in druk op ondernemingen om meer schuld op de balans te nemen. Zie in die zin Par. 2.1 van de ICGN Second Statement on the Global Financial Crisis, 23 maart 2009. Vgl. verder H.J. de Kluiver, De revival van de beschermingsmaatregelen, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009, Deventer 2009, p. 227 e.v.

<sup>59</sup> Afkorting voor: Morgan Stanley Capital International.

<sup>60</sup> Zie ook K. Cools, Controle is goed, vertrouwen is nog beter, Assen 2005, p. 93 e.v.

deelnemers als “residual claimholders”.<sup>61</sup> Dit vergroot het “agency conflict” tussen managers van institutionele beleggers en hun deelnemers alleen nog maar meer.

Zoals gezegd kunnen ook kanttekeningen worden geplaatst bij de *agency theory* en de daarop gebaseerde positie van “residual claimholders” en “alignment” als zodanig. Deze theorie heeft in de academische literatuur en in de praktijk een stevig fundament. In toenemende mate is er echter ook kritiek. Zo wordt door sommigen aangenomen dat corporate governance te zeer is toegespitst op de relatie tussen “managers, boards and shareholders”. Deze enge benadering zou één van de oorzaken van de boekhoudschandalen zijn.<sup>62</sup> In Nederland wordt die kritiek onder meer vertolkt in het Rapport over de financiële sector van de Commissie Maas.<sup>63</sup> Interessant is ook de zogeheten *stewardship theory* die onder meer door Donaldson is ontwikkeld als tegenhanger van de *agency theory*.<sup>64</sup> Die *agency theory* zou teveel een vorm van geïnstitutionaliseerd wantrouwen in de hand werken. Het zou een te beperkte benadering zijn dat de *agent* steeds alleen zijn eigen belang nastreeft en dat financiële prikkels nodig zijn om “alignment” te creëren. Dat zou voorbij gaan aan het feit - hetgeen ook blijkt uit onderzoeken in de gedragspsychologie - dat managers weliswaar in meerdere of mindere mate gevoelig zijn voor financiële prikkels, maar dat voor hen vaak andere factoren minstens even belangrijk zijn, zoals teamgeest, het hebben van een uitdagende opdracht en die met succes kunnen afronden, het vervullen van een plicht, etcetera.<sup>65</sup> De nadruk ligt dan meer op het waarborgen van intrinsieke, innerlijke motivatie, dan op het bevorderen van die motivatie door externe financiële prikkels. Daar komt nog bij dat volgens de aanhangers van de *stewardship theory* management en aandeelhouders zich over en weer vanzelf als *agents* en *principals* gaan gedragen als men ze vanuit een uitgangspunt van wantrouwen tegen over elkaar plaatst, waar het bevorderen van een verhouding van onderling vertrouwen en samenwerking veel vruchtbaarder resultaat oplevert.

---

<sup>61</sup> Vgl. voor pensioenfondsen R.H. Maatman, Het pensioenfonds als vermogensbeheerder, Deventer 2004, p. 212 e.v.; J.W.P.M. van der Velden, Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, Deventer 2008, p. 260, waar hij opmerkt dat bij beleggingsfondsen participanten vaak het recht van benoeming hebben en soms het recht van ontslag.

<sup>62</sup> Vgl. T. Clarke (red.), Theories of Corporate Governance, Oxon 2004, p. 26 en de daar genoemde literatuur.

<sup>63</sup> Rapport Adviescommissie Toezicht Banken, 7 april 2009, Aanbeveling 1.11.

<sup>64</sup> Zie L. Donaldson, American Anti-Management Theories of Organization, Cambridge 1995; J.H. Davis, F.D. Schoorman en L. Donaldson, Toward a Stewardship Theory of Management (1997), in: T. Clarke (red.), Theories of Corporate Governance, Oxon 2004, p. 118 e.v. Vgl. ook R.W.Y. Kao, Stewardship-Based Economics, Singapore 2007; D. Pastoriza en M.A. Arino, When Agents become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory, [ssrn.com](http://ssrn.com) 2008.

<sup>65</sup> Zie daarover o.m. B.S. Frey, Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation, Northampton 1998; B.S. Frey en M. Benz, Economics and Psychology: Imperialism or Inspiration?, [ssrn.com](http://ssrn.com) 2008.

Zoals gezegd krijgt deze theorie vooralsnog niet de navolging die bijvoorbeeld de *agency theory* heeft, en bovendien moet worden gewaakt voor een te idealistisch beeld en te irrealistisch model. Bovendien zijn de *agency theory* en de daarop gebaseerde uitgangspunten in de afgelopen jaren ook van grote waarde gebleken. Toch zet deze alternatieve benadering wel aan tot nadenken over de beperkingen van de *agency theory* en benadrukt zij minst genomen de complexiteit van het sturen van menselijk gedrag waar ook binnen *agency theory* rekening mee zal moeten worden gehouden. Het legt mede de vinger op de zere plek van het financieel opportunisme dat inherent is aan de financiële markt dat mogelijk gunstige effecten kan hebben voor innovatie<sup>66</sup> en waar bovendien een zekere disciplinerende werking vanuit gaat, maar die tegelijkertijd sta-in-de-weg kan zijn bij het streven naar meer lange-termijn gerichtheid en duurzaamheid.

#### *Vierde beperking: Irrationeel kuddegedrag*

Eerder sprak ik over het fenomeen van "benchmarking"; met name institutionele beleggers die hun prestaties meten niet in absolute zin in het licht van hun verplichtingen, maar in relatieve zin ten opzichte van hun "peers" en de markt. Dit hangt samen met de begin jaren '70 aan de Universiteit van Chicago ontwikkelde efficiënte-markttheorie: de "efficient market hypothesis" (EMH). Die theorie is gebaseerd op het uitgangspunt dat in een efficiënte financiële markt alle relevante informatie steeds volledig in de koersen is verwerkt. Het is vanuit deze theorie bijvoorbeeld onmogelijk om structureel de markt "te verslaan"; beter te presteren dan bijvoorbeeld een marktindex. De markt, zo luidt het devies, heeft altijd gelijk. Het is daarom dus ook beter om als vermogensbeheerder of pensioenfonds niet heel veel geld te steken in een duur apparaat om te proberen die markt te verslaan, maar om in plaats daarvan de beschikbare beleggingsportefeuille te beleggen conform één of meer indices, en hooguit op ondergeschikte punten daarvan af te wijken. Dit leidt echter tot een vorm van beleggingsdwang. De prestaties van de belegger worden getoetst aan de prestaties van de markt door middel van een benchmark. De belegger heeft een sterke prikkel om niet van die benchmark af te wijken. Deze stroming won snel terrein en werd de heersende leer onder economen.<sup>67</sup>

Het versterkt echter de neiging tot kuddegedrag van de financiële markt die zich uit zichzelf soms al irrationeel gedraagt. Dit blijkt uit onderzoek dat wordt gedaan door een nieuwe

---

<sup>66</sup> Zij het dat daar ook het nodige op af te dingen valt. Innovatie is vaak een kwestie van lange adem en kan juist ook worden afgeremd door korte termijn-gericht financieel opportunisme.

stroming die als tegenhanger is opgekomen in de jaren '90, "behavioral finance" geheten, die weer een onderdeel is van de bredere stroming van de "behavioral economics". Deze stroming gaat er van uit dat markten en beleggers soms irrationeel gedrag vertonen met als gevolg dat niet steeds alle relevante informatie op de juiste wijze in de marktprijzen is verwerkt, dat de markt soms ten onrechte op een klif afstuurt als een groep lemmingen, en dat de markt dus niet altijd "gelijk heeft". Vanuit de gedragspsychologie worden door deze school verschillende irrationele gedragspatronen beschreven die hiervan de oorzaak kunnen zijn. Hierbij kan worden gedacht aan onderzoeken waaruit blijkt dat de markt in bepaalde omstandigheden sterk over- of onderreageert op relevante informatie.<sup>68</sup> Volgens de efficiënte-markttheorie zou nieuwe informatie steeds onmiddellijk in de koersen op de markt verwerkt moeten worden. Goed nieuws zou de koers van het aandeel evenredig moeten doen stijgen, slecht nieuws zou tot een evenredige daling moeten leiden. En bij overige informatie zou de prijs gelijk moeten blijven. In werkelijkheid, zo blijkt ook uit deze onderzoeken, hebben beleggers de neiging om te overreageren op nieuwe informatie hetgeen tot een grotere wijziging in de koersen leidt dan waartoe de informatie op zichzelf aanleiding geeft. Ander, daarmee samenhangend irrationeel gedrag is bijvoorbeeld gebaseerd op overoptimisme of een te groot vertrouwen dat "de markt" heeft.<sup>69</sup>

Weer een ander fenomeen dat tot irrationeel gedrag van financiële markten leidt, is het zogenaamde "positive feedback investing". Dit beschrijft de neiging van veel beleggers om aandelen te kopen als de prijzen op de markten al gestegen zijn, dan wel om aandelen te verkopen nadat de prijzen al gedaald zijn. Het behoeft geen betoog dat dit de bewegingen op de financiële markten sterk kan beïnvloeden en aan de eerder genoemde overreacties kan bijdragen.<sup>70</sup> Akerlof en Shiller zien hierin een belangrijke verklaring van de financiële crisis van 2008: te groot vertrouwen van de markt, onmiddellijk gevolgd door een te groot wantrouwen.<sup>71</sup> In toenemende mate wordt onderzoek gedaan naar dit soort "marktfalen". Steeds meer wordt duidelijk dat markten niet altijd efficiënt zijn, dat zij niet altijd gelijk hebben en dat soms sprake is van irrationeel kuddegedrag.<sup>72</sup>

---

<sup>67</sup> Vgl. M. Jensen, some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics* 1978, p. 95. Zie verder A. Shleifer, *Inefficient Markets; an Introduction to Behavioural Finance*, Oxford 2000, p. 1 e.v.; R.H. Maatman, *Het Pensioenfonds als Vermogensbeheerder*, Deventer 2004, p. 236 e.v.

<sup>68</sup> A. Shleifer, *Inefficient Markets; an Introduction to Behavioural Finance*, Oxford 2000, p. 112 e.v.; R.H. Thaler (Red.), *Advances in Behavioural Finance*, Volume II, New Jersey 2005, p. 423 e.v.

<sup>69</sup> Vgl. J. Montier, *Behavioural Finance; Insights into Irrational Minds and Markets*, West Sussex 2002, p. 1 e.v.; R.H. Thaler, p. 460 e.v.; G.T.M.J. Raaijmakers, *De Effectiviteit van Regels in het Ondernemings- en Effectenrecht*, Den Haag 2006, p. 17 e.v. Zie ook R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton 2000.

<sup>70</sup> Vgl. Shleifer, *Inefficient Markets; an Introduction to Behavioural Finance*, Oxford 2000, p. 154 e.v.

<sup>71</sup> G.A. Akerlof en R.J. Shiller, *Animal Spirits; How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Oxford 2009, p. 170.

<sup>72</sup> Vgl. S.M. Bainbridge, *A Behavioral Economic Analysis of Mandatory Disclosure: a Thought Experiment Turned Cautionary Tale*, UCLA, *ssrn.com* 1999, p. 13 e.v.; L. Tvede, *The Psychology of Finance*;

Ook vanuit een oogpunt van corporate governance hebben deze constatering implicaties. In zijn gezaghebbende rapport over "Institutional Investment in the United Kingdom" wees Paul Myners in 2001 ook al op de negatieve effecten van kuddegedrag:

"Many objectives are set which give managers unnecessary and artificial incentives to herd. So-called "peer group" benchmarks, directly incentivising funds to copy other funds, remain common. And risk controls for active managers are increasingly set in ways which give them little choice but to cling closely to stock market indices, making meaningful active management near-impossible<sup>73</sup>."

In 2004 werd in een vervolgrapport geconstateerd dat op dit vlak nog weinig voortgang was boekt.<sup>74</sup> Met name institutionele beleggers hielden nog steeds sterk vast aan een *benchmark*.

Het is duidelijk dat dergelijk irrationeel kuddegedrag afbreuk doet aan de disciplinerende werking van de markt. Er kan zich gemakkelijk een situatie voordoen van een "duivelse paradox" waarbij een individuele institutionele belegger weet dat bijvoorbeeld de euforie van de markt over de prestaties van een onderneming overdreven zijn en dat problemen op het vlak van corporate governance bij die onderneming sterk worden onderschat, maar dat die institutionele belegger feitelijk niet anders kan dan in de beweging van de markt meegaan. Als de onderneming weet dat ondanks kritische geluiden van die institutionele belegger over de corporate governance, de belegger zal blijven investeren in die onderneming, maken die kritische geluiden weinig indruk. Blaffende honden, zo weet iedereen, bijten niet. Rationaliteit op individueel niveau sluit collectieve irrationaliteit met andere woorden niet uit. Gezien het feit dat de markt, zoals hiervoor bleek, op beslissende momenten ernstig kan falen, moet de "zuiverende werking" ervan met andere woorden niet worden overschat. Soms, als er sluimerende problemen zijn, is er sprake van een "onderreactie" in deze zin. Soms, als problemen al in volle omvang naar buiten zijn gekomen en de markt zich "tegen de onderneming" keert, is juist sprake van een overreactie en worden verdergaande maatregelen en ingrepen afgedwongen dan passend is met onnodige schade tot gevolg ("overshooting").

---

Understanding the Behavioural Dynamics of Markets, West Sussex 2002, p. 35 e.v.; J.C. Coffee jr., Gatekeepers, Oxford 2006, p. 252 e.v. Zie echter ook R.H. Maatman, Integriteit van de Onderneming – Aandeelhouder en Integriteit, in: Onderneming en Integriteit, Deventer 2007, 77 waar hij er op wijst dat de kudde ook vaak in de juiste richting draaft.

<sup>73</sup> Paul Myners, Institutional Investment in the United Kindom: A Review 2001, p. 2.

<sup>74</sup> Myners principals for Institutional Investment decision-making: Review of progress, December 2004, p. 17.

In het licht van dit alles kan overigens worden geconstateerd dat de financiële markten door de financiële crisis uiteraard – opnieuw – "een harde knauw" hebben gekregen. Het leereffect hiervan moet niet worden overschat. Weliswaar blijkt er als gevolg van de financiële crisis een sterker besef onder beleggers te zijn ontstaan dat extreem korte termijn-gerichte incentives riskant zijn en dat er een grotere behoefte is aan streven naar duurzame waardegroei, maar tegelijkertijd moet voor al te grote naïviteit worden gewaakt. De kudde graast wellicht op dit moment rustig, of heeft collectief buikpijn omdat het iets verkeerd heeft gegeten, maar zodra dat weer verteerd is, kan de kudde gemakkelijk weer op hol slaan. Hoe interessant overigens vergelijkingen met de dierenwereld ook zijn, ze gaan niet altijd op. Uit recent onderzoek bleek dat lemmingen zich helemaal niet in een collectieve vlaag van verstandsverbijstering van een rots afgooien, maar dat zij daartoe worden opgejaagd door roofdieren, met name hermelijnen. Zouden wij de vergelijking desalniettemin willen doortrekken, dan laat ik voor dit moment in het midden wie dan de roofdieren zijn.

#### *Vijfde beperking: Ondoorzichtige complexiteit*

De financiële markten hebben de afgelopen 20 à 30 jaar een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Onder meer heeft de markt voor financiële instrumenten en *securities lending* een hoge vlucht genomen. De financiële markt heeft hiermee een hoge graad van geavanceerdheid bereikt. Voor ieder is er wat wils. Ondernemingen worden in staat gesteld om op verschillende manieren via de financiële markt hun bedrijf te financieren, er is een levendig bedrijf van intermediairs en dienstverleners, en – *last but not least* – beleggers worden in staat gesteld om tot twee cijfers achter de komma nauwkeurig precies het risicoprofiel samen te stellen dat aansluit bij hun behoeften met zo min mogelijk transactiekosten. Alles staat in het teken van de liquiditeit en het soepele verloop van de financiële markt.

Die hoge graad van geavanceerdheid heeft echter ook een keerzijde. De overzichtelijkheid van de financiële markt is door die geavanceerde structuur en het enorme aanbod van producten onder druk komen staan. Liquiditeit is bij de ontwikkeling van de financiële markten in de afgelopen decennia veel meer de doelstelling geweest dan transparantie. Het gevolg is dat de complexiteit en de intransparantie van de financiële markt inmiddels zodanig is, dat die voor een "gewone sterveling" nauwelijks meer te doorgronden valt. Dat zelfs insiders en toezichhouders hier soms grote moeite mee hebben, bleek toen in de kredietcrisis pijnlijk duidelijk werd dat ook zij de risico's verbonden aan de op grote schaal verhandelde subprime-producten niet goed hadden ingeschat.

Vanuit een oogpunt van corporate governance zijn in dit verband met name intransparante eigendomsstructuren van belang. Dit speelt op een aantal niveaus. Ten eerste is degene die volgens het vennootschapsrecht en het goederenrecht aangemerkt moet worden als "de aandeelhouder" in de praktijk vaak niet de aandeelhouder. Dat komt omdat er een complexe keten van bewaarinstellingen en intermediairs zit tussen de vennootschap en degene die zichzelf uiteindelijk als "de aandeelhouder" beschouwt. Men noemt diegene wel de "ultimate investor" of "ultimate account holder".<sup>75</sup> Houdt een pensioenfonds bijvoorbeeld aandelen in een Nederlandse beursvennootschap onder meer via een buitenlandse *custodian* (bewaarinstantie) die de aandelen administreert op een zogeheten *omnibusaccount*, dan is die *custodian* veelal juridisch als "de aandeelhouder" te beschouwen en is de positie van het pensioenfonds slechts gebaseerd op contractuele aanspraken jegens die *custodian*. De "ultimate investors" hebben hierdoor geen rechtstreekse aanspraken jegens de vennootschap, noch op dividend, noch op stemrecht, noch op de uitoefening van andere aandeelhoudersrechten. Bovendien zijn ze voor de vennootschap, en anderen, ook niet direct kenbaar.

Dit is een bekend probleem. De Europese Commissie heeft bij de totstandkoming van de Richtlijn aandeelhoudersrechten<sup>76</sup> verwoede pogingen gedaan de "ultimate investor" in de richtlijn te definiëren om daaraan specifieke rechten te kunnen toekennen. Dit stuitte bij veel lidstaten echter op hevige weerstand, met name omdat het mogelijk tot complexe en diepingrijpende wijzigingen van het nationale goederen- en vennootschapsrecht kon leiden. Deze weerstand bleek zo groot te zijn dat ook afgezwakte varianten niet acceptabel waren en bij de totstandkoming van de richtlijn uiteindelijk volledig is afgezien van een regeling over de "ultimate investor". Het gevolg is dat degene tot wie de richtlijn zich formeel juridisch richt vaak niet degene is om wie het gaat. Hierdoor wordt een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders eveneens beperkt. De onderneming heeft momenteel immers geen middelen om te achterhalen wie haar aandeelhouders, haar "ultimate investors" zijn. Dat in Nederland pogingen worden ondernomen om het onderwerp in ieder geval nationaal te regelen, valt toe te juichen. Dat dit echter ook in Nederland tot de nodige discussie leidt, en dat het niet kan worden geregeld in een breder internationaal verband waar het thuishoort, is illustratief voor de complexiteit. De situatie is inmiddels nog niet veel verbeterd. De complexiteit en de intransparantie van het hele proces van het uitbrengen van stemmen baart zorgen. De verwarring over eigendomsstructuren is daar voor een belangrijk deel debet aan,

---

<sup>75</sup> Zie daarover J.W. Winter, Grensoverschrijdend stemmen, Deventer 2000; C.Æ. Uniken Venema, Effectengiro-recht in beweging, Den Haag 2003, p. 255 e.v.

<sup>76</sup> Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007, Pb.L. 184/17.

maar ook de massaliteit van het stemproces bij vele ondernemingen in een korte periode tegelijk, de vele partijen die erbij betrokken zijn, de anonimiteit van aandeelhouders en beleggers,<sup>77</sup> en het gebrek aan rapportages over het verloop ervan. We weten in het huidige systeem simpelweg niet zeker of de juiste personen stemmen. Het is, zoals Kahan en Rock het uitdrukken, “an accident waiting to happen”.<sup>78</sup>

Een ander niveau waarop het probleem van intransparante eigendomsstructuren speelt, is dat van de synthetische aandelenbelangen.<sup>79</sup> Door de geavanceerdheid van de financiële markten, en met name het ruimer aanbod van derivaten, is het voor eenieder op de dag van vandaag kinderlijk eenvoudig geworden om juridische eigendom van aandelen<sup>80</sup> te splitsen van het economische belang dat men bij hetzelfde aandeel heeft. Door middel van bijvoorbeeld een *equity swap* kan het economische risico op een pakket aandelen worden overgedragen aan een ander. Hetzelfde kan met andere methoden zoals *securities lending*. Gevolg is dat de aandeelhouder geen economisch risico heeft of zelfs een negatief belang kan hebben door middel van een "short positie", maar voor de buitenwereld nog altijd volwaardig aandeelhouder is met alle rechten en plichten van dien zonder dat zijn economische belang bekend is.

Op zichzelf draagt het bij aan de efficiëntie van de markt dat dergelijke technieken kunnen worden gebruikt. Wie "kwaad wil" kan echter ook handig gebruik maken van het gebrek aan transparantie op dit punt. Er zijn verschillende gevallen bekend waarbij aandeelhouders op deze manier vlak voor een aandeelhoudersvergadering een groot (juridisch) aandelenbelang hadden opgebouwd om zodoende de besluitvorming te kunnen beïnvloeden, zonder enig economisch risico te lopen.<sup>81</sup> Men noemt deze techniek "empty voting". Dit zijn primair buitenlandse gevallen, maar we hoeven er niet zo ver voor van huis.

In 2007 bracht zoals bekend het Consortium RBS/Fortis/Santander een – controversieel – openbaar bod uit op de aandelen in ABN AMRO. Op 6 augustus 2007 hield Fortis een

---

<sup>77</sup> Zie daarover uitgebreid M.M. Siems, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge 2008, p. 136 e.v.

<sup>78</sup> In die zin ook M. Kahan en E. Rock in hun boeiende artikel over *The Hanging Chads of Corporate Voting*, *ssrn.com* 2008, p. 16.

<sup>79</sup> Zie uitgebreid G.T.M.J. Raaijmakers, *Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen*, *Preadvies Vereniging Handelsrecht* 2007, p. 3 e.v.

<sup>80</sup> Voor het gemak spreek ik van eigendom van aandelen. Bedoeld wordt de juridische gerechtigdheid tot de desbetreffende aandelen.

<sup>81</sup> Vgl. de belangrijke studie daarover van H.T.C. Hu en B. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, *Southern California Law Review* mei 2006, Vo. 79, nr. 4, p. 811 e.v.; H.T.C. Hu en B. Black, *Equity Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and extensions*, *University of Pennsylvania Law review*, januari 2008, p. 625 e.v.; M.C. Schouten, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure in Europe*, *ssrn.com* april 2009.

aandeelhoudersvergadering om daarvoor goedkeuring te verkrijgen. Hoewel de steun voor het bod door Fortis groot leek, waren er twijfels over de financiering. Verschillende partijen hadden zich daarover kritisch uitgelaten, de koers van Fortis was in de aanloop naar de aandeelhoudersvergadering met zo'n 14% gedaald en er verschenen berichten in de media dat een substantieel deel van de aandeelhouders wel eens tegen zou kunnen gaan stemmen.<sup>82</sup> Tot veler verrassing werden de voorstellen tijdens de vergadering uiteindelijk echter aangenomen met een overweldigende meerderheid, rond de 95%. Het is onbekend of er bij deze vergadering sprake is geweest van *empty voting*. Ook hier is dat juist door het gebrek aan transparantieverplichtingen moeilijk te achterhalen. Puur op basis van een waarschijnlijkheidsbenadering acht ik de kans echter vrij groot dat dit inderdaad het geval is geweest.

Hedge funds hadden op grote schaal posities opgebouwd in ABN AMRO. Er waren aanwijzingen dat in korte tijd meer dan 25% van het totale aandelenkapitaal in handen was gekomen van hedge funds. Die hadden een groot financieel belang bij het slagen van het bod van het Consortium, dat substantieel hoger lag dan het eveneens uitgebrachte bod van het Engelse Barclays. Het bod van het Consortium zou mogelijk zijn gesneuveld als de aandeelhoudersvergadering van Fortis geen goedkeuring zou verlenen. Wat was er voor die hedge funds makkelijker dan die goedkeuring zeker te stellen via *empty voting*: het verwerven van aandelen in Fortis vlak voor de avo om ze daarna weer van de hand te doen, alleen maar om op de aandeelhoudersvergadering even te kunnen stemmen en zonder verder enig economisch risico te lopen? Het is niet verboden, er is geen transparantieverplichting, het kost relatief weinig geld en dat het mogelijk niet in het belang van Fortis is vanwege onder meer de financieringsrisico's raakt alleen de "echte aandeelhouders", en niet de hedge funds.<sup>83</sup> Nogmaals, ik zeg niet dat dit inderdaad is gebeurd, maar het op zijn minst denkbaar.

Het omgekeerde van *empty voting* is eveneens mogelijk: één partij die een economische positie, een economische "exposure", opbouwt in de aandelen van een vennootschap, zonder juridisch aandeelhouder te worden. Men noemt dit "hidden ownership". Een bekende techniek hiervoor is het kopen van Contracts for Differences (CfD's), waarmee de desbetreffende partij een exposure "koopt" op puur contractuele basis, zonder daadwerkelijk aandeelhouder te hoeven worden. Dit is een techniek die vooral interessant kan zijn voor een partij die wel een economische positie wil opbouwen in een vennootschap, maar nog even "onder de radar" wil blijven. Ook hier wrekt zich dat er geen transparantieplichten zijn en dat er zelfs geen plicht

---

<sup>82</sup> Zie daarover T. Debels, *De ondergang van Fortis*, Antwerpen 2009, p. 154 e.v.

<sup>83</sup> Vgl. ook H.T.C. Hu en B. Black, *Equity Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and extensions*, *University of Pennsylvania Law review*, januari 2008, p. 652.

is om een verplicht bod uit te brengen als een partij op deze wijze een belang opbouwt van meer dan 30%. Dit is problematisch omdat een dergelijke partij weliswaar geen juridisch afdwingbaar recht heeft om op de onderliggende aandelen te stemmen of om die op enig moment te verwerven, maar de praktijk is anders. Zijn wederpartij bij de CfD zijn vaak één of meerdere financiële instellingen van wie hij klant is. Die financiële instellingen zullen om hun eigen positie af te dekken vaak de desbetreffende aandelen wel juridisch verwerven. Het risico bestaat dat zij zich in de praktijk bij hun stemgedrag wel degelijk richten naar de wensen van hun klant die daarmee feitelijk invloed krijgt. Bovendien zal die klant vaak de gelegenheid hebben om bij de afwikkeling van de CfD te kiezen voor het overnemen van het pakket aandelen, waarmee hij de onderneming en de markt kan "overvallen" met een groot pakket aandelen dat hij anders langzaam had moeten opbouwen via beursaankopen en waarvoor hij meldingen gedaan zou moeten hebben zodra hij de meldingsdrempels zou overschrijden. Ook hiervan zijn verschillende voorbeelden zoals toen het Duitse Schaeffler in 2008 eerst via *equity swaps* een niet-transparant economisch belang van in totaal 36% opbouwde in Continental AG alvorens een openbaar bod op de aandelen in de vennootschap uit te brengen, of zoals toen twee hedge funds via *total return swaps* een belang van 8,7% in het Amerikaanse CSX opkrikten tot 14% om uiteindelijk vijf "eigen bestuurders" benoemd te krijgen.

Keer op keer blijkt dat de regelgeving niet bedacht is op technieken van *empty voting* en *hidden ownership*. Die is ontworpen in een tijd dat die technieken nog niet bestonden of daarmee nog nauwelijks bekendheid was, met als gevolg dat er in de regel geen transparantieplichtingen zijn en dat er geen verplicht bod uitgebracht hoeft te worden als een partij de drempel van 30% overschrijdt met een economisch belang. Dat dit de integriteit van de besluitvorming kan aantasten is duidelijk, met name vanwege dat gebrek aan transparantie. Het is voor andere aandeelhouders en voor een onderneming van belang om te weten of aandeelhouders stemmen op hun aandelen zonder economisch belang of zelfs met een negatief belang, dan wel dat er achter de schermen op grote pakketten aandelen stemmen worden beïnvloed of overvallen worden voorbereid door "spookaandeelhouders". In het Verenigd Koninkrijk heeft men inmiddels enkele maatregelen genomen en worden nieuwe regels voorbereid om dit probleem deels te adresseren, zij het dat ook daar de FSA hier aanvankelijk niet aan wilde vanwege de complexiteit van de materie. Zo houden veel institutionele beleggers aandelen bijvoorbeeld aan in "een mandje" om zo een hele index te kunnen dekken, en kan een dergelijk pakket ook als zodanig worden *gehedged*. Het "schuiven" met economisch belang kan op verschillende niveaus plaatsvinden en heeft in de

meeste gevallen niets te maken met *empty voting* of *hidden ownership*, maar met efficiënt beleggen. Het maakt het ontwerpen van adequate regelgeving niet eenvoudig.

De complexiteit van de financiële markten en de intransparantie van eigendomsstructuren is kortom groot. Regelgevers en toezichthouders krijgen er moeilijk vat op en het doet afbreuk aan de transparantie van de markt, de integriteit van de markt en de besluitvorming van aandeelhoudersvergaderingen, als ook aan een *level playing field* tussen de verschillende partijen die op die markt actief zijn. Tenslotte belemmert het een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders.

#### *Zesde beperking: Moeilijk voorspelbare veranderlijkheid*

Een vraag is ook: wie *is* nu eigenlijk die financiële markt? Waaruit bestaat die groep van beleggers en aandeelhouders in wiens handen de toekomst van Nederlandse beursondernemingen voor een belangrijk deel is gelegd? Die zijn immers grotendeels anoniem en staan in meerdere of mindere mate op afstand, maar spelen in de huidige corporate governance wel een belangrijke rol.

De samenstelling van die groep van beleggers is echter sterk aan verandering onderhevig. Zoals bekend is die in de afgelopen jaren om te beginnen steeds internationaler geworden. Inmiddels wordt de overgrote meerderheid van de aandelen in Nederlandse beursondernemingen gehouden door buitenlandse beleggers. Verder worden de aandelen in steeds mindere mate gehouden door particuliere beleggers, en steeds meer door andere groepen van beleggers. Zo zijn institutionele beleggers in een relatief korte periode uitgegroeid tot belangrijke spelers op de aandelenmarkten. Voor een deel komt dit door de toegenomen vergrijzing, waardoor met name de vermogens van pensioenfondsen over de afgelopen decennia sterk zijn gegroeid. Voor een deel komt dit ook doordat institutionele beleggers in de afgelopen jaren een steeds groter deel van hun vermogen in aandelen zijn gaan beleggen. Of dit beleid zich zal gaan voortzetten, of dat de financiële crisis op de langere termijn tot ander beleggingsbeleid van institutionele beleggers zal leiden, zal de tijd moeten leren.

Illustratief voor de veranderlijkheid van de financiële markt en de samenstelling van de groep van beleggers, is ook de snelle opkomst van hedge funds als actieve spelers op die markt. Toen in 2003 de Code Corporate Governance werd geschreven door de Commissie Tabaksblat, was er nog niet of nauwelijks sprake van enige betekenisvolle rol van hedge funds

als "activistische aandeelhouders". In de eerste versie van de Code is daar dan ook geen rekening mee gehouden. De gedachte was toen vooral dat het met name de institutionele beleggers zouden zijn die van de nieuw verworven rechten als aandeelhouders gebruik zouden gaan maken. In een zeer korte tijd zijn hedge funds daarna echter "opgekomen" als actieve spelers op de aandelenmarkten en zijn zij een sterk stempel gaan drukken op de corporate governance van Nederlandse beursondernemingen. In 2006 werd het wereldwijd door hen beheerde vermogen geschat op 1.200 miljard dollar.<sup>84</sup> Maar zo snel als ze kwamen, zo snel verdwenen ze ook weer. Door de financiële crisis van 2008 zijn hedge funds hard geraakt, en zijn velen van hen in financiële moeilijkheden terechtgekomen. Ook hier valt te bezien hoe hun positie zich zal ontwikkelen op de middenlange en langere termijn. In een recent onderzoek werd echter voorspeld dat de positie van hedge funds na een dieptepunt in 2009 opnieuw zal groeien, tot een totale omvang van 2.600 miljard dollar tegen het einde van 2013.<sup>85</sup>

Ook veranderende geo-politieke verhoudingen kunnen hun invloed gaan hebben op het functioneren van de financiële markt en de samenstelling van de groep van beleggers die daarbinnen actief is.<sup>86</sup> In eerste instantie valt daarbij te denken aan de eveneens snelle opkomst in de afgelopen jaren van staatsfondsen, die kort gezegd activa van een staat beheren zoals dollarinkomsten van olie- en gasexport, overtollige deviezenreserves en inkomsten van export van delfstoffen. Met name in Azië en het Midden-Oosten is een aantal grote staatsfondsen gevormd. Schattingen van het totale vermogen dat door staatsfondsen wordt beheerd liggen rond de 3.600 miljard dollar.<sup>87</sup> In de afgelopen jaren zijn staatsfondsen in toenemende mate belangen gaan nemen in Westerse ondernemingen, niet in de laatste plaats financiële instellingen. Ook zij zijn door de financiële crisis hard geraakt, maar ook van staatsfondsen wordt voorspeld dat hun totale vermogen in de komende jaren verder zal groeien. Hoe hun opstelling zal zijn en wat hun beleggingsbeleid zal zijn voor de komende jaren, is echter moeilijk te voorspellen.

Tot slot wijs ik op de plots weer opgekomen rol van de overheid als aandeelhouder. Waar nog tot zeer kort geleden het beleid van de rijksoverheid was om te privatiseren waar dat kon en voor het overige een rol als aandeelhouder op afstand te verkiezen,<sup>88</sup> is met het nieuwe

---

<sup>84</sup> Financial Times 11 januari 2006, p. 13; SEC report "Implication of the Growth of Hedge Funds" 2003, p. 1.

<sup>85</sup> Rapport van Casey Quirk en The Bank of New York Mellon van april 2009 over "The Hedge Fund of Tomorrow: Building an Enduring Firm".

<sup>86</sup> Zie daarover K. Mahbubani, *The New Asian Hemisphere; The Irresistible Shift of Global Power to the East*, New York 2008, p. 49 e.v. Zie ook S.P. Huntington, *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*, New York 1996.

<sup>87</sup> Sovereign Wealth Fund Institute: [swfinstitute.org/funds](http://swfinstitute.org/funds).

<sup>88</sup> Zie TK 28165, nr. 2, o.a. op p. 11 e.v.

staatsdeelnemingenbeleid een radicaal andere weg ingeslagen waarbij juist behartiging van het publieke belang in de hoedanigheid van aandeelhouder een centrale plaats inneemt.<sup>89</sup> Hoezeer deze positie goed te begrijpen is tegen de achtergrond van het grote beroep dat op de overheid gedaan moest worden in de financiële crisis van 2008, roept deze nieuwe positie ook een reeks van vragen op over belangenconflicten tussen de overheid en andere stakeholders, en tussen de diverse belangen die de overheid zelf heeft te behartigen. Heldere antwoorden daarop ontbreken vooralsnog.

Het zijn tegelijkertijd allemaal illustraties van de grote veranderlijkheid van de financiële markt en de samenstelling van de groep van beleggers die daarbinnen actief is en daarmee ook van de soms zeer snelle en onvoorspelbare wisselingen in de belangen waardoor spelers op die financiële markten gedreven worden. Het is, staande tussen de rookpluimen van de financiële crisis, moeilijk voorspelbaar hoe de ontwikkeling voor de middenlange en de langere termijn vanaf hier zal zijn. Zullen hedge funds inderdaad weer terugkomen, of is hun rol uitgespeeld? Wat gebeurt er met private equity? Is de rol van de overheid van tijdelijke aard, of zal die voor een langere tijd een bepalende factor zijn? Hoe ontwikkelen staatsfondsen zich verder? Zullen de staatsbedrijven in het kielzog van staatsfondsen ook een belangrijkere rol gaan spelen? Denk bijvoorbeeld aan Chinese banken: zij zijn alle overige banken in de afgelopen twee jaar voorbij gestreefd en beheersen nu de wereldwijde top drie.<sup>90</sup> Ook hier weer zijn er positieve kanten en gevaren. Positief is dat de veranderlijkheid van de financiële markt ook een belangrijke kracht ervan is. Het is een teken van veerkrachtigheid en mogelijk ook een drijfveer voor innovatie. Het gevaar schuilt echter daarin dat hoe meer de corporate governance van Nederlandse beursondernemingen afhankelijk zal zijn van de financiële markt, hoe moeilijker het gegeven die onvoorspelbare veranderlijkheid zal zijn om een beleid gericht op lange termijn-duurzaamheid te realiseren.

#### *Zevende beperking: Zakelijke hardheid*

Een kenmerk van de financiële markt is ook dat zij hard is. De markt kent geen gevoel, is zakelijk en gaat recht op zijn doel af. Daarin ligt ook een zekere charme. Het draagt bij aan zijn disciplinerende werking. De "hardheid" van de financiële markt komt vaak tot uitdrukking in of is het gevolg van de opstelling van individuele beleggers die op die markt actief zijn als aandeelhouder. Zij hebben, zeker als het om buitenlandse beleggers gaat, vaak geen morele binding met een onderneming. Zij beoordelen die puur vanuit een financieel en zakelijk perspectief. Kijken wij bijvoorbeeld naar hedge fund-managers, die hier bij uitstek een

---

<sup>89</sup> Zie TK 28165, nr. 69, o.a. op p. 3-4 en 11-12; TK 28165, nr. 97.

exponent van zijn, dan verklaart hun eigen positie hun opstelling. Ze nemen vaak veel risico om zodoende hoge rendementen te kunnen behalen. Daar komt bij dat de "incentives" van de verantwoordelijke managers binnen een hedge fund vaak ook erg hoog zijn. Het hedge fund beheert vermogen dat in belangrijke mate toebehoort aan hun klanten, veelal institutionele beleggers, en voor een deel betreft het vaak het persoonlijke vermogen van de hedge fund-managers zelf. Als de riskante strategieën van dergelijke hedge funds goed uitpakken, kunnen de rendementen zowel voor die institutionele beleggers als ook voor de hedge fund-managers enorm oplopen. Wat die hedge fund-managers zelf betreft, is van belang dat de zogeheten "performance fee" die zij krijgen gemiddeld tenminste 20% van het behaalde rendement bedraagt, bovenop een vaste vergoeding van gemiddeld zo'n 1,5% over het beheerde vermogen.

Dit is een voorbeeld van de sterke financiële prikkels die er binnen de financiële markten zijn om middelen die voorhanden zijn om beoogd rendement te behalen, daadwerkelijk te benutten. Veel aandeelhouders die bezorgd zijn over de corporate governance van een onderneming hanteren hierbij een constructieve benadering waarbij in eerste instantie de dialoog wordt gezocht en pas naar andere middelen wordt gegrepen wanneer men daarin onvoldoende gehoor krijgt. Sommige aandeelhouders en beleggers hebben echter beduidend minder geduld, en gebruiken hun positie als aandeelhouder nadrukkelijk als onderdeel van een beleggingsstrategie om op korte termijn een zo hoog mogelijk rendement te behalen. Verschillende methoden worden hiervoor ingezet. Een veel gebruikte methode is die van de "moral suasion".<sup>91</sup> Hierbij wordt de druk door één of meerdere beleggers op verschillende niveaus opgevoerd. Denk aan het doen van vergaande strategische voorstellen en het – vaak zonder voorafgaande waarschuwing – opzoeken van de media daarmee. Dit legt een grote druk op een dergelijke onderneming en past niet in de benadering van het voeren van een constructieve dialoog. Het is de vraag of de inmiddels in de code corporate governance opgenomen responstijd van 180 dagen<sup>92</sup> hierin veel verandering zal brengen. Weliswaar wordt de ondernemingsleiding daarmee wat meer tijd gegeven om zelf een dialoog te initiëren met de desbetreffende aandeelhouder en met andere aandeelhouders, en ook om andere alternatieven te onderzoeken, maar het laat het pressiemiddel van een aandeelhouder onverlet om de onderneming zonder voorafgaande waarschuwing onder extreem grote druk te plaatsen via de media.

---

<sup>90</sup> Zie FD 29 mei 2009, p. 13: "Chinese banken stevig aan kop van financiële sector na kredietcrisis".

<sup>91</sup> Zie daarover o.m. J.M. Logsdon en H.J. van Buren III, Beyond the Proxy Vote: Dialogues Between Shareholder Activists and Corporations, *Journal of Business Ethics* 2009, p. 87:353 e.v.

<sup>92</sup> Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9 Code Frijns.

In het kader van de "moral suasion"-methoden worden veelal ook brieven gestuurd aan bestuurders en commissarissen en andere betrokkenen om hen te wijzen op hun verantwoordelijkheden, en hen soms met zoveel woorden voor te houden dat zij persoonlijk aansprakelijk zullen worden gehouden wanneer zij die verantwoordelijkheden niet adequaat vervullen, om zodoende de psychologische druk op de betrokkenen te vergroten. Zo stuurde TCI in de strijd om ABN AMRO in 2007 niet alleen diverse brieven en emails naar bestuurders en commissarissen, maar ook naar De Nederlandsche Bank, de Minister van Financiën en de Eurocommissaris voor mededinging om te dreigen met schadeclaims oplopend tot 10 miljard euro als de vereiste goedkeuringen op onredelijke gronden zouden worden afgewezen.<sup>93</sup> Andere methoden zijn het voeren van juridische procedures mede tegen betrokken personen individueel, het suggereren van "support" van andere beleggers,<sup>94</sup> en het doen van goed getimede publieke uitspraken, of het blijven bestoken van ondernemingen met vragen en verzoeken om besprekingen om de druk op te voeren zoals twee hedge funds in 2005 deden toen zij een belang namen in Deutsche Börse en het bestuur er toe gingen bewegen geen bod uit te brengen op London Stock Exchange.

Ik noem nu hedge funds als voorbeeld, maar zij zijn niet de enigen die hard zijn in hun opstelling.<sup>95</sup> Ook bij langetermijn-aandeelhouders, zelfs als die wél een zekere "morele binding" hebben met de desbetreffende onderneming, prevaleert op beslissende momenten in de regel een zakelijke en financiële benadering, hetgeen ook past bij de fiduciaire verantwoordelijkheid die zij veelal hebben jegens hun eigen deelnemers. Zijn zij zelf al niet bereid tot een harde opstelling, dan verkopen zij hun belang in de praktijk als zij echt te weinig vertrouwen hebben in het verdere verloop in de ontwikkeling van "het aandeel". Er is dan op dat soort momenten vaak feitelijk sprake van een overdracht van aandelen door langetermijn-aandeelhouders aan kortetermijn-aandeelhouders. Voor zover dat hedge funds zijn, hebben veel langetermijn-aandeelhouders overigens via die hedge funds nog altijd "exposure" in de desbetreffende onderneming omdat zij een deel van hun vermogen door die hedge funds laten beheren.

Ook het handig gebruik maken van de mazen in de wet behoort tot de methoden die soms door beleggers worden toegepast, zoals fondsbeheerder Templeton dat deed in de strijd om VNU in

---

<sup>93</sup> Jeroen Smit, *De prooi*, Amsterdam 2008, p. 411-412.

<sup>94</sup> Zo kondigde de Franse beurstoezichthouder AMF in 2006 aan onderzoek te doen naar mogelijke marktmanipulatie door enkele hedge funds rondom een mogelijke fusie tussen Euronext en Deutsche Börse. Deze fondsen zouden tegenover Euronext hun gezamenlijke belang hebben overdreven om zodoende hun eisen extra kracht bij te kunnen zetten. Zie daarover Fd 26 januari 2006, voorpagina en pagina 17.

<sup>95</sup> Vgl. Par. 3.2.5 van Impact Assessment bij het Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, 30.4.2009, COM(2009) 207, 2009/0064 (COD).

2005-2006. Zij bracht haar belang onder bij meerdere door haarzelf beheerde fondsen, nog voordat het “gat” in de wet was gedicht dat deze belangen voor het doel van de meldingsplicht moesten worden geconsolideerd.<sup>96</sup> En als de financiële prikkels hoog genoeg zijn, wordt de verleiding soms zelfs groot om methoden te gebruiken die ronduit marktmisbruik opleveren. Ook hiervan zijn verschillende voorbeelden, zoals de methode van “pumping and dumping” die hedge fund-manager Carl Icahn toepaste bij Temple-Inland. Hij bouwde in stilte een belang op, maakte dat nieuws wereldkundig, wat vanwege zijn reputatie en publiek geuite voornemen om in te grijpen tot een scherpe koersstijging leidde. Een maand later maakte hij bekend dat hij daar weer van afzag. Kort daarop bleek uit een SEC-filing dat hij zijn belang weer had verkocht, waarna de koers van Temple-Inland weer daalde naar het oorspronkelijke niveau.<sup>97</sup> Het spiegelbeeld van deze methode is “short and distort” of “crashing and cashing”, waarbij een belegger een short-positie neemt, en dus een negatief belang krijgt, om vervolgens een lastercampagne te beginnen en negatieve geruchten en berichten te verspreiden om een koersdaling daadwerkelijk te bevorderen of te versnellen.<sup>98</sup>

De wereld van de financiële markten is kortom een harde wereld. Niet iedere partij die actief is binnen die markten heeft een zelfde harde opstelling, maar de basisdrijfveer is financieel, zakelijk en op beslissende momenten nietsontziend. Dat geldt natuurlijk ook voor de zakenwereld, de wereld waarbinnen ondernemingen zichzelf begeven. In die zin is de financiële wereld niet uniek. Feit is echter dat ondernemingen in de afgelopen decennia sterk gereguleerd zijn geworden, niet alleen op het vlak van ondernemings- en effectenrecht door bijvoorbeeld vergaande transparantieplichtingen, maar ook op terreinen als het mededingingsrecht en het medezeggenschapsrecht. Voor beleggers op de financiële markten die actief zijn als aandeelhouder van Nederlandse beursondernemingen, geldt dat in veel mindere mate. Weliswaar geldt ook voor hen de algemene norm van redelijkheid en billijkheid die onlang nog in de nieuwe Code Frijns zijn weerklank vond,<sup>99</sup> maar wat dat in de praktijk precies betekent is niet of nauwelijks uitgewerkt. Het uitgangspunt is nog altijd dat aandeelhouders hun eigen belang mogen nastreven en dat hun handelen daarbij niet of nauwelijks specifiek gereguleerd is.

#### 4. De plaats van "de markt" in het ondernemingsrecht: agenda voor verandering

---

<sup>96</sup> Zie daarover B. van Dijk en J. van Mierlo, Bestuur onder vuur, Amsterdam 2007, p. 28 en 130-131.

<sup>97</sup> H.T.C.Hu en B. Black, Empty Voting and Hidden (morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, European Corporate Governance Institute-Law Research Paper, no. 64/2006, februari 2006, p. 30-31. Zie ook M. Nelemans, Het verbod op marktmanipulatie, Deventer 2007, p. 400 e.v.

<sup>98</sup> Vgl. SEC-rapport "Implication of the Growth of Hedge Funds, 2003, p. 39 e.v.

<sup>99</sup> Par. IV.4 Code Frijns.

Dit zijn de zeven belangrijkste beperkingen van de financiële markt zoals ik die onderscheid: inherent conflicterende belangen, intransparante kongsi's, financieel opportunisme, irrationeel kuddegedrag, ondoorzichtige complexiteit, moeilijk voorspelbare veranderlijkheid en tot slot zakelijke hardheid. Dit is zoals gezegd geen uitputtende opsomming. Ik heb mij vooral beperkt tot knelpunten die van belang zijn wegens hun raakvlak met toezicht en bestuur van beursondernemingen, corporate governance vragen derhalve.

Zo kom ik terug bij mijn thema: hoe beïnvloeden de financiële markt en haar spelers de beursondernemingen die daarop een beroep hebben gedaan en meer in het bijzonder: welke invloed hebben die op het Nederlandse ondernemingsrecht en de Nederlandse corporate governance? In het laatste decennium van de vorige eeuw groeide de kritiek op de Nederlandse corporate governance, op het “old boys network”, gebrek aan kritisch toezicht, ontoereikende checks en balances en te weinig discipline. Wij zagen dat daarin een kentering op gang is gekomen door verschillende factoren en gebeurtenissen, zoals de invoering van de euro in 1999 en het formuleren van *best practices*. Sindsdien zijn marktdiscipline en aandeelhoudersmacht op basis van de *agency theory* richtinggevend geworden. Die disciplinerende heeft haar uitwerking niet gemist. De afstandelijke vrijblijvendheid van de raad van commissarissen heeft plaats gemaakt voor een sterke betrokkenheid en het opschuiven in de richting van een feitelijk monistisch bestuursmodel. De effectenrechtelijke verplichtingen tot verslaglegging en transparantie van beursondernemingen zijn verder sterk uitgebreid en institutionele beleggers en andere aandeelhouders maken steeds vaker gebruik van hun rechten in en buiten vergadering, zoals recent weer bleek in de gevallen waar aandeelhouders ondernemingen actief hebben aangesproken op het beloningsbeleid.<sup>100</sup>

Toch blijft de praktijk weerbarstig, zoals ik in mijn bespreking van de beperkingen van de financiële markt al heb laten zien. De huidige crisis heeft een nieuwe discussie aangezwengeld over de grondslagen van het financiële systeem en de verhouding tussen markt en beursonderneming. Aanduidingen als Angel-Saksisch, Amerikaans, Rijnland- of Rijnlandmodel mogen niet allemaal even helder en bruikbaar zijn voor de gedachtevorming, zij illustreren wel de onzekerheden over oorzaken, te nemen acties en te verwachten gevolgen. Als wij ook de belangen van andere stakeholders duidelijk willen meewegen of minst genomen “shortermism” willen beperken en streven naar aandeelhouderswaarde op lange termijn, als wij ons ook willen richten op beginselen van maatschappelijk verantwoord ondernemen en op waarborging van stabiliteit, maar evenzeer succesvolle innovatie willen

---

<sup>100</sup> R. Abma, Ontwikkelingen in het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2008, TvOB 2008, p. 109 e.v.

bevorderen, dan lopen die doelstellingen niet steeds parallel met die van de financiële markt en de daarin opererende professionele investeerders.

De situatie waarmee de recente crisis regelgevers, toezichthouders en andere rechtsvormers confronteert is zonder enige twijfel zeer complex en veelzijdig. Een gebrek aan samenhang en samenwerking bij alle inspanningen, plannen en voorstellen om tot nieuwe rechtsregels te komen roept daarmee niet slechts het gevaar op van “regulatory competition” maar wellicht ook van “regulatory chaos”, althans van een disharmonie van rechtsregels die de praktijk met overlappingen en hiaten confronteert. Heel veel partijen zijn momenteel veelal afzonderlijk bezig met individuele plannen en hervormingen die ieder voor zich slechts een stukje van de totale puzzel vormen: het Ministerie van Financiën, het Ministerie van Justitie, de AFM, DNB, de Monitoring Commissie, de Commissie Maas, de Europese Commissie, IOSCO, CESR, de IASB, en nog anderen, waaronder de rechter. Zo bestrijken zij slechts deelterreinen die onderling sterk verweven zijn, maar waarvan een samenhangende aanpak niet, althans onvoldoende, is gewaarborgd: het gaat onder veel meer over beloningsbeleid, de evaluatie van de biedingsregels, de evaluatie van het enquêterecht, de responstijd in vennootschappelijke geschillen, de regulering van hedge funds, specifieke meldingsplichten voor hedge funds, generieke intentiemeldingen voor aandeelhouders, identificatieregels voor aandeelhouders maar dan alleen op nationaal niveau, etcetera. De aanpak blijft, naar het zich laat aanzien, te fragmentarisch en is onvoldoende fundamenteel. Het gevolg dat dreigt is dat er te veel wordt gezocht naar ad hoc oplossingen. Maar als een been gebroken is, dan moet je geen pleisters plakken.

Wij moeten er ons bovendien voor hoeden dat wij niet de fouten van gisteren gaan bestrijden om vervolgens te ontdekken dat de wereld om ons heen geheel veranderd is. We staan opnieuw voor belangrijke uitdagingen. Publieke taken en belangen en de rol van overheden treden opnieuw op de voorgrond. Wat dat gaat betekenen is – zeker in Europees en internationaal verband – nog moeilijk te overzien. Geo-economische en daarmee ook geopolitieke verhoudingen zijn bezig te veranderen, zoals alleen al de toenemende afhankelijkheid van de VS van China wel lijkt aan te tonen. Financiële instellingen en de architectuur van het financiële systeem zullen vrijwel zeker belangrijke veranderingen ondergaan, al blijkt het zelfs op Europees niveau moeilijk grensoverschrijdend toezicht tot stand te brengen. De integratie van de Europese financiële markten lijkt een punt van zorg. Financierings- en solvabiliteitsproblemen zullen ook op het niveau van individuele ondernemingen, niet alleen van financiële instellingen, alle hens aan dek vragen.

Al die uitdagingen, vragen en recente ervaringen vragen om grondige analyse en, naar het zich laat aanzien, een grondige herijking. Er is behoefte aan een nieuw evenwicht. De *agency theory*, die zo'n prominente rol heeft gespeeld in de economische analyse en de gedachtevorming over nieuwe doelstellingen van en verhoudingen binnen beursondernemingen, moet opnieuw worden geanalyseerd en getoetst aan de hand van de ervaringen die wij inmiddels rijker zijn geworden en aan de hand van nieuw economisch onderzoek, zoals van Richard Layard en Bruno Frey die stellen dat het blindelings nastreven van "welvaartsmaximalisatie" nog niet leidt tot "geluksmaximalisatie". Maar ook vanuit een streven naar welvaartsmaximalisatie moeten na de ervaringen van de laatste tien, vijftien jaar met het functioneren van de financiële markt en de partijen in die markt lessen worden getrokken, waarbij de financiële crisis bij uitstek als katalysator dienst doet.

De uitdagingen waar wij voor staan vergen een integrale analyse van zowel de economische kant van het functioneren van de financiële markt, als van de invloed daarvan op het ondernemingsrecht. Het is van belang dat bij die analyse de onderlinge samenhang voortdurend voor ogen wordt gehouden, niet alleen wat de verschillende deelonderwerpen op zichzelf betreft, maar ook de samenhang tussen nationale, Europese en soms zelfs internationale perspectieven mede tegen de achtergrond van de competenties van de betrokken regelgevers. Deze analyse moet leiden tot een integrale agenda voor verandering waarbij handhaafbaarheid en effectiviteit belangrijke randvoorwaarden zullen moeten zijn. Het licht mijns inziens op de weg van het Nederlandse kabinet en de Europese Commissie om daar hun eigen verantwoordelijkheid in te nemen.

Ik heb geen kant en klare blauwdruk voor die agenda. Ik heb slechts willen bijdragen aan de analyse van het functioneren van en de fricties binnen de financiële markt in haar interactie met ondernemingen en het ondernemingsrecht. Bij het nadenken over een agenda voor verandering zie ik echter drie niveaus voor me.

#### *Niveau 1: de financiële markt zelf*

Het eerste niveau betreft het functioneren van de financiële markt en de verschillende spelers op die markt *an sich*. Hoe manifesteren zich conflicterende belangen bij beleggers en hoe moeten die normatief worden benaderd? Is aanvullende transparantie voldoende? Moet er ook bij institutionele beleggers meer aandacht komen voor de inrichting en werking van *incentive-structuren*? Verder kan men zich afvragen of in de praktijk op zo grote schaal vastgehouden moet worden aan de beleggingsmethode van *benchmarking*, zeker in combinatie met daarop

afgestemde financiële prikkels voor betrokken beleggingsspecialisten. Levert dat in zichzelf niet een systeemrisico op waar ook beleggers zelf door geraakt kunnen worden? Zouden zij zich niet meer moeten richten op absolute rendementen op de lange termijn in relatie tot de verplichtingen waaraan zij moeten voldoen? Moeten ook de criteria die in het toezicht door toezichthouders als De Nederlandsche Bank worden gehanteerd daar niet meer op gericht zijn? Verder is de vraag of, juist ook vanuit de benadering van de *agency theory*, niet concretere stappen moeten worden gezet ten aanzien van “fund governance”; de governance van institutionele beleggers. Die staat tot dusver nog in schril contrast met de aandacht voor “*corporate governance*”.

Ook moet mijns inziens worden onderzocht of het huidige toezichtinstrumentarium nog wel volstaat om nieuwe technieken van marktmisbruik te bestrijden. In dit licht is het mijns inziens toe te juichen dat op Europees niveau concrete stappen worden genomen om hedge funds onder direct toezicht te stellen,<sup>101</sup> zij het dat de ambities op dat vlak nog relatief bescheiden zijn vooral wat de gedragsaspecten betreft en bovendien de samenhang met “gedragsproblemen” van andere spelers binnen de markt ontbreekt. Overigens past bij het nemen van maatregelen op toezichtrechtelijk vlak steeds de kanttekening dat de effectiviteit ervan niet moet worden overschat. Degelijke regels kunnen snel een schijnzekerheid opleveren en kunnen bovendien contraproductief werken. Zij kunnen een verstikkend hebben terwijl daadwerkelijke gedragsverandering veel beter “van binnenuit” kan worden gestimuleerd, zoals vader en zoon Scheltema terecht opmerkten in hun mooie preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht.<sup>102</sup>

#### *Niveau 2: de interactie tussen de financiële markt en de onderneming*

Het tweede niveau betreft de interactie tussen de financiële markt en de onderneming. Draagt het stimuleren van relatief grotere lange-termijn-beleggingen door institutionele beleggers – bijvoorbeeld via loyaliteitsdividend of –stemmen – bij aan een betere balans? Of moet daar niet teveel van worden verwacht nu ook zij op beslissende momenten in hun eigen belang korte-termijn-gericht zullen kunnen handelen? Kan het uitkeren van stemdividend, het beloning van stemmen met een extra dividend zoals dat bijvoorbeeld in Spanje gebeurt, een effectieve stimulans voor aandeelhouders zijn om nauwer bij de onderneming betrokken te raken, of leiden dergelijke financiële prikkels niet tot daadwerkelijke betrokkenheid?

---

<sup>101</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, 30.4.2009, COM(2009) 207, 2009/0064 (COD).

<sup>102</sup> A.H. Scheltema en M. Scheltema, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht, Deventer 2009, p. 26 e.v. en p. 40-41.

Duidelijke – meer technische, maar wel belangrijke – ingrepen zullen verder nodig zijn ten aanzien van "acting in concert", waarbij handhaving en handhaafbaarheid uitgangspunt moeten zijn. Wie als aandeelhouder gericht is op de lange termijn en visies uitwisselt met "like-minded" aandeelhouders, of zelfs tot gezamenlijke standpunten komt, moet de zekerheid hebben dat hij niet aan juridische beperkingen of meldingsplichten gebonden is. Wie gezamenlijke actie onderneemt met andere aandeelhouders om op de korte termijn strategische wijzigingen af te dwingen of de onderneming te destabiliseren, moet daaraan wel gebonden zijn. Het is mijns inziens echter niet goed mogelijk en werkbaar om bij dat laatste een onderscheid te maken tussen beleggers die uit hun aard op de lange of op de meer korte termijn gericht zijn. Wel kan naar Brits voorbeeld meer richting worden gegeven over de vraag wanneer sprake is van gecoördineerde actie en stemafspraken.<sup>103</sup> Wellicht moet verder naar andere werkbare criteria worden gezocht, zoals het aannemen van een meldingsplicht niet alleen bij het maken van afdwingbare stemafspraken, maar ook bij "onderling afgestemde gedragingen" gericht op het wijzigen van de strategie. Openstaande vraag blijft dan nog of daarmee het onderwerp van "wolf packs" afdoende is behandeld.

Wat de complexiteit van de markt betreft en met name de eigendomsstructuren zoals ik die beschreef, moeten mijn inziens vergaande maatregelen worden overwogen. Tot dusver zijn er binnen Europa en in Nederland wel gedachten en enkele initiatieven om tot meer transparantie van eigendomsstructuren te komen, maar daar is op enkele uitzonderingen na tot dusver nog maar weinig van terechtgekomen. Dit is een kernpunt waarop bij het totstandbrengen van een "aandeelhoudersdemocratie" de vergelijking met de "echte democratie" mank gaat, in ieder geval voor zolang als niet transparant gemaakt kan worden wie achter de schermen precies invloed uitoefent en vanuit welke belangenpositie. Verder is een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders alleen mogelijk als ook daadwerkelijk bekend is wie die aandeelhouders zijn. Dat het bedenken van werkbare oplossingen op zichzelf niet eenvoudig is, mag geen argument zijn om dit onderwerp links te laten liggen of niet doortastend te regelen.

Moet verder niet worden overwogen om de verantwoordelijkheden van aandeelhouders explicieter en preciezer te regelen en niet te volstaan met de algemene en dus te open regel dat zij zich hebben te gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid met enkele aanvullingen daarop zoals nu in de Code Frijns is opgenomen?<sup>104</sup> Zou bijvoorbeeld niet meer

---

<sup>103</sup> Zie daarover ook J.H.L. Beckers, Eendracht maakt macht; een onderzoek naar "acting in concert" in het kader van het verplicht openbaar bod, *Ars Aequi* 2009, p. 62 e.v.

<sup>104</sup> Par. IV.4 Code Frijns.

“guidance” gegeven moeten worden over hoe een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders moet worden gevoerd tegen die achtergrond, hoe moet worden omgegaan met middelen als de media en andere pressiemiddelen en niet te vergeten de reguliere gedachtewisseling in de aandeelhoudersvergadering? Hier ligt vooral een taak voor de rechtspraak. De Monitoring Commissie had bijvoorbeeld in de nieuwe Code Corporate Governance de zogeheten “responstijd” opgenomen: dat het bestuur maximaal 180 dagen wordt gegund voor het voeren van dialoog alvorens een agenderingsvoorstel van een aandeelhouder tot wijziging van de strategie op de desbetreffende aandeelhoudersvergadering hoeft te worden behandeld.<sup>105</sup> De Monitoring Commissie had aanbevolen de responstijd ook in de wet op te nemen, om zo onduidelijkheid te voorkomen ten aanzien van de wettelijke regeling voor agenderingsvoorstellen, die daarin niet voorziet. Het valt te betreuren dat het kabinet inmiddels heeft laten weten deze aanbeveling niet over te nemen.<sup>106</sup> Ik zou er echter voor pleiten dat de rechter desalniettemin gewicht toekent aan de opvatting van de Monitoring Commissie en deze als een invulling beschouwt van de normen van redelijkheid en billijkheid die partijen jegens elkaar in acht hebben te nemen.

### *Niveau 3: de onderneming zelf*

Het derde niveau betreft tot slot de onderneming zelf. Dat gaat bijvoorbeeld over de beloning van bestuurders waarvoor terecht aandacht is. De vraag is alleen of die aandacht zich op de juiste punten richt. Is het niet vooral tijd voor een heroriëntatie op het principe, de vormen en de uitwerking van “alignment” als basis voor de praktijk van variabele beloning, mede in het licht van het zojuist door mij bepleite nieuwe onderzoek naar de *agency theory*? Illustratief is de biecht van vertrekkend Shell-topman Jeroen van der Veer over variabele beloning onlangs in de Financial Times: "if I had been paid 50 per cent more, I would not have done it better. If I had been paid 50 per cent less, then I would not have done it worse."<sup>107</sup> Is er niet teveel belang gehecht aan het sturen van menselijk gedrag met regels en financiële prikkels en te weinig aan het stimuleren van een vruchtbare vertrouwensrelatie als basis voor vennootschappelijke verhoudingen? Dat dit niet eenvoudig is - veel moeilijker dan het verstrekken van financiële prikkels - moet ons niet tegenhouden de mogelijkheden te onderzoeken.

---

<sup>105</sup> Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9 van de Code Frijns.

<sup>106</sup> Brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 25 mei 2009 met een kabinetsreactie op de geactualiseerde Corporate governance code, par. 7.

<sup>107</sup> "Outgoing Shell chief calls for salaries shake-up", Financial Times 9 juni 2009, p. 1.

Dit raakt echter ook de wijze waarop binnen de onderneming belangen worden afgewogen en de zelfstandigheid van het bestuur en de raad van commissarissen daarbij. Dit is misschien wel het moeilijkste vraagstuk in de verwevenheid tussen de financiële markt en het ondernemingsrecht en degene die de meeste controverses oproept. Het blijft een dilemma dat evenzeer vraagt om verder onderzoek en gedachtewisseling. Aan de ene kant moeten de positieve verdiensten van de disciplinerende werking van de markt behouden blijven. Als er sprake is van apert disfunctioneren van bestuurders *en* commissarissen dan moeten aandeelhouders uiteindelijk kunnen ingrijpen. Ook moeten de belangen van aandeelhouders door de ondernemingsleiding niet blijvend genegeerd kunnen worden. “Entrenchment” moet niet worden beloond; het is belangrijk dat dit op voorhand duidelijk is. Er is echter ook een andere kant aan dit verhaal. Hoe goed we de financiële markt ook reguleren, haar zeven beperkingen zijn voor een belangrijk deel inherent aan de werking ervan. Een te grote invloed vanuit de financiële markt op de corporate governance van beursondernemingen kan daarmee een belemmering opleveren voor een streven naar lange-termijn-duurzaamheid en stabiliteit van beursondernemingen in onze economie.

Ook hier is behoefte aan een nieuw evenwicht. Het is niet reëel en ook niet helemaal zonder gevaar om op voorhand als uitgangspunt voor normering te kiezen dat iedere bestuurder steeds alleen maar in zijn eigen belang handelt zo nodig ten koste van de belangen van anderen. Als dat inderdaad het geval blijkt, dan moet uiteraard ingegrepen kunnen worden. Wij moeten er echter niet voor terugschrikken het debat te heropenen over de reikwijdte en de grenzen van de zelfstandigheid van het bestuur. Naar mijn voorlopige oordeel moeten er inderdaad gegronde redenen zijn om die zelfstandigheid aan te tasten. Vastgesteld zal moeten worden wat die redenen kunnen zijn.<sup>108</sup> Ik denk dat daarbij dan ook past dat de enquêterechter terughoudend is met het benoemen van speciale commissarissen om een “conflict” tussen onderneming en aandeelhouders op te lossen, niet alleen omdat het die zelfstandigheid gemakkelijk kan aantasten, maar ook omdat het tot onwenselijke *moral hazards* kan leiden bij de zittende ondernemingsleiding. Het kan bovendien een constructieve dialoog belemmeren.<sup>109</sup> Wil een "aandeelhoudersdemocratie" werken, dan dient een dialoog plaats te vinden in de aandeelhoudersvergadering of in rechtstreekse contacten tussen onderneming en aandeelhouders op basis van ieders positie, maar niet in de rechtszaal.

---

<sup>108</sup> Vgl. ook B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, Deventer 2007, o.m. op p. 507 e.v.

<sup>109</sup> Anders A.R.J. Croiset van Uchelen, Verlengstuk van de vennootschap of van de rechter?, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008, p. 231. Vgl. ook P.D. Olden, De OK-commissaris (binnenkort te publiceren).

Omgekeerd hebben bestuur en raad van commissarissen uiteraard een verantwoordingsplicht over de wijze waarop zij in concrete omstandigheden in redelijkheid de betrokken belangen hebben afgewogen. Dat legitimeert hun positie. Dat veronderstelt echter een actiever en transparanter proces van belangenafweging, waarbij bijvoorbeeld in voorkomende gevallen ook expliciete impact-analyses worden gemaakt van voorgenomen besluiten. De op handen zijnde evaluatie van het enquêterecht moet in dit verband ook niet geïsoleerd worden beschouwd, maar in samenhang met en als onderdeel van de eerder bepleitte integrale analyse.

Ook de grondslag en werking van de “market for corporate control” behoeft hernieuwde aandacht. Is het voor de disciplinerende werking van de financiële markt nodig om de deur zover open te zetten dat een onderneming op ieder zwak moment moet vrezen voor haar voortbestaan op langere termijn? Ik meen dat dit een erg zwaar en mogelijk zelfs een disproportioneel middel is om goed bestuur van ondernemingen te waarborgen dat wederom een streven naar aandeelhouderswaarde op de lange termijn en het waarborgen van een gedegen belangenafweging kan ondermijnen. Het is wel beschouwd een brevet van onvermogen als we het bij het streven naar goede corporate governance daarvan moeten hebben. Wat beschermingsconstructies betreft moeten wij verder niet uit het oog verliezen dat zowel in Europa zelf als in de verhouding tot grote markten buiten Europa een *level playing field* voor een “market for corporate control” simpelweg ontbreekt<sup>110</sup> en dat Nederland door de ontwikkelingen die ik in het begin al aanstipte inmiddels één van de meest open systemen heeft van de wereld.

Er is daarom behoefte aan heroverweging of in ieder geval nadere invulling van de norm die de Hoge Raad formuleerde in zijn bekende RNA-arrest dat beschermingsmaatregelen als regel slechts een tijdelijk karakter kunnen hebben, zeker als men bedenkt dat die kernoverweging anticipeerde op Europese en nationale regelgeving voor het openbreken van beschermingsmaatregelen die er noch in de EU noch in ons eigen land uiteindelijk gekomen is.<sup>111</sup> De vraag is dan ook gerechtvaardigd of de Hoge Raad nu in gelijke zin zou oordelen. Wat betekent verder de term “tijdelijk” hier precies? Moet daarbij worden aangeknoopt bij de twee jaar die feitelijk al geldt voor bescherming door middel van beschermingsprefs?<sup>112</sup> Hoe en hoe inhoudelijk vindt de toetsing plaats? Biedt het de mogelijkheid aan het bestuur om een

---

<sup>110</sup> Vgl. hierover J. Winter, *Level playing fields forever*, in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer 2007, p. 121 e.v.

<sup>111</sup> HR 18 april 2003, JOR 2003, 110 (RNA), r.o. 3.7 jo. par. 2.31 van de conclusie van de AG. Zie ook H.J. de Kluiver, *De revival van de beschermingsmaatregelen*, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, Deventer 2009, p. 232 e.v.

<sup>112</sup> Uit hoofde van art. 5:71 lid 1 sub c Wft.

eigen afweging te maken, of verschaft de tijdelijkheid slechts de mogelijkheid tot nadere onderhandeling, tenzij sprake zou zijn van een niet-serieuze bidder?<sup>113</sup>

Hoe verhoudt zich deze uitspraak verder tot het ABN AMRO-arrest waarbij de Hoge Raad overwoog dat het bestuur onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële (“serieuze”) bidders te respecteren en zich dient te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden, bijvoorbeeld doordat zij een “level playing field” illusoir maken.<sup>114</sup> Moet die uitspraak gezien worden tegen de achtergrond van de concurrerende biedingen waar in die zaak sprake van was en gaat het “level playing field” in dat licht vooral over informatieverschaffing, of gaat de ABN AMRO-uitspraak verder en beperkt die de mogelijkheden om te beschermen nog verder?<sup>115</sup> Het zijn vragen waarop de praktijk dringend behoefte heeft aan meer duidelijkheid.

## 5. Slot

Ik rond af met een enkel woord over de financiële crisis. Die staat terecht hoog op de agenda. Ook over de rol die het functioneren van de financiële markt heeft gespeeld in het ontstaan van de financiële crisis is het laatste woord nog lang niet gesproken. In de komende jaren zal ook verder wetenschappelijk onderzoek daarop meer licht moeten werpen. Voorlopig lijkt het erop dat het functioneren van de financiële markt het ontstaan van een klimaat heeft bevorderd waarin grote risico's werden genomen om kortetermijn-rendement te kunnen realiseren, waarin de gebreken van financiële *incentives* zichtbaar zijn geworden en waarin ook de complexiteit van financieringsinstrumenten en –praktijken hun tol zijn gaan eisen. Als we terugkijken, dan is het opmerkelijk dat de onderstroom van al die ontwikkelingen nauwelijks lijkt te zijn opgemerkt in de schokgolf die de beursschandalen in de Enronperiode nog maar enkele jaren geleden veroorzaakte. De financiële crisis die wij nu ervaren kan echter zonder overdrijving worden gezien als een tweede, nogal luidruchtige "wake-up call". Er is dan ook alle reden om de werking van de financiële markten en hun interactie met beursondernemingen en de doorwerking daarvan in de ontwikkeling van het ondernemingsrecht veel structureler te onderzoeken en te bezien waar verandering en verbetering kan worden aangebracht. Die verandering is niet, zoals Benjamin Franklin lijkt te suggereren, een doel op zichzelf. Maar de verandering *is* al overal om ons heen. Het gaat er

---

<sup>113</sup> Vgl. in dit verband *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (Del.Ch. 1989 en Del. 1990).

<sup>114</sup> HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 (ABN AMRO), r.o. 4.6.

alleen om hoe wij daar op inspelen. Of, om het te zeggen met een uitspraak die door sommigen aan Charles Darwin wordt toegeschreven: “It is not the strongest of the species that survive, nor the most intelligent, but the one most responsive to change”.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> Daarvan lijkt, overigens mijns inziens ten onrechte, J.D. Kleyn uit te gaan in Weg met structurele beschermingsmaatregelen, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009, Deventer 2009, p. 221 e.v.

<sup>116</sup> Of Charles Darwin dit daadwerkelijk heeft gezegd, wordt overigens wel betwijfeld.